

## Consideraciones sobre el reciente debate acerca de la dolarización en economías emergentes\*

MARCO A. RODRÍGUEZ W.\*\*

---

### Resumen

Este documento revisa las diferentes posiciones del debate sobre dolarización en economías de mercados emergentes. Se utiliza un enfoque analítico basado en las consecuencias micro y macroeconómicas de políticas que inducen a la dolarización. En tanto que una conclusión definitiva concerniente a la conveniencia o no de la política propuesta no puede alcanzarse en esta etapa del debate, esta reseña proporciona un mejor entendimiento acerca de la naturaleza de los regímenes monetarios en una economía mundial altamente integrada.

### Abstract

This note reviews the different positions in the current debate about dollarization in Emerging Market Economies. It uses an analytical approach based on the micro and macro economic consequences of policy induced dollarization. While a definite conclusion regarding the convenience, or not, of the proposed policy can not be reached at this stage of the debate, the review provides insights about the nature of monetary regimes in a highly integrated world economy.

---

### 1. Introducción

El tema de unificación monetaria se ha convertido recientemente en el centro del debate en muchos círculos tanto académicos como de política. Parte de este interés es el resultado del esfuerzo de integración llevado a cabo por las economías europeas y su proceso concomitante de unificación monetaria. Además, la sugerencia del Presidente Menem acerca de la posibilidad de decretar un régimen de dolarización en Argentina ha retomado las discusiones acerca de las causas y consecuencias de la adopción de una nueva moneda en un país.<sup>1</sup>

Sin embargo, a pesar de que estos dos eventos impulsaron el debate, representan maneras alternativas de alcanzar la unificación monetaria y, en cierto grado, ofrecen alternativas acerca de la naturaleza de los beneficios y los costos asociados con las diferentes políticas. En el caso europeo, una nueva moneda será compartida por

---

\* Versión preliminar. Los comentarios son bien recibidos.

\*\* Subgerencia Monetaria y de Reservas, Banco de la República, Bogotá. E-mail: mrodriva@banrep.gov.co.

Traducción realizada por Sandra Riascos de la Dirección de Investigaciones Económicas del Banco Central del Ecuador.

<sup>1</sup> En este documento moneda y circulante tienen el mismo significado.

varios países y cada país tendrá derecho a opinar en el manejo de la nueva moneda.<sup>2</sup> En el caso de la dolarización, un país adoptará unilateralmente la moneda de otro país (dólares americanos), y no podrá opinar sobre su procedimiento y administración.

Desde el punto de vista analítico, no obstante, estos dos casos representan aspectos diferentes del mismo fenómeno: optar por la unificación monetaria en lugar de la alternativa de tener una moneda nacional independiente. De esta manera, dolarización y unión monetaria comparten algunos de los mismos fundamentos para su adopción, pero solamente uno de ellos es considerado como una alternativa para tener un régimen de independencia monetaria.<sup>3</sup>

Este documento considera a la dolarización como alternativa de política y su objetivo es ofrecer un análisis de la naturaleza, así como también las potenciales implicaciones de su adopción en economías de mercado emergentes (EME).<sup>4</sup> El análisis es abordado a través de un contraste entre dos regímenes alternativos: dolarización versus tener una moneda soberana que opere bajo un régimen de tipo de cambio flexible.

## 2. Significado de dolarización

El término dolarización puede ser entendido de dos maneras: como un proceso total o como uno parcial. Este documento adopta el concepto de dolarización total;<sup>5</sup> es decir, significa el proceso mediante el cual la moneda de un país desaparece y es sustituida por la moneda de otro país (dólares americanos). Tal es así que, el país que decide optar por la dolarización pierde completamente la posibilidad de ejercer control sobre el manejo de su nueva moneda.<sup>6</sup>

---

<sup>2</sup> En términos exactos, esta opción es denominada unión monetaria.

<sup>3</sup> Un régimen monetario independiente o una moneda independiente implica la posibilidad de escoger un régimen de tipo de cambio, así es como se determina el precio relativo entre moneda doméstica y moneda extranjera. Dolarización, por definición, niega la existencia de dicho precio relativo.

