

# El proceso de dolarización en América Latina

.....  
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE  
ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR  
.....

Uno de los debates que aparecen con mayor reiteración, tanto en el mundo académico como entre los gestores de política económica, es el relativo a las ventajas e inconvenientes de los distintos regímenes cambiarios, especialmente, por lo que se refiere a los países en desarrollo. Este debate se ha intensificado particularmente en los últimos años en un contexto caracterizado por la creciente globalización de la actividad económica y por las crisis que en la segunda mitad de la década de los años noventa han experimentado países asiáticos, latinoamericanos y algunas economías en transición.

Con ciertas variantes, dichas crisis han seguido la secuencia que ya tuvo lugar a finales de los años ochenta cuando el fenómeno de hiperinflación y de huida del dinero nacional alcanzó a diversas economías latinoamericanas. En concreto, en un contexto caracterizado por la sobrevaloración de las monedas, se incrementan las expectativas de ajustes del tipo de cambio y, por lo tanto, aumenta el riesgo cambiario, lo que acaba produciendo la salida de capitales y la sustitución de las monedas.

La evidencia de dichas crisis parece apuntar hacia la dificultad de permanecer en el tiempo de los denominados regímenes intermedios y más concretamente de los anclajes no absolutos respecto a determinada moneda o cesta de monedas. Esta evidencia ha llevado a una cierta polarización entre los defensores de sistemas cercanos a la libre flotación y los que defienden sistemas de tipos de cambio fijos en sus distintas versiones, como es el caso del *currency board*, la introducción de una moneda única para un grupo de países o el proceso de dolarización que de facto están adoptando diversas economías latinoameri-

canas. No puede olvidarse que en un país de la dimensión económica dentro de la región como es Argentina, muchas de las transacciones cotidianas y, sobre todo, las de cierto volumen, tienen lugar en dólares, al mismo tiempo que en torno al 90 por 100 de la deuda pública y más de la mitad de los depósitos están nominados en la divisa estadounidense.

## Pros y contras del proceso de dolarización

Los argumentos teóricos a favor de la dolarización están relacionados con la conocida literatura de las áreas óptimas que define cuáles son los factores que deben concurrir para que un grupo de países puedan adoptar una moneda única. Entre estos factores cabe citar el grado de apertura y el tamaño de los países implicados, la simetría de los *shocks* que pueden experimentar dichas economías, la movilidad de la mano de obra y del capital, la coordinación de instrumentos de política económica, así como el grado de voluntad política a la hora de renunciar a la soberanía monetaria. Al margen de la importancia de todos estos factores, éste último es fundamental para contrarrestar la pérdida de independencia que se asocia a la adopción de una divisa distinta de la propia. Un ejemplo de esto lo constituye el caso de Israel que, a principios de los ochenta, se planteó la sustitución de su moneda, lo que finalmente se frustró por las críticas de la opinión pública ante la pérdida de soberanía que suponía renunciar a la moneda propia y que obligaron a las autoridades a dar marcha atrás en su decisión.

En este sentido, si analizamos dichos factores por lo que se refiere a la situación de las economías latinoamericanas y su vinculación con la



EN PORTADA

estadounidense nos encontramos con que prácticamente no se satisfacen casi ninguna de las condiciones que apunta la teoría, con la única excepción de la relativa a la movilidad del capital y la voluntad política en el caso de determinados países. Dicho de otro modo, desde un punto de vista estrictamente teórico, el grado de integración de las economías latinoamericanas con la estadounidense no permite defender la conveniencia de una moneda única. Sin embargo, aun cuando el grado de integración no parece avalar el uso del dólar como medio de pago de todo el área latinoamericana, no deja de ser cierto que el nivel de dependencia comercial, financiero y tecnológico respecto a la economía estadounidense es muy elevado. Buena prueba de esta dependencia la constituye el hecho de que cuando la Reserva Federal decide incrementar los tipos de interés, de manera casi inmediata, se produce un incremento todavía mayor de los tipos de interés de la región, dado que deben soportar la existencia de una prima por el mayor riesgo asociado a sus economías.

cios del total de los intercambios de la zona. Sin embargo, esta realidad es sustancialmente distinta de la de las economías latinoamericanas, ya que su grado de integración y de coordinación es claramente inferior al de las economías europeas, por lo que la adopción de una moneda única no conllevaría las ventajas que generan en el caso europeo. Dicho de otro modo, la adopción de una moneda única debe entenderse como la culminación de un proceso y no como un factor detonante de dicho proceso.

