

00861 8



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO**

FACULTAD DE ECONOMIA

DIVISION DE ESTUDIOS DE POSGRADO

LA DOLARIZACION.

UN RETORNO A LA DISCUSION SOBRE EL PAPEL
DEL DINERO MUNDIAL EN LOS SISTEMAS
CAMBIARIOS DE LAS ECONOMIAS
LATINOAMERICANAS DEL SIGLO XXI

TESIS DE MAESTRIA

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

MAESTRO EN ECONOMIA

P R E S E N T A :

JOSE ALFREDO PURECO ORNELAS

DIRECTORA DE TESIS: DRA. EUGENIA CORREA VAZQUEZ



CIUDAD UNIVERSITARIA, MEXICO,

MARZO DE 2002

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Dijo Tennyson que si pudiéramos comprender una sola flor sabríamos quiénes somos y qué es el mundo Tal vez quiso decir que no hay hecho, por humilde que sea, que no implique la historia universal y su infinita concatenación de efectos y causas. Tal vez quiso decir que el mundo visible se da entero en cada representación, de igual manera que la voluntad, según Schopenhauer, se da entera en cada sujeto

J. L. BORGES, *EL ZAHIR*

*Abril florecía
frente a mi ventana.*

Antonio Machado

*There are places I remember all my life,
though some have changed,
some forever, not for better,
some have gone and some remain.*

*All these places had their moments
with lovers and friends I still can recall.
some are dead and some are living,
in my life I've loved them all.*

J. Lennon y P. McCartney

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer a mi familia, por su invaluable cariño, sin el cual habría sido todo muy complicado; quiero decir Todo (... desde hace veintisiete años). A mi papá, Alfredo, porque me enseñó la disciplina del trabajo y nunca vaciló en que sus hijos tenían que estudiar; a mi mamá, Gracia, que me ha enseñado a compartir dándome siempre. A ellos, que están siempre ahí y son como el suelo donde apoyar las plantas de los pies, deseo agradecer el apoyo y el cariño enorme que durante todos los años de mi vida me han brindado; porque gracias a ellos sigo conociendo y no dejo de aprender de la vida, de soñar la vida. Yo aprendo, contemplo y hasta juzgo la vida mientras ellos sólo tienen tiempo para vivirla.

A mis hermanos; la bióloga Yunuén Pureco, el estudiante de Ingeniería Cuauhtémoc Pureco y a Chuy, que ya tendrá tiempo de elegir su profesión.

A toda la gente que formó parte de mi vida en esos duros años de 1998 a 2000; a los del momento y a los de siempre:

A Carlos Huerta, Daniel Carrillo y Luis Adrián Soto, mis grandes amigos de andanzas, por su permanencia que da tranquilidad... y porque tienen entre sus pertenencias cachos de mi vida

Deseo agradecer el apoyo y la paciencia invaluable que me ha brindado la Dra. Eugenia Correa Vázquez, asesora académica de este trabajo, con quien pude charlar infinidad de veces en forma extraordinariamente abierta sobre las ideas aquí vertidas y de quien todas las ocasiones pude obtener consejo y dirección valiosísimas para alentar nuevos hallazgos en la gestación, desarrollo y conclusión de esta tesis. En igual sentido y grado deseo dar las gracias a la Dra. Alicia Girón González por las experiencias que como economista he tenido la fortuna de adquirir como asistente al lado de ella y de todo su brillante equipo de jóvenes investigadores. Tanto a la Dra. Correa como a la Dra. Girón les manifiesto mi más sincero agradecimiento y admiración porque han sido para mí verdaderas tutoras y consejeras académicas. A ellas, les agradezco el que generosamente hayan dedicado parte de su tiempo en enseñarme a formular nuevas preguntas para intentar

explicar los mismos viejos problemas de nuestra disciplina En particular quiero agradecer a Eugenia, que contó mucho para que yo pudiera volver a ser economista y también para agarrar de nuevo el gusto por esta apasionante profesión

A mi profesora María Eugenia Romero Ibarra, porque me hizo poner de nuevo los pies en la tierra al recordarme que una excelente manera de intentar explicar el mundo es a través de la Historia

A los chicos de mi generación; Carlos, Lucy, Paul, Mario, Juan José, Coