

*Alberto Acosta, Carlos Marx Carrasco, Joyce de Ginatta,  
Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Félix Jiménez,  
Alberto Luque, Franklin López Buenaño, José Moncada Sánchez,  
Juan Luis Moreno-Villalaz, Zonia Palán T.,  
Jeffrey Sachs y Felipe Larraín, Enrique Sierra y Oswaldo Padilla*

# DOLARIZACIÓN

## Informe urgente

**FLACSO - Biblioteca**

Compilación y edición

*Alberto Acosta  
José E. Juncosa*

Coedición

ILDIS  
Abya-Yala/UPS  
2000

## **DOLARIZACIÓN**

### **Informe urgente**

*Alberto Acosta, Carlos Marx Carrasco, Joyce de Ginatta,  
Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Félix Jiménez,  
Alberto Luque, Franklin López Buenaño, José Moncada Sánchez,  
Juan Luis Moreno-Villalaz, Zonia Palán T.,  
Jeffrey Sachs y Felipe Larraín, Enrique Sierra y Oswaldo Padilla*

Edición y compilación: Alberto Acosta y José E. Juncosa

1a. Edición

Ediciones ABYA-YALA  
12 de Octubre 14-30 y Wilson  
Casilla: 17-12-719  
Teléfono: 562-633 / 506-247  
Fax: (593-2) 506-255  
E-mail: admin-info@abyayala.org  
editorial@abyayala.org  
Quito-Ecuador

ILDIS (Instituto Latinoamericano  
de Investigaciones Sociales)  
Calle José Calama Nº 354 y J. León Mera  
Casilla: 17-03-367  
Teléfono: 562-103 / 563-644  
Fax: (593-2) 504-337  
E-mail: ildis1@ildis.org.ec  
Quito-Ecuador

Impresión Docutech-UPS  
Quito - Ecuador

Diseño de la Portada: Raúl Yépez

ISBN: 9978-04-571-6

Impreso en Quito-Ecuador, 2000

# INDICE

## PRESENTACIÓN

*Hans-Ulrich Bünger y Juan Bottasso B.* ..... 5

## 1. LA TRAMPA DE LA DOLARIZACIÓN

Mitos y realidades para la reflexión

*Alberto Acosta* ..... 9

## 2. DE CAVALLO A CAVALLO

*Carlos Marx Carrasco* ..... 47

## 3. DOLARIZACIÓN: la bandera de lucha de la CAPIG

*Joyce de Ginatta* ..... 61

## 4. DOLARIZACIÓN OFICIAL EN ECUADOR

*Instituto Ecuatoriano de Economía Política* ..... 71

## 5. LA PROPUESTA DE DOLARIZACIÓN:

¿un paso atrás?

*Félix Jiménez\** ..... 105

## 6. DOLARIZACIÓN: El Salto Al Vacío

*Alberto Luque* ..... 113

## 7. RÉPLICAS A LAS OBJECIONES

MÁS COMUNES A LA DOLARIZACIÓN

*Franklin López Buenaño* ..... 157

## 8. LA DOLARIZACIÓN: Ilusiones y realidades

*José Moncada Sánchez* ..... 173

## 9. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA PANAMEÑA

Una economía dolarizada con integración financiera

*Juan Luis Moreno-Villalaz* ..... 191

<b>10. LA DOLARIZACIÓN EN EL ECUADOR</b> <i>Zonia Palán T.</i> .....	215
<b>11. ¿POR QUÉ LA DOLARIZACIÓN ES MÁS UNA CAMISA DE FUERZA QUE UNA SALVACIÓN?</b> <i>Jeffrey Sachs y Felipe Larraín</i> .....	229
<b>12. ALTERNATIVAS DE DOLARIZACIÓN, CONVERTIBILIDAD Y POLÍTICAS MONETARIAS EN EL MARCO ACTUAL DEL ECUADOR</b> <i>Enrique Sierra C. y Oswaldo Padilla P.</i> .....	243

# 11. ¿POR QUÉ LA DOLARIZACIÓN ES MÁS UNA CAMISA DE FUERZA QUE UNA SALVACIÓN?\*

*Jeffrey Sachs y Felipe Larraín*

En abril, *VenEconomía* publicó un artículo de Rita Funaro titulado “Definir el curso de la política cambiaria”, en el cual se resumían los argumentos de Ricardo Hausmann a favor de tipos de cambio menos flexibles. Ahora, *Foreign Policy*, una de las publicaciones más prestigiosas del mundo sobre asuntos de política y economía internacional, cuyo editor es Moisés Naím y es publicada por el Carnegie Endowment for International Peace, ha publicado los argumentos a favor y en contra. En uno de ellos, Hausmann sostiene que al mundo le iría mejor si más países ataran sus monedas al dólar o al euro. En el otro, Jeffrey Sachs y Felipe Larraín, de la Universidad de Harvard, disienten de plano con Hausmann y afirman que la dolarización puede resultar una política temeraria. A continuación reproducimos este último artículo.

\* \* \*

La reciente oleada de crisis financieras ha llevado a algunos observadores a argumentar que los países en vías de desarrollo deberían abandonar sus monedas nacionales para adoptar en cambio el dólar estadounidense (o quizá el euro o el yen, dependiendo de su ubicación geográfica). Pero esa conclusión es injustificada y hasta temeraria. La dolarización es una solución radical a la inestabilidad de los mercados, aplicable sólo en los casos más extremos. El enfoque opuesto –un tipo de cambio flexible entre la moneda nacional y el dólar– es mucho más

---

\* Este artículo fue publicado originalmente en la edición de Otoño (1999) de *Foreign Policy*. Editor: Moisés Naím Título original: “Why dollarization is more stroijeket than solution”. editor@ceip.org

prudente para la mayoría de los países en desarrollo, incluyendo aquellos golpeados más duramente por las crisis recientes.

Hay dos argumentos principales a favor de los tipos de cambio flexibles y dos argumentos principales a favor de los tipos de cambio fijos [véase la definición exacta de lo que se entiende por “fijo” y “flexible” en *A Guide to Exchange Rate Regimes* (Guía de los regímenes cambiarios), págs. 70-71]. El primer argumento a favor de la flexibilidad cambiaria es que una depreciación (o apreciación) del tipo de cambio puede servir para contrarrestar los shocks que se producen en una economía. Tómese el caso de un exportador de petróleo que encare una baja de precios. La caída de los ingresos petroleros conduciría a una contracción en la demanda de una gama de bienes y servicios internos, una desaceleración de la economía y a un aumento del desempleo. En un sistema de tipo de cambio fijo (por ejemplo, dólar/peso), una solución sería reducir sueldos y salarios, de manera que las industrias no petroleras pudieran bajar sus precios en los mercados internacionales y con ello aumentar sus ventas. Pero, tal como le señaló célebramente el economista John Maynard Keynes hace más de 70 años a Winston Churchill, a la sazón ministro de Hacienda de Gran Bretaña, eso sería un proceso complicado. Implicaría la renegociación de miles de contratos colectivos distintos, y cualquier reducción masiva de sueldos y salarios probablemente estaría acompañada de graves tensiones sociales. Una solución mucho más sencilla sería dejar que el peso se depreciara frente al dólar. Al cambiar sólo este precio (la cantidad de pesos por dólar), todos los productos de exportación del país en cuestión repentinamente se abaratarían en el mercado internacional, haciéndose más atractivos para los compradores foráneos. Un aumento en la demanda de las exportaciones no petroleras compensaría la caída de los ingresos petroleros, absorbiendo el shock y permitiendo a la economía continuar su marcha.

El segundo argumento a favor del cambio flexible es que lo que es bueno para Estados Unidos no necesariamente es bueno para otros países. Por sus propios y legítimos motivos (quizá prestarle pesos al gobierno para tapar algún hueco fiscal, o tal vez para estimular la demanda interna), el país X podría necesitar una expansión monetaria, incluso si Estados Unidos no la necesitase. En un sistema de tipo de cambio fijo, una política monetaria expansiva queda sin efecto, debido a que el aumento en la oferta monetaria se absorbe con una pérdida de reservas internacionales por parte del banco central. Un país que ata su mone-

da al dólar está, en efecto, atando su política monetaria totalmente a la política monetaria estadounidense. Tal decisión tiene sentido únicamente si la política monetaria estadounidense es absolutamente apropiada para la economía nacional de ese país, lo cual rara vez es el caso.

Por el contrario, el principal argumento a favor de un sistema cambiario atado al dólar es que hace cumplir una disciplina. Si un banco central irresponsable se sintiese en libertad para emitir pesos sin preocuparse por las consecuencias que ello acarrearía para el tipo de cambio, simplemente imprimirá pesos hasta la saciedad para cubrir un abultado déficit presupuestario o para conceder créditos baratos al sistema bancario. Estas serían medidas populares en el corto plazo, pero no tardarían en llevar a la inflación y a una crisis cambiaria. Todos los precios, incluidos los de los dólares en términos de pesos, se dispararían. Ante tal situación, un sistema de tipo de cambio fijo obliga al banco central a evitar la emisión excesiva de pesos, ya que ello agotaría sus reservas. Una caja de conversión es una forma aún más restrictiva de disciplina del tipo de cambio atado al dólar, ya que el banco central tiene prohibido emitir dinero para créditos al gobierno o al sector privado.

El segundo argumento a favor de un sistema de tipo de cambio resulta igualmente directo: una tasa cambiaria estable reduce los costos de transacción de los negocios. No hay riesgo en cambiar de divisa si el tipo de cambio se mantiene estable, y también es probable que varíen muy poco los costos de cambiar de pesos a dólares (medido según la diferencia entre el precio de compra y el de venta en el mercado de divisas). A los ejecutivos de empresas les agrada la certidumbre que asocian con un tipo de cambio atado al dólar.

De manera que, al menos en teoría, los tipos de cambio flexibles son apropiados en algunas condiciones y los fijos en otras. Es probable que un cambio flexible sea mejor si un país está expuesto constantemente a shocks externos causados por ejemplo, por variaciones bruscas en el precio de su principal producto de exportación. Por el contrario, es probable que una tasa de cambio fija sea mejor si los shocks externos de una economía son poco frecuentes o relativamente pequeños, o si el banco central o el gobierno son políticamente irresponsables o carecen de controles institucionales fuertes.

La posición que se adopte en cuanto a un sistema de cambio flexible y uno fijo puede depender del ángulo desde donde se mire. Los empresarios naturalmente tienden a preferir lo que de predecible ofre-

cen los tipos de cambio estables, y es cierto que algunos actores de la comunidad empresarial mexicana se han manifestado a favor de la dolarización. Pero es posible que los empresarios subestimen los costos indirectos, tales como el mayor desempleo, que podría resultar cuando el banco central busca la estabilidad del tipo de cambio, descuidando otros objetivos. También tienden a olvidar que un tipo de cambio atado al dólar es una promesa condicional no una garantía incondicional; el tipo de cambio aún podría colapsar, incluso si el banco central trata-se por todos los medios de evitarlo. Por ejemplo, si suficientes personas y empresas tratan de convertir sus pesos a dólares, el banco central casi con toda seguridad se quedará sin reservas, ya que la suma de los pesos en circulación más los depósitos bancarios es casi siempre mayor al monto en dólares de las reservas que mantiene el banco central. Si los depositantes de los bancos y los tenedores de divisas tratan de pasarse masivamente de pesos a dólares, sólo puede ocurrir una de dos cosas: o los bancos se vuelven ilíquidos, incapaces de entregar los pesos que requiere la gente que desea retirar sus fondos, o el banco central se queda sin reservas a medida que vende dólares a cambio de la huida masiva de pesos. Por supuesto que una crisis bancaria y una crisis cambiaria podrían ocurrir simultáneamente. De hecho, eso es lo que ha sucedido en muchos países durante los últimos tres años. Una caja de conversión puede ayudar a prevenir ese escenario, pero no puede impedirlo del todo si tanto las personas particulares como las empresas están decididas a convertir sus tenencias a dólares.