<sup>4</sup> Esta perspectiva es consistente con la naturaleza del presente debate.

<sup>5</sup> Dolarización parcial se refiere al caso en donde el dólar coexiste con la moneda doméstica en el cumplimiento de algunas funciones monetarias en una economía. Sirve, parcialmente, como una unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor. La dolarización parcial puede ser un fenómeno completamente normal que refleja diferentes grados de integración económica. También puede ser el resultado de un desplazamiento voluntario de la moneda doméstica debido a su mal funcionamiento.

<sup>6</sup> La dolarización total es una acción producida por una decisión de política, mientras que la dolarización parcial es el resultado de presiones económicas: oferta y demanda.

Varios aspectos de esta definición ameritan más desarrollo. En primer lugar, el manejo de la moneda debe estar asociada con una política monetaria conducida por el banco central. Consecuentemente, con la dolarización se pierde esta facilidad.<sup>7</sup> En segundo lugar, la dolarización implica que el país debe descartar la posibilidad de tener su propia moneda y conducir su política monetaria.<sup>8</sup>

Expuestas las consideraciones anteriores, una pregunta surge: ¿Porqué un país desearía abolir su moneda en favor de otra? La respuesta a esta pregunta requiere identificar los costos y beneficios de esta decisión.

### 3. Argumentos para la dolarización

Como en cualquier régimen monetario, los pros y los contras de tener una economía dolarizada están relacionados con la posibilidad de alcanzar dos objetivos fundamentales: eficiencia microeconómica y estabilidad macroeconómica.<sup>9</sup> La eficiencia microeconómica se refiere a la forma en la cual se asignan los recursos dentro y entre países, mientras que la estabilidad macroeconómica se refiere al logro de la estabilidad de precios y de la producción.

No obstante que este documento enfocará temas de eficiencia y estabilidad en el análisis de la dolarización, existen otros temas importantes que deben ser considerados cuando se adopta al dólar como la moneda de un país. En particular, la pérdida de señoreaje y de los ingresos que el banco central recibe de las ganancias que genera la inversión de las reservas internacionales, es lo que crea preocupación entre los que están a favor de la dolarización. Sin embargo, hay varias estrategias para solucionar este problema, aunque todas tienen la desventaja de que se requiere la disposición de las autoridades de los Estados Unidos para su participación.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> Este es un aspecto muy importante, ya que muchos de los detractores de la dolarización ven a esta pérdida como el mayor inconveniente, mientras que la mayoría de los que la apoyan ven este aspecto como su mayor ventaja.

<sup>8</sup> Se debe notar que, aún en el caso de un país que tiene su propia moneda, es posible que pierda la capacidad de dirigir su política monetaria. Este es el caso de Argentina bajo su sistema de caja de conversión. Sin embargo, aún en este caso todavía es posible abandonar el sistema y la prueba de esto es la prima de riesgo pagada por la deuda argentina.

<sup>9</sup> En relación con tener una moneda doméstica operada bajo un régimen de tipo de cambio flexible

<sup>10</sup> Ver Barro (1999), Calvo (1999c) y Gavin (1999). Los Estados Unidos se ha mostrado renuente a compartir el manejo de su política monetaria con las autoridades argentinas. Ver Schmitt-Grohe and Uribe (1999).

### 3.1. Eficiencia Microeconómica

Las ganancias de eficiencia asociadas con mantener una sola moneda vienen principalmente de la utilidad de ésta para efectuar transacciones.<sup>11</sup> El argumento es que la dolarización puede promover la integración económica, toda vez que los costos de transacción asociados con el comercio internacional de bienes y de capital pueden ser reducidos sustancialmente. Esto promovería la integración comercial y el desarrollo económico de los países (o regiones) que operan con la misma moneda.<sup>12</sup>

Uno de las contribuciones importantes de la literatura sobre unión monetaria óptima, fue el establecimiento de las condiciones bajo las cuales sería eficiente para un país (o área) que haya unión monetaria.<sup>13</sup> Fundamentalmente hay tres condiciones básicas: el grado de flexibilidad de los mercados de factores de producción (i.e. trabajo y capital),<sup>14</sup> el grado de apertura,<sup>15</sup> y el grado de diversificación; mientras más flexible, más abierta y más diversificada sea una economía al entrar en una unión monetaria, más altos serán los beneficios microeconómicos.<sup>16</sup>

Algunos análisis recientes han llamado la atención hacia los incentivos que la dolarización puede tener, en tanto que induce la flexibilidad de los mercados, la apertura de la economía y el alto grado de diversificación.<sup>17</sup> En otras palabras, estas condiciones pueden alcanzarse, en cierta magnitud, con la dolarización<sup>18</sup>.

### 3.2. Estabilidad Macroeconómica

Si bien la mayoría de los análisis relacionados con unificación monetaria se han referido a temas microeconómicos, lo que caracteriza a los debates recientes acerca

---

<sup>11</sup> El concepto de unión monetaria óptima con el cual este argumento es asociado, fue desarrollado inicialmente por Mundell (1961), luego por McKinnon (1963) y Kenen (1969). Un informe reciente de estos temas puede ser encontrado en De Grauwe (1994).

<sup>12</sup> La mayoría de los costos de transacción son generados por las fluctuaciones diarias de las diferentes monedas. Ver Gavin (1999).

<sup>13</sup> Cabe anotar que desde el punto de vista de la eficiencia microeconómica, dolarización y unión monetaria son equivalentes.

<sup>14</sup> Los mercados financieros están incluidos en esta categoría. La eficiencia de los mercados financieros tiene implicaciones macroeconómicas: sistemas bancarios débiles están más propensos a corridas y son menos capaces de resistir los efectos de cambios bruscos en la cuenta corriente.

<sup>15</sup> Esto se refiere a vínculos económicos a través de los bienes y los mercados de capital mundiales.

<sup>16</sup> Estos beneficios vienen fundamentalmente de una tasa más alta de crecimiento económico.

<sup>17</sup> Ver Gavin (1999), Hinds (1999) y Summers (1999a)

<sup>18</sup> El mecanismo que estaría operando es el siguiente: para que la dolarización sea sostenible en equilibrio, deben existir mercados flexibles. Esto facilitaría una mejor asignación de recursos que permitiría la explotación de ventajas comparativas, y con eso, un mayor grado de integración económica y diversificación.

de la dolarización es su uso relativamente apropiado como un mecanismo para alcanzar la estabilidad macroeconómica.<sup>19</sup>

En gran medida, esta preocupación es una reacción a las recientes alteraciones en los mercados financieros mundiales, particularmente aquellos que involucran las economías de mercado emergentes. Se argumenta que la existencia de *contagios*<sup>20</sup> financieros impone una prima de riesgo más alta y reversiones repentinas en la cuenta corriente y que la mejor forma de responder a esta situación es a través de la dolarización.

En términos analíticos, la dolarización proporcionaría un arreglo monetario que eliminaría la última fuente de inestabilidad especulativa: la devaluación anticipada.<sup>21</sup> Es importante mencionar que los argumentos en favor de la dolarización asumen que este riesgo monetario causa un riesgo de no pago y consecuentemente compromete el total de la prima de riesgo inmersa en las tasas de interés. La lógica de esta suposición está basada en la existencia de la llamada *dolarización de pasivos*, la cual se refiere a la fracción de la deuda del país que es denominada en dólares.<sup>22</sup> De este modo, la dolarización disminuirá la volatilidad agregada.

Las afirmaciones anteriores suponen que la existencia de *choques asimétricos* no deberían ser un argumento para el uso de políticas monetarias como herramienta contracíclica en el control de choques adversos en los términos de intercambio. Esto está basado en los aparentes efectos contractivos de la devaluación monetaria y en la existencia de herramientas más adecuadas para afrontar este problema, i.e. política comercial.<sup>23</sup>

Una causa adicional de la inestabilidad del producto proviene de la posibilidad de corridas en el sistema bancario. Este es un punto crítico para la dolarización, ya que bajo este régimen el *prestamista de última instancia* está completamente ausente.<sup>24</sup> En este punto, sin embargo, se argumenta que es posible idear mecanismos alternativos que puedan sustituir la facilidad de crédito que otorga el

---

<sup>19</sup> Ver Calvo (1999a y 1999b). En sí mismo, este es un desarrollo interesante, ya que la literatura en unificación monetaria no considera temas financieros.

<sup>20</sup> El fenómeno de contagio puede ser definido como un factor externo sin conexión con los fundamentos económicos.

<sup>21</sup> Ver Barro (1999).

<sup>22</sup> Ver Calvo (1999a) para un análisis más extenso de este fenómeno y su rol en el argumento a favor de la dolarización.

<sup>23</sup> Ver Calvo (1999a) para una elaboración del funcionamiento del mecanismo.

<sup>24</sup> Esto significa que el gobierno pierde la capacidad de introducir dinero en el sistema bancario a través de emisión monetaria en caso de una corrida.

banco central.<sup>25</sup> Más aún, el uso del dólar en un país puede disminuir la fuente básica de las corridas bancarias: crisis económicas relacionadas con devaluaciones monetarias potenciales.<sup>26</sup>

Siguiendo con la segunda dimensión de estabilidad macroeconómica, la estabilidad de precios, en vista de que la causa principal es precisamente el ejercicio de una política monetaria independiente, la dolarización se constituye en un mecanismo *de facto* para alcanzar niveles de inflación similares al del país que emite la moneda (Estados Unidos).<sup>27</sup>

De esta manera, la dolarización alcanza la estabilidad de la producción y los precios a través de los siguientes mecanismos:

1. La eliminación de la fuente principal de la prima de riesgo país reduce la volatilidad de la tasa de interés y la causa principal de las corridas bancarias. Con esto, se reduce significativamente la volatilidad del producto.
2. El abandono de la moneda nacional elimina la fuente principal de la inestabilidad de precios: discreción en el ejercicio de una política monetaria independiente.

#### 4. Argumentos en contra de la dolarización

Siguiendo la metodología usada anteriormente, esta sección presenta las principales preocupaciones acerca de las supuestas ventajas de las políticas de una dolarización inducida.

##### 4.1. Eficiencia microeconómica

La mejor manera de abordar este problema es contestando dos preguntas:

1. ¿Se reúnen actualmente las condiciones necesarias requeridas para incorporarse a una área monetaria?
2. ¿Forzará la dolarización a un cambio en el mercado y en las instituciones?

Tomando como referencia las economías de mercado emergentes de Latinoamérica (LAE), los críticos responden a la primera pregunta con un no

---

<sup>25</sup> Entre ellos están: fondo de estabilización con la exclusiva intención de cubrir esta eventualidad y líneas de crédito con bancos internacionales.

<sup>26</sup> Ver Barro (1999) y Calvo (1999a y 1999c) para más detalles.

<sup>27</sup> Este país, supuestamente tiene y seguirá teniendo un grupo más estable de instituciones monetarias.

rotundo. Estas economías carecen de flexibilidad en sus mercados laborales, tienen sistemas financieros muy débiles,<sup>28</sup> tienen sectores externos que dependen de un grupo de acuerdos bilaterales y no están altamente diversificados.

Dada esta respuesta, la dolarización es algunas veces percibida más bien como un objetivo a largo plazo antes que un objetivo inmediato.<sup>29</sup>

En relación con la segunda pregunta, dado que los Estados Unidos y la mayoría de los países que consideran a la dolarización, están en diferentes etapas de desarrollo, esta política podría conducir, en el largo plazo, a una mala asignación de recursos. Aunque es posible que en las etapas iniciales la política pueda inducir al crecimiento y al desarrollo, en el tiempo las diferencias en el crecimiento de la productividad necesariamente deben ser reflejadas en cambios de precios relativos y en la asignación de recursos entre los sectores de bienes transables y no transables. Consecuentemente, la política de dolarización puede distorsionar el proceso de desarrollo en las economías dolarizadas.<sup>30</sup>

Hay un hecho empírico adicional que causa preocupación acerca de los supuestos beneficios que vendrían con la dolarización: dado que varios estados norteamericanos tienen un ingreso per cápita relativamente similar al de muchas de las economías de mercado emergentes de Latinoamérica (LAE) y dado que estos estados pueden ser considerados como economías dolarizadas, ¿por qué no han logrado alcanzar los supuestos beneficios que la dolarización sugiere para las LAES? Desde el punto de vista de los críticos de la dolarización, esto debe por lo menos llamar la atención acerca de la necesidad de buscar explicaciones acerca de eventos aparentemente contradictorios.

