

*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 N° 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

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

5. LA PROPUESTA DE DOLARIZACIÓN ¿un paso atrás?

Félix Jiménez*

La crisis financiera internacional ha provocado el debate sobre el régimen cambiario apropiado para asegurar la estabilidad de las economías como la nuestra. Un grupo de economistas persuadidos con la idea de que la crisis es resultado de la acción especuladora de inversionistas que apuestan por la depreciación monetaria respecto a una moneda fuerte (el dólar) en economías con problemas, está proponiendo su total dolarización. Muerto el perro, se acabó la rabia, dicen. Desaparecida la moneda doméstica y reemplazada por el dólar, no hay espacio para la devaluación y, por tanto, para la especulación.

Esta propuesta ha sido recogida por algunos economistas de nuestro país, con la misma imaginación con la que recogieron el plan de estabilización del Consenso de Washington. Después de 8 años de experimento estabilizador en el que participaron estos economistas, proponen para nuestra economía el *sistema de convertibilidad* argentino como paso previo a su total *dolarización*. La propuesta tiene como valor agregado por estos economistas, el adjetivo *shock de confianza*. Ellos suponen, claro está, que las presiones devaluatorias y la pérdida de reservas internacionales experimentadas por nuestro país en los últimos meses son resultado de factores externos que, según ellos, no tienen que ver con los *sólidos fundamentos* de la economía construidos en 8 largos años de estabilización. El lector, sin embargo, debe saber que una economía no puede tener sólidos fundamentos cuando la disminución de la inflación se hizo a costa de la exacerbación del desequilibrio externo.

* Ph. D. Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú (Publicado en la Revista *MONEDA* del Banco central de Reserva del Perú, No. 114, abril-mayo 1999)

El propósito de este artículo es mostrar por qué el sistema de *convertibilidad* o *Currency Board* y la *dolarización*, sacrifican o subordinan los objetivos de producción y empleo a la estabilidad monetaria.

El sistema de convertibilidad o *Currency Board*

La convertibilidad supone la existencia de un *Currency Board* (Junta Monetaria) que emite moneda doméstica convertible a una moneda de reserva internacional (dólar) a un tipo de cambio totalmente fijo. Se requiere 100% de reservas en la moneda ancla contra la base monetaria emitida. Esta conversión es total para la moneda emitida por la Junta Monetaria y no para los depósitos bancarios denominados en moneda doméstica. La Junta Monetaria no tiene responsabilidad alguna de asegurar que esos depósitos bancarios sean convertibles en la moneda que ella emite. Esta es una obligación exclusiva de los bancos. La conversión total a la moneda ancla supone la ausencia de restricciones a las transacciones externas tanto de la cuenta corriente como de la cuenta de capital. Por definición, la Junta Monetaria no tiene poder discrecional. Se pierde autonomía monetaria. En rigor, su única función es cambiar los billetes y monedas que emite por reservas internacionales a un tipo de cambio fijo.

El sistema de convertibilidad se establece por ley. Es una reacción al régimen de tipo de cambio fijo defendido por el Banco Central y que corresponde al patrón dólar-oro de Bretton Woods. Se dice que es más creíble porque no da lugar a modificación alguna en el tipo de cambio establecido por ley, obligando a respaldar con reservas internacionales, a este tipo de cambio, toda emisión de moneda doméstica. Pero el hecho que sea más creíble no implica que sea sólido. Su fragilidad está en relación directa a la movilidad de los capitales. Bajo el esquema monetario de Bretton Woods, los inversionistas que dudan, por cualquier razón, de la capacidad del Banco Central de cumplir su compromiso de mantener el tipo de cambio, conspirarán contra la moneda doméstica provocando una crisis con pérdida y salida de reservas. La Junta Monetaria pretende justamente eliminar la posibilidad de esta crisis y simultáneamente mantener estable los niveles de precios. Como señala la evidencia empírica, estos resultados presuponen niveles elevados y sostenidos de reservas internacionales y la subordinación de otros objetivos económicos al mantenimiento de la convertibilidad.

Pero, con el sistema de convertibilidad fijo, no hay manera de modificar la estructura de precios relativos a favor de la industria y del empleo, aumentar la competitividad de los productos comercializables internacionalmente, y menos de utilizar la política económica para superar los desequilibrios económicos regionales del país. Con la Junta Monetaria se renuncia a la política monetaria y a la administración del tipo de cambio, sacrificándose así, en general, los objetivos de producción, crecimiento, comercio, acumulación de capital, empleo, en aras de la estabilidad monetaria y de la eliminación de la inflación.