### **La experiencia favorece los tipos flexibles**

Los argumentos en contra de los tipos de cambio fijos quedaron claramente demostrados hace 70 años por los problemas que el cuasi universal patrón oro creó al comienzo de la Gran Depresión. Las naciones que necesitaban aumentar su liquidez monetaria en 1929-30 para hacer frente a la creciente depresión, pero que se hallaron metidas en una camisa de fuerza de oro, restringieron su política monetaria en vez de relajarla, a pesar del creciente desempleo. Fue sólo a medida que los países comenzaron a abandonar uno a uno el patrón oro en los años '30, cuando sus economías empezaron a recuperarse de la quiebra global.



Setenta años más tarde volvemos a ver a muchos países atados al patrón dólar, aplicar políticas extremadamente contractivas para preservar el tipo de cambio atado al dólar, a costa de un elevado desempleo y de una caída de la demanda interna. Si bien en teoría los tipos de cambio fijos son apropiados bajo ciertas condiciones y los flexibles bajo otras, la experiencia reciente sugiere que la mayoría de los mercados emergentes están mejor con los últimos.

En primer lugar, muchos países en los últimos años no han podido resistirse a las presiones que se acumulan cuando los mercados llegan a esperar que sus tasas de cambio se deprecien. México en 1994 Tailandia y Corea del Sur en 1997 y Rusia y Brasil en 1998-99, todos experimentaron el colapso de tasas cambiarias atadas al dólar, aun cuando los gobiernos y los bancos centrales estuvieron comprometidos con su defensa hasta el agotamiento final de sus reservas. Las expectativas de un colapso cambiario pueden ser una profecía que se vuelve realidad. Cuando circulan rumores de que una moneda se va a depreciar, quienes tienen dinero convierten sus pesos a dólares porque no desean quedar atrapados con pesos cuyo valor está a punto de desplomarse. La apresurada huida del peso es a menudo mayor que las reservas detenidas por el banco central; el instituto emisor queda entonces imposibilitado de desplegar una defensa efectiva.

En segundo término una defensa fallida puede resultar sumamente costosa. Un país se mete en graves problemas si su banco central se queda sin reservas tratando de defender la moneda nacional. En tales escenarios, a menudo los bancos extranjeros se marchan, sabiendo que ya no estarán protegidos si algo sale mal. Por ejemplo, si un banco local colapsa, el banco central no dispone de los dólares necesarios para ayudarlo a cumplir con sus obligaciones externas. En México en 1994 y en Tailandia y Corea del Sur en 1997, el colapso del tipo de cambio atado al dólar fue seguido por un pánico financiero en el que los bancos foráneos comenzaron a exigir abruptamente la cancelación de los préstamos. Los bancos nacionales no pudieron satisfacer las exigencias y debieron incurrir en mora o incumplimiento.

En tercer lugar, la política monetaria estadounidense raras veces es apropiada para países cuya moneda está atada al dólar. Durante los últimos años la economía estadounidense ha exhibido un gran vigor. Gracias a los elevados niveles de rendimiento en Estados Unidos y el entusiasmo suscitado por la tecnología informática, el capital ha fluido

hacia Estados Unidos desde el resto del mundo, y el valor del dólar ha repuntado en relación con el del euro y el yen. Por lo tanto, los países en desarrollo que ataron sus monedas al dólar estadounidense (tales como Tailandia hasta julio de 1997 y Brasil hasta enero de 1999) también han visto acrecentar el valor de sus monedas en relación con el euro y el yen. Pero lo que fue bueno para Estados Unidos no lo fue tanto para esas otras economías. Necesitaban monedas más débiles para mantener su competitividad en las exportaciones. Para mantener sus monedas atadas al dólar tuvieron que restringir sus políticas monetarias, aunque fuese inapropiado para sus condiciones económicas. La defensa de los tipos de cambio atados al dólar ayudó a introducir condiciones de recesión en varios países, incluidos Brasil, Rusia, Corea del Sur y Tailandia.

En cuarto lugar, muchos mercados emergentes han acusado una brusca baja de los precios mundiales en sus exportaciones de *commodities*. Especialmente después del inicio de la crisis de Asia en 1997, los países vendedores de petróleo, madera, oro, cobre y muchos otros productos básicos primarios experimentaron una pérdida considerable de ingresos.

Necesitaban o bien una depreciación de su moneda o una baja de los niveles de sueldos y salarios. Lo primero suele ser más fácil de lograr, pero durante la crisis de Asia a menudo no fue posible hacerlo por los compromisos existentes de mantener un tipo de cambio atado al dólar.

Exportadores de *commodities* tales como Argentina y Venezuela –que sufrieron desmedros en los términos de intercambio comercial en los mercados mundiales, pero cuyas monedas estaban atadas al dólar–, terminaron con bruscos aumentos de desempleo y pronunciadas bajas en su actividad económica real. El argumento a favor del tipo de cambio flexible es aún más firme si se observa a Australia y Nueva Zelanda, los cuales dependen en gran medida de las exportaciones de productos básicos. Cuando esas economías fueron golpeadas por grandes caídas en los precios de sus *commodities* como secuela de la crisis asiática, sus tasas cambiarias flotantes les ayudaron a absorber los shocks sin sufrir daños significativos en su producción y empleo internos.

Un quinto punto sella el argumento práctico en contra de los tipos de cambio fijos para la mayoría de los países. Un argumento vigoroso ha sido que a los bancos centrales no se les puede confiar un tipo de cambio flotante –que sencillamente comenzarían a imprimir dema-

siado dinero si tienen la oportunidad. Un tipo de cambio atado al dólar, o incluso una dolarización, se consideran como la cura para la irresponsabilidad crónica e irremediable.

Si bien con toda seguridad los gobiernos o los bancos centrales de muchos países en desarrollo no están exentos de culpa, sus prácticas reales son mucho menos irresponsables e irremediables de lo que a menudo se ha afirmado. Países con un grado considerable de flexibilidad en el tipo de cambio, tales como Chile, o México desde 1995, en realidad se han comportado responsablemente, manteniendo el crecimiento del dinero en un bajo nivel y la inflación bajo control, incluso sin la camisa de fuerza de un tipo de cambio atado al dólar o una dolarización.

### **¿Qué hace diferente a la dolarización?**

Si un país abandona su moneda nacional en favor del dólar estadounidense, el resultado es muy parecido a un tipo de cambio atado al dólar, si bien con menos espacio para maniobrar. En primer lugar, claro está, ya no existe el “amortiguador” de una depreciación de la tasa cambiaria. La única alternativa es un recorte de los niveles de sueldos y salarios, lo cual probablemente sea un proceso prolongado, con mucho desempleo en el interín. En segundo lugar no hay ámbito para una política monetaria independiente, pues ésta sería determinada en Washington por la Reserva Federal de Estados Unidos. Dejar que la Reserva Federal tome esas decisiones es bueno si el banco central del país en cuestión es altamente irresponsable. Pero no es bueno si el país necesita una política monetaria más expansiva de lo que está dispuesta a aplicar la Reserva Federal. (Ni qué decir que la Reserva Federal definirá sus políticas monetarias basándose en las condiciones de EE.UU., no en las del país en dolarización).

Sin embargo, hay algunas diferencias importantes, tanto positivas como negativas. Un factor sumamente negativo de la dolarización es su costo. Al optar por la dolarización, un país estaría renunciando a su señoraje es decir, los ingresos que percibe cuando el valor de su moneda supera el costo de producir dicha moneda. En lugar de registrar una utilidad proveniente de su moneda nacional, el país en dolarización tendría que afrontar el gasto de comprar dólares para canjearlos por sus pesos. Tendría que pagar por esos dólares bien sea con sus reservas internacionales o con dinero producto de un cuantioso préstamo deno-

minado en dólares. De cualquier manera, el costo en términos de intereses perdidos sobre sus reservas, o los nuevos pagos de intereses sobre sus endeudamientos, sería considerable. Por ejemplo, Argentina tendría que desembolsar inicialmente \$15.000 millones para canjear sus billetes de pesos por dólares estadounidenses. A medida que la economía crece y necesite más billetes verdes, habría que seguir pagando un precio. En teoría, esos costos serían compensados si EE.UU. conviniera en compartir su señoraje con los países en dolarización, pero eso constituye una expectativa política particularmente distante.