#### 4.2 Eficiencia Macroeconómica

Tres temas son considerados:

1. ¿La causalidad entre riesgo monetario y riesgo de no pago va desde el primero al segundo, o viceversa?
2. ¿Cuán importantes son los choques asimétricos?
3. ¿Es la independencia monetaria la principal fuente de la inestabilidad de precios en los países de mercado emergentes de Latinoamérica (LAE)?

---

<sup>28</sup> Argentina, sin embargo, ha hecho un notable progreso en este tema.

<sup>29</sup> Ver Edwards (1999).

<sup>30</sup> Ver Mann (1999).

Con respecto a la primera pregunta, algunos críticos de la dolarización han argumentado que, en tanto algunas de las necesidades financieras de las economías de mercados emergentes (EMEs) se encuentran cada vez más en los mercados internacionales de bonos, las percepciones de los inversionistas en cuanto a riesgo país han adquirido mayor importancia que las de riesgo monetario al momento de conceder crédito a un país. Por lo tanto, el incremento de riesgo país conlleva un mayor riesgo monetario y no viceversa. Más aún, se argumenta que, para los casos de México en 1994 y Corea del Sur en 1997, fue la devaluación la que mejoró el camino hacia una solución del problema. Es decir, si se incrementa la competitividad, los países pueden recuperar rápidamente el acceso a mercados financieros internacionales. Consecuentemente, la dolarización puede no resolver la causa de prima de riesgo, la cual, en el mundo moderno de las finanzas, es el riesgo de no pago.<sup>31</sup>

La segunda pregunta se refiere a lo que, es tal vez la razón clave para tener una moneda independiente: con la presencia de rigideces nominales, la política monetaria puede jugar un rol importante en la estabilización de la producción. Si los choques afrontados por la economía dolarizada son diferentes de aquellos en los Estados Unidos, y si la política monetaria en los Estados Unidos no responde a la anterior, la dolarización puede imponer un alto costo en términos de estabilidad macroeconómica. Para propósitos de ilustrar esta posibilidad, vale la pena mencionar dos casos:

- En 1981-82 la moneda chilena estaba pegada al dólar. Mientras el precio del cobre estaba bajando, las acciones de la Reserva Federal de los Estados Unidos que estaba al mando de Volker, duplicó el valor del dólar y Chile fue lanzado a una recesión profunda.<sup>32</sup>
- Durante el período entre guerras (1919-1939) la economía mundial operaba bajo el patrón oro. A pesar de que el patrón oro en sí mismo no causó la gran depresión, hay un consenso respecto al hecho de que su cobertura, su profundidad y su duración fueron el resultado directo de la reacción política procíclica impuesta por la operación de dicho régimen.<sup>33</sup>

La relevancia empírica de choques asimétricos induce cierta incertidumbre histórica, al menos, al argumento que favorece la dolarización para las economías de mercado emergentes (EMEs).

---

<sup>31</sup> Ver Rojas (1999). Este documento argumenta que la mala administración fiscal y bancaria es la causa principal de la alta prima de riesgo de los LAE.

<sup>32</sup> Ver Friedman (1999).

<sup>33</sup> Ver Eichengreen (1992) y Temin (1991).



La tercera pregunta se refiere al tema de inestabilidad de precios bajo un régimen monetario independiente. Los críticos de la dolarización argumentan que los recientes registros históricos muestran una drástica reducción de la inflación en el conjunto de los países de mercado emergentes de Latinoamérica (LAE), lo cual precisamente refleja que la administración de la política monetaria de los bancos centrales ha sido favorable.<sup>34</sup>

Además, en relación con la adecuada administración de la política monetaria, los críticos de la dolarización se refieren a la evidencia empírica que sugiere que la inflación estaría mejor controlada a través de reformas básicas del sistema monetario doméstico, particularmente, estableciendo bancos centrales independientes, e “introduciendo un liderazgo fuertemente comprometido en bajar la inflación, a través de preferencias e incentivos”.<sup>35</sup>

## 5. Conclusiones

Este documento pretende proporcionar una perspectiva de las diferentes posiciones en el debate acerca de la dolarización en las economías de mercado emergentes (EME). Una conclusión a la que se puede llegar al revisar los argumentos en pro y en contra, es que están basados en la extrapolación de teorías antiguas, observaciones casuales y simple sentido común en la interpretación de eventos. De tal manera, es justo decir que mientras el debate está fomentando una mejor comprensión del rol jugado por los regímenes monetarios en una economía mundial más integrada, análisis teóricos y cuantitativos adicionales son necesarios antes de tomar una conclusión definitiva acerca de los beneficios y costos verdaderos de la dolarización.

---

<sup>34</sup> Ver Rojas (1999).

<sup>35</sup> Ver Rogoff (1985), Obstfeld y Rogoff (1995), y Rogoff (1998). La cita es de Rogoff (1998), p. 17.

**Bibliografía**

- BARRO, Robert (1999). "From Seattle to Santiago, Let the Dollar Reign." In *The Wall Street Journal*. March 8.
- CALVO, Guillermo A. (1999a). "On Dollarization". Manuscript, April.
- CALVO, Guillermo A. (1999b). "Testimony On Full Dollarization". Presented Before a Joint Hearing on the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington D.C., April 22.
- CALVO, Guillermo A. (1999c). "Argentina's Dollarization Project: A Primer". Manuscript, February.
- DE GRAUWE, Paul (1994). *The Economics of Monetary Integration*, 2<sup>nd</sup> De. Oxford University Press, New York.
- EICHENGREEN, Barry (1992). *Golden Fetters*, Oxford University Press, New York.
- EDWARDS, Sebastián (1999). "Remarks on Dollarization". In *Deutsche Bank, Global Emerging Markets*. Vol. 2, 2. March.
- FRIEDMAN, Milton (1999). "Beware the Funny Money". In *Forbes*. May 3.
- GAVIN, Michael (1999). "Hearing on Official Dollarization in Latin America". Presented Before a Joint Hearing on the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington D.C., July 15.
- HINDS, Manuel (1999). "Hearing on Official Dollarization in Latin America". Presented Before a Joint Hearing on the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington D.C., July 15.
- MANN, Catherine (1999). "Hearing on Official Dollarization in Latin America". Presented Before a Joint Hearing on the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington D.C., July 15.
- KENNEN, Peter (1969). "The theory of optimum currency areas. An eclectic View". In Robert Mundell, and A. Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.

- McKINNON, Robert (1963). "Optimum currency areas". *American Economic Review* 52 (September): 717-24.
- MUNDELLI, Robert (1961). "A theory of optimum currency areas". *American Economic Review* 51 (September): 657-65.
- OBSTFELD, Maurice and Rogoff, Kenneth (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates". *Journal of Economic Perspectives* 9 (Fall): 73-96.
- ROGOFF, Kenneth (1985). "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target". *Quarterly Journal of Economics* 100 (November): 1-29.
- ROGOFF, Kenneth (1998). "The Risks of Unilateral Exchange Rate Pegs". Paper presented for Bank of Korea conference on "Implications of Globalization for Macroeconomic Policy".
- ROJAS, Liliana (1999). "Hearing on Official Dollarization in Latin America". Presented Before a Joint Hearing on the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington D.C., July 15.
- SCHMITT-GROHÉ, Stephanie and Uribe, Martín (1999). "Asymmetric shocks and the Costs of Dollarization". Manuscript, July.
- SUMMERS, Robert (1999). "Testimony On Full Dollarization". Presented Before a Joint Hearing on the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington D.C., April 22.
- TEMIN, Peter (1989). *Lessons from the Great Depression*, MIT Press, Cambridge.