Aun teniendo en cuenta que teóricamente no concurren las circunstancias que definen el carácter óptimo de una moneda única para una determinada región geográfica, resulta necesario hacer un balance sobre los hipotéticos costes y beneficios de dicha medida para de esta forma poder tomar una decisión racional, teniendo en cuenta que algunos de dichos costes y beneficios son difícilmente cuantificables y que sus efectos sólo serán visibles a más largo plazo. Por otra parte, no debe olvidarse que los costes o beneficios variarán en función del número y del tipo de países que finalmente adopten la divisa estadounidense. Así, para un país como Argentina, el que su gran rival económico de la región, como es Brasil, se una o no al proceso de dolarización constituye un elemento clave para valorar las implicaciones del proceso. De hecho, parte de la situación actual experimentada por la economía argentina se deriva de la pérdida de competitividad respecto a la economía brasileña como consecuencia de la apreciación del dólar. Dicho de otro modo, en un contexto como el de Mercosur, si Brasil devalúa, las consecuencias negativas para Argentina en términos de la competitividad de sus exportaciones son inmediatas y de gran magnitud. Por el contrario, para un país como Panamá, de un tamaño muy pequeño y muy vinculado históricamente a la economía estadounidense, los esfuerzos a realizar y los costes derivados son claramente inferiores.

A la hora de enumerar los beneficios que podría generar para la región latinoamericana la adopción de la moneda estadounidense, cabría apuntar, en primer lugar, como hemos comentado con anterioridad, las ganancias en la credibilidad de las instituciones de países cuya historia recién-

Por lo tanto, el argumento más sólido a la hora de defender la implantación de la divisa estadounidense como moneda de uso en las economías latinoamericanas es el relativo a las ganancias de credibilidad que podría conllevar, especialmente, si se tiene en cuenta que se trata de una decisión política no irreversible pero sí con unos elevados costes de marcha atrás. Precisamente, este carácter de cierta irreversibilidad o, cuanto menos, de elevado coste de la marcha atrás de la decisión ha llevado a los críticos del proceso de dolarización a plantearse por qué ir más allá de un sistema de tipo de cambio fijo como el *currency board* en el que siempre se puede cambiar la divisa de referencia o renunciar al compromiso o adoptar un sistema de cuasi *currency board* en el que haya un cierto margen para la esterilización.

Frente al *currency board* o la dolarización, una alternativa la constituiría la adopción de una moneda única, tal y como se ha creado en el marco de la Unión Europea, cuya puesta en práctica permite eliminar la volatilidad de determinados precios relativos externos, lo que en el caso de la UE es especialmente elevado al representar el comercio intracomunitario en torno a dos ter-



EN PORTADA

te ha puesto tradicionalmente en tela de juicio la fiabilidad de las mismas. Esta incapacidad se ha puesto especialmente de manifiesto en la ausencia de autonomía de los bancos centrales con la consiguiente imposibilidad de aplicar una política monetaria independiente de las presiones internas. No en vano, la dolarización no es sino el reconocimiento tácito de la incapacidad de las autoridades de un país de mantener una moneda creíble y de cotización estable, por lo que de la misma forma que se importan otros bienes y servicios, se importa la moneda con la expectativa de que genere un valor añadido adicional en términos de credibilidad y de estabilidad para el país y que suponga un incentivo para una mayor disciplina de tipo fiscal y financiera.

El mayor grado de integración en la economía internacional que conlleva la adopción de una divisa como la estadounidense es otro de los factores positivos que pueden derivarse para las economías latinoamericanas. En un principio, parece lógico esperar que este mayor grado de integración pueda ser particularmente positivo para aquellas economías más abiertas y de menor tamaño, mientras que las economías más cerradas deberán hacer un mayor esfuerzo de adaptación, con sus consiguientes efectos negativos a corto plazo. Esta mayor integración no sólo supondrá una intensificación de los flujos comerciales y financieros entre la economía estadounidense y los países latinoamericanos sino que avivará el actual proceso de transferencia de tecnología que se produce, especialmente, a través de la inversión directa de las multinacionales estadounidenses en la región.