Además, la Junta monetaria acrecienta la vulnerabilidad de la economía a los *shocks externos* en lugar de reducirse, y desaparece la función del Banco Central como prestamista de última instancia. En consecuencia, el sistema de convertibilidad no elimina la posibilidad de la crisis monetaria. La existencia de un sistema bancario implica la adición de depósitos denominados en moneda doméstica a la base monetaria emitida por la Junta. Es decir, no se elimina la posibilidad de dinero bancario a través del endeudamiento empresarial (*inside money*). Y, como no hay un prestamista de última instancia, las corridas bancarias no pueden ser detenidas para evitar una crisis generalizada. Cuando la cantidad de dinero supera varias veces la magnitud de la base monetaria, es totalmente posible que una corrida contra los depósitos bancarios y hacia la moneda de reserva internacional, provoque una salida de capitales y cause el colapso del sistema de convertibilidad. El desencadenante puede ser, por ejemplo, un *shock* externo. El caso de la Argentina es elocuente al respecto. La Junta Monetaria no fue garantía de estabilidad monetaria y del tipo de cambio, cuando la economía argentina fue afectada por la crisis mexicana de diciembre de 1994. El dilema entre mantener la estabilidad del tipo de cambio (la convertibilidad) y la estabilidad del sistema bancario, fue evitado sólo con la inyección de 8 mil millones de dólares de préstamos internacionales organizados por el FMI.

Del *Currency Board* a la dolarización

La devaluación del real brasileño volvió a poner en cuestión el sistema de convertibilidad argentino. El efecto negativo en la cuenta corriente de su balanza de pagos, no pudo ser enfrentado con la presen-

cia de la Junta Monetaria. La reacción inmediata fue el aumento notable de las tasas de interés en moneda nacional y en moneda extranjera. Al momento de escribir este artículo, nos enteramos que el gobierno argentino está negociando un nuevo acuerdo con el FMI en una situación en la que, por los efectos recesivos de la crisis internacional, la recaudación tributaria ha caído dramáticamente. La propuesta argentina de una dolarización completa pretende evitar así un ataque especulativo, si la situación brasileña se agrava. Pues, el sistema de convertibilidad argentino volverá a sobrevivir sólo con otro “préstamo internacional” monitoreado por el FMI. Ciertamente, los argentinos piensan que con la dolarización, la ayuda vendría directamente de los EE.UU.

La dolarización puede verse como el paso lógico que sigue a la Junta Monetaria. Si esta impide hacer política monetaria, la moneda de reserva internacional (el dólar) puede lógicamente devenir en medio de pago y unidad de cuenta, desapareciendo la moneda doméstica y reemplazándose totalmente con el dólar. En esto consiste la dolarización. Ciertamente, el proceso puede ser acompañado con un tratado firmado con los Estados Unidos, como lo ha propuesto el presidente argentino, que entre otras cosas estipularía que los dos países compartirían el señoreaje del que se dolariza.

Con la dolarización, el país queda sujeto a los efectos de la política monetaria del Banco Central del país que emite la moneda de reserva, es decir, de la Reserva Federal de los EE.UU. Esto es así, porque la dolarización no genera razones por sí misma para que la Reserva Federal actúe necesariamente a favor de la solución de los problemas macroeconómicos del país argentino o peruano dolarizado; en otras palabras, nuestros países no tienen por qué ser considerados por la Reserva Federal como parte de los EE.UU. La situación podría ser distinta si el movimiento libre de capitales y mercancías se acompañara con el libre movimiento de la fuerza de trabajo.

Al igual que el Currency Board, la dolarización privilegia la estabilidad monetaria, sacrificando otros objetivos macroeconómicos como el de la producción, el comercio, el empleo, etc. Para que la dolarización tenga algo de sentido se requiere no sólo de un contexto mundial de relativa estabilidad, sino también que los ciclos económicos de los países involucrados estén altamente sincronizados, pues, en caso contrario, las políticas monetarias de la Reserva Federal pueden tener efectos contraproducentes en los países de mercados emergentes dolarizados.

La réplica de Calvo a las críticas sobre la dolarización

En un reciente y excelente artículo a favor de la dolarización, el economista Guillermo Calvo intenta rebatir a sus críticos con argumentos que vale la pena revisar aquí, aunque sólo sea de pasada.