Otro importante punto negativo es la inexistencia de un acreedor de último recurso para el sector bancario. Supóngase que las familias de un país decidieran sacar su dinero de los bancos masivamente, quizá debido a rumores sobre la falta de seguridad del sector bancario. Cuando un país tiene su propia moneda, el banco central puede prestarle a bancos locales el dinero que necesitan para satisfacer el repentino incremento de los retiros de los depositantes. Por lo tanto, los depositantes pueden confiar en que los bancos tendrán sus depósitos disponibles para esos retiros. Sin embargo, cuando un país se ha dolarizado, ya no hay un banco central nacional que pueda proveer dólares en caso de un retiro repentino de los depósitos bancarios. Y no hay motivo para esperar que la Junta de la Reserva Federal sea el acreedor de último recurso para los bancos de otro país, incluso si ese país hubiese adoptado el dólar como su moneda. Los países en dolarización podrían tratar de establecer líneas de crédito para contingencias, pero generar las garantías adecuadas resultaría difícil.

Una última y notoria diferencia (que resulta positiva, pero que igualmente es un aspecto significativamente negativo) entre la dolarización y un tipo de cambio atado al dólar, es que la dolarización es casi irreversible. Este factor es bueno en el sentido de que mitiga cualquier temor sobre el posible colapso de un tipo de cambio atado al dólar, o inclusive de una caja de conversión. Sin embargo, puede ser igualmente perjudicial si una economía es sacudida repentinamente por un shock externo y necesitase desesperadamente una depreciación de la moneda. Con un tipo de cambio atado al dólar sería posible aplicar una depreciación. El gobierno le diría al público que debe incumplir su promesa de mantener un tipo de cambio estable, en vista de las extremas circunstancias que encara la nación.

Sin embargo, en un país que ha abandonado su propia moneda, esta medida extrema (reservada para emergencias extremas) podría no estar disponible. La dolarización con certeza garantiza la falta de preocupaciones por las fluctuaciones del tipo de cambio, pero eso es como consecuencia de meter a la economía en una camisa de fuerza monetaria.

### ¿Se justifica la dolarización en algunos casos?

La dolarización sólo tiene sentido en las siguientes circunstancias:

- La economía de un país está muy estrechamente integrada con la de Estados Unidos y por lo tanto podría experimentar shocks muy similares. En tal caso, la política monetaria estadounidense encargaría bien en ese país. Los países exportadores de *commodities* cuyos productos están sujetos a bruscas fluctuaciones de los precios mundiales raramente satisfacen este criterio.
- Un país con una economía muy pequeña en la que la mayoría de los precios son fijados en dólares y en la que la mayoría de los bienes se transan en el comercio internacional. De hecho, sólo hay cuatro países independientes actualmente dolarizados: Islas Marshall, Micronesia, Palau y Panamá. De ellos, sólo Panamá tiene un tamaño significativo en términos de población (2,7 millones de habitantes) y de producto interno bruto (\$8.700 millones). Los otros tres son islas con poblaciones entre 17.000 y 120.000 habitantes, y PIB entre \$100 y \$200 millones.
- Un país con un mercado laboral muy flexible. Si los sueldos y salarios internos deben disminuir, lo pueden hacer sin elevados niveles de tensión en el mercado laboral y sin un período prolongado de desempleo.
- Un país en el que no se pueda confiar que el banco central maneje su propia moneda de manera estable, quizá debido a que las políticas internas son demasiado populistas o porque las demandas sociales son demasiado elevadas como para poder resistir las presiones para financiar sus déficit presupuestarios con inflación.

Muy pocos países se adaptan a este perfil; México y Argentina ciertamente no son el caso. Ambos tienen economías relativamente inflexibles y son considerablemente dependientes de sus productos básicos. Deben enfrentar shocks muy diferentes a los que podrían aquejar a Estados Unidos. Argentina ha estado en una especie de patrón-dólar desde abril de 1991, cuando el peso argentino fue atado al dólar en una proporción de uno a uno. A pesar de algunos logros significativos, Argentina experimentó una brusca recesión en 1995 a raíz de la crisis del peso mexicano, y actualmente sufre otra. Las condiciones objetivas exigen cierto relajamiento monetario, pero el tipo de cambio de Argentina, atado al dólar, no lo permite. México tuvo una tasa de cambio atada al dólar hasta diciembre de 1994, cuando la tasa fue desestabilizada por una combinación de shock económico y políticas monetarias inconsistentes, que hicieron que el país se quedara sin reservas internacionales. Desde 1995, México ha venido aplicando un sistema de cambio flotante. En 1999 pudo absorber la crisis de los mercados mundiales dejando que su moneda se depreciara, en vez de aplicar una política monetaria restrictiva (como hizo Argentina). El resultado es que México continúa disfrutando de crecimiento económico en 1999, mientras que Argentina se sumerge más profundamente en la recesión.

Al otro lado del planeta, una comparación similar entre Hong Kong y Singapur pone también de manifiesto los riesgos de un sistema dolarizado. Cuando la crisis de Asia estalló en 1997, tanto Hong Kong como Singapur experimentaron una brusca caída en la demanda de sus exportaciones al resto de la región. Singapur contrarrestó ese shock externo dejando que se depreciara su moneda. Por el contrario, Hong Kong mantuvo su tipo de cambio atado con el dólar estadounidense, tasa que se ha mantenido estable desde 1984. Por lo tanto, Singapur escapó a la recesión en 1998 y 1999, mientras que Hong Kong ha experimentado la recesión más profunda en la historia reciente (una caída de alrededor de ocho por ciento del PIB real con respecto a su nivel pico, hasta mediados de 1999).

### **¿Podría ser la respuesta las monedas regionales?**

Podría haber un punto medio para algunos países, entre los beneficios de una moneda común (menores costos de transacción, manejo monetario despolitizado) y los beneficios de la flexibilidad —un amor-

tiguador de las fluctuaciones extremas en los términos del intercambio u otros cambios en los patrones mundiales del comercio. Y ese punto medio es la regionalización –más que la dolarización– las monedas nacionales, como es el caso del euro. Supongamos que países cercanos con estructuras económicas aproximadamente iguales, encaran los mismos shocks externos y su comercio bilateral es fuerte. Podrían querer adoptar una moneda común para su ámbito, pero que se mantuviera flexible frente a otras divisas importantes tales como el dólar estadounidense. Muchos miembros de la Unión Europea tomaron precisamente esa decisión. Vienen a la mente otras varias regiones candidatas en todo el mundo, y especialmente dos en América Latina: los países miembros del Mercosur en Sudamérica y los países centroamericanos, menos Panamá (cuya economía ya está dolarizada).

Los beneficios de la regionalización de las monedas podrían ser muy considerables. En primer lugar, habría una reducción en los costos de transacción para hacer negocios dentro de la región en cuestión. En segundo término, está la creación de un banco central supranacional manejado por representantes designados por cada uno de los países participantes, el cual sacaría la política monetaria fuera del dominio de la política populista nacional, al tiempo que preservaría la rendición de cuentas de las autoridades monetarias al proceso político de los países miembros. En tercer lugar, los ahorros considerables derivados de tal sistema serían mayores que los de la dolarización, porque el problema del señoriaje no sería un factor. Supongamos que los países centroamericanos, por ejemplo, adoptaran una moneda común. Dado que ellos serían los emisores, dichos países podrían imprimir el dinero a un bajo costo y canjearlo por las monedas existentes en circulación. Por el contrario, si optasen por la dolarización, tendrían que vender reservas en dólares que devengan intereses o endeudarse en nuevos dólares a tasas de interés más elevadas, para poder canjear dólares por las monedas existentes.

Claro que los obstáculos para lograr la regionalización de las monedas nacionales serían considerables, aun cuando se pudiera justificar la regionalización en vista de las realidades económicas subyacentes. Tómese el caso del Mercosur, por ejemplo. Argentina y Brasil parecerían tener un interés monetario común: la depreciación del real a comienzos de 1999 sumió a Argentina en una muy profunda recesión. Y aun así, Argentina aparentemente sigue convencida en mantener una

paridad atada con el dólar estadounidense, cuando no con una dolarización directa. Muchos argentinos consideran a Brasil como un socio monetario improbable y poco valioso. El resultado probable es un real flotante en Brasil, un peso sobrevaluado en Argentina y poco movimiento bien sea hacia la dolarización o la regionalización de las monedas nacionales. En América Central, la situación es similar. Cada país alberga dudas sobre la plausibilidad de sus vecinos como socios monetarios. Debería haber una coordinación económica considerable entre los países, con miras a prepararse para una moneda común. La clara falta de movimiento en esta dirección convierte a semejante moneda en una perspectiva distante.

### **Reducir los riesgos de la globalización**

El sistema financiero mundial se ha vuelto traicionero en años recientes, especialmente ya que muchos participantes todavía no han aprendido los pormenores de la globalización. Los mercados emergentes son zarandeados por enormes vaivenes en el crédito de la banca internacional: a veces el dinero entra a chorros, mientras que otras sale a borbotones. Todos los países necesitan aprender a manejar sus riesgos financieros, y un buen sistema cambiario forma parte de un buen manejo del riesgo. En esas circunstancias se recomiendan los tres principios siguientes.

*Primero*, salvo en los casos extremos ya antes delineados, los tipos de cambio flexibles (bien sea a nivel nacional o regional) sirven para absorber shocks externos. No basta con tener un tipo de cambio atado al dólar que funcione correctamente la mayor parte del tiempo. En su planificación, los países deben tomar en cuenta las eventualidades –desastres naturales, colapsos de precios en los mercados internacionales, salidas abruptas de capitales– que pudieran requerir la función amortiguadora de la tasa cambiaria.

*En segundo lugar*, los países deberían intentar limitar los flujos de dinero caliente del exterior, especialmente préstamos a muy corto plazo de bancos internacionales. El dinero que entra en un país a borbotones puede salir de él con la misma facilidad. El capital de corto plazo y altamente volátil, a menudo movilizadо por oleadas de euforia o pá-



nico que convierten percepciones subjetivas en realidades, pueden perturbar las economías y causar movimientos bruscos en los tipos de cambio. Tales flujos se pueden limitar mediante la regulación apropiada del sistema bancario o a través de cierta restricción a la entrada de capital cortoplacista (sin embargo, una vez que ha entrado dinero del exterior, no es una buena idea limitar su salida). Los países también deberían ponerle mucho cuidado a la relación entre deuda externa de corto plazo y las reservas internacionales. La mayoría de los países que recientemente han experimentado crisis cambiarias tenían más deuda de corto plazo que reservas internacionales en la víspera de la crisis. En tales condiciones, resulta racional para los inversionistas extranjeros tratar de ser los primeros en salir, y fácilmente puede producirse un ataque especulativo contra la moneda del país.

*Por último*, los países deberían fortalecer la capacidad operativa de sus bancos centrales y darles a esos bancos la independencia suficiente para que puedan resistir las presiones políticas a favor de una expansión monetaria. Quienes abogan por la dolarización se equivocan al pensar que los países en desarrollo tienen una incapacidad congénita para manejar una moneda no inflacionaria. Hay muchos países en desarrollo que mantienen una buena disciplina interna sin la camisa de fuerza de la dolarización. Sin embargo, esos defensores de la dolarización están en lo cierto al advertir sobre los riesgos y al hacer hincapié en la importancia de la determinación institucional para asegurar que el banco central cuente con el profesionalismo y la protección contra la política cotidiana que necesita para cumplir con su labor en forma responsable.

### Datos de los autores

Jeffrey Sachs es titular de la cátedra Gallen L. Stone de Comercio Internacional y director del Centro para el Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard. Felipe Larrain es profesor visitante de la cátedra Robert F. Kennedy de Estudios Latinoamericanos de la Escuela de Gobierno John F. Kennedy y del Instituto para el Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard.