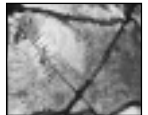
Los críticos de la adopción del dólar como medio de pago en las economías latinoamericanas utilizan el argumento de la pérdida de soberanía monetaria que dicha decisión supone. De hecho, si bien no cabe hablar de absoluta independencia en la política monetaria aplicada por una economía en desarrollo, sí que existe una cierta capacidad de adoptar una política monetaria y cambiaría que permita absorber determinados *shocks* e impulsar el crecimiento económico, tal y como, por ejemplo, pone de manifiesto la experiencia de México de finales de la década de los noventa. Dicho de otro modo, la aplicación de una política

monetaria autónoma confiere a los países un margen de maniobra que se pierde con la adopción de una divisa exterior, lo que es particularmente relevante en un contexto de *shocks* de tipo asimétrico que, por lo tanto, requerirían medidas de política económica distintas, en función de si lo que se busca es, por ejemplo, la reactivación económica o el control del crecimiento de los precios.

La pérdida de un instrumento de política económica que puede hacer frente a las distintas fases del ciclo económico es todavía mayor si se tiene en cuenta que en principio no tiene por qué haber un acceso directo de los bancos latinoamericanos al mecanismo de descuento de la Reserva Federal estadounidense por lo que la banca latinoamericana puede encontrarse ante unos excedentes o unas carencias de tesorería que dificulten su negocio bancario.

En cualquier caso, y aunque sea mucho más notorio en el caso de la dolarización, un sistema de *currency board* como el adoptado por Argentina desde 1991 ya supone el abandono *de facto* de la política monetaria, puesto que la cantidad de dinero del sistema lo determinan los agentes económicos a través de su demanda de dinero, no contando el Banco Central con ningún objetivo explícito de tipos de interés, de base monetaria o de cualquier otro agregado monetario. Por lo tanto, más allá de un cierto control del nivel de reservas, lo que existe es una política monetaria de carácter pasivo.

El argumento por el cual la dolarización permitirá eliminar las primas que actualmente soportan las economías en desarrollo y que se concretan en unos tipos de interés muy elevados y con una gran elasticidad respecto a las subidas de tipos en Estados Unidos es bastante matizable según los escépticos, dado que, con la dolarización, si bien se elimina casi todo el riesgo de la divisa, no desaparece el riesgo país. De hecho, muchos analistas apuntan que conforme el sistema monetario internacional tienda a tener menos monedas en beneficio de unas pocas grandes divisas de reserva, básicamente el dólar y el euro, parece razonable pensar que la importancia relativa del riesgo país se incremente y ese sea el factor clave a la hora de explicar las diferencias entre los tipos de interés de las economías.



EN PORTADA

Finalmente, a lo largo del análisis de las ventajas e inconvenientes del proceso de dolarización, se ha obviado el tema de cómo obtener dichos dólares por parte de aquellas economías, como las latinoamericanas, que no controlan la emisión de dicha divisa. En principio, el proceso requiere la generación de superávit por cuenta corriente como mecanismo para acumular un cierto stock de divisas. Dado que se pierde todo control sobre la cotización de la divisa, la competitividad-precio de nuestras exportaciones pasa a depender de la capacidad de controlar el crecimiento de los precios. Sin embargo, en la medida en que es necesario tener una inflación similar a la del país cuya divisa importamos, puede concluirse que la competitividad-precio pasa a ser una variable exógena sobre la que no disponemos de ningún tipo de control.

### Conclusiones

La elección de un régimen cambiario adecuado constituye un factor fundamental para la estabilidad económica de un país, lo que, en un con-

texto de creciente globalización de la actividad económica, es todavía más relevante. Dicha relevancia es particularmente significativa por lo que respecta a las economías en desarrollo, dada su mayor vulnerabilidad ante las decisiones de los mercados internacionales y su menor capacidad de llevar a cabo una política económica autónoma.

En el fondo del debate subyacen las dudas sobre la capacidad de economías con graves problemas estructurales de mantener una moneda propia creíble y estable, en un contexto de práctica perfecta movilidad de capitales.

En cualquier caso, y pese a la relevancia de la elección de un régimen cambiario adecuado, no debe olvidarse que en última instancia cualquier intento por fijar un tipo de cambio o un régimen cambiario al margen de las variables fundamentales de las economías termina por no ser sostenible, al no ser creíble, lo cual va en contra de uno de los argumentos clave de los defensores del proceso de dolarización, como es el de las ganancias de credibilidad que pueden derivarse del mismo.



EN PORTADA