En primer lugar, sostiene que la propuesta es viable en aquellas economías altamente vulnerables a factores externos y con pasivos privados (deudas) parcialmente dolarizados. Estas son las condiciones iniciales que no discute. Pero, como se sabe, estas condiciones pueden ser, como en el caso de nuestro país, resultado de las propias políticas económicas domésticas. Se configuran precios relativos que desalientan la producción comercializable y alientan el aprovechamiento de la renta natural reprimarizando la economía. El resultado es el acrecentamiento de la vulnerabilidad externa. De otro lado, estas mismas políticas estimularon la dolarización de los depósitos y colocaciones del sistema bancario.

En segundo lugar, sostiene que la devaluación es inútil cuando los shocks provienen de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, amén del hecho de que es contractiva, según la evidencia empírica. La opción del autor es clara. Cuando la devaluación afectaba a los salarios reales y por esta vía contraía la demanda interna, no se cuestionaba su utilización. Ahora, dada la condición inicial de dolarización de las deudas privadas, la devaluación afectaría fundamentalmente al sistema bancario. No evita la recesión, porque puede dar lugar a una crisis general de deuda y, por tanto, al colapso del sistema financiero. El autor opta por defender el *statu quo* que favorece al capital financiero y no al capital productivo. No imagina siquiera la posibilidad de un proceso de desdolarización de las deudas cuyos beneficios de largo plazo serían enormes porque se recuperaría la posibilidad de la política cambiaria. Por lo demás, si los shocks provienen de la cuenta de capitales, la recuperación de la utilidad de la devaluación o, en general, de la política cambiaria en un mundo abierto como el actual, puede hacerse mediante la aplicación de tasas impositivas a los flujos de capitales de corto plazo como en Chile, Colombia e Israel. Si las crisis financieras y la salida de capitales, en países como el nuestro, coinciden en el tiempo con el aumento de las tasas de interés en los países industrializados, ¿por qué la dolarización total va a ser más ventajosa que los controles? Hay que mencionar de pasada los ejemplos de Chile y México, que están enfrentado

bien el *shock* externo gracias, en buena medida, a que pueden devaluar, y que los efectos de esta devaluación no son tan malos justamente porque no están dolarizados.

Finalmente, sugiere utilizar aranceles a las importaciones combinadas con subsidios a las exportaciones, para contrarrestar el efecto negativo del desalineamiento del tipo de cambio real sobre la producción. En este caso, el autor parece no importar la evidencia empírica de políticas comerciales de este tipo aplicadas en América Latina desde fines de los años 70. Pero, además, no pondera su viabilidad. En una economía abierta y de mercado, la política comercial debería ser sustituida por la política cambiaria para la consecución de los objetivos de producción y empleo. Los beneficios a largo plazo de esta alternativa superan, sin duda con creces, el costo de corto plazo de una desdolarización de las deudas privadas y, ciertamente, esta alternativa retienen la autonomía en las decisiones de política que la dolarización enajena. Supongamos que estamos dolarizados, ¿qué ocurriría si frente al incremento de los precios del petróleo los Estados Unidos adoptaran una política monetaria restrictiva justamente cuando nuestra economía se encuentra en recesión y precisa de políticas reactivadoras?

A modo de conclusión

Krugman, argumentado a favor de monedas nacionales separadas y tipos de cambio flexibles, cita la siguiente observación de Milton Friedman: Si en un país los precios y salarios deben aumentar comparado con los de otro país, las fuerzas de la oferta y la demanda podrían hacerlo generando inflación en el primero y deflación en el segundo. Pero, esto significaría, dice Friedman, pedirle mucho a los mercados, pues sería más fácil que ambos países mantengan sus precios estables en sus respectivas monedas y dejar que el tipo de cambio entre las dos monedas haga el ajuste. O dicho de otra manera, un país cuyos salarios y precios son muy altos comparados con los de otro país, encontrará que es más fácil hacer el ajuste mediante la modificación del valor de su moneda que a través de miles de cambios en sus precios individuales.

Referencias

CALVO, Guillermo A.

1999 "On Dollarization", University of Maryland, Mimeo.

EICHHENGREEN, Barry

1998 *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, New Jersey, USA.

EICHHENGREEN, Barry and Ashoka Mody

1998 "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is there a Missing Link?", *International Finance*, 1,1, October, pp.35-58.

HANKE, Steve y K. Schuler

1994 *Currency Board for Developing Countries: A Handbook*, International Center for Economic Growth, San Francisco, USA.

KRUGMAN, Paul

1999??? "Monomoney Mania", *Slate Magazine*, The Dismal Science.

TOBIN, James

1998 "Financial Globalization: Can National Currencies Survive?", World Bank, Washington, D. C.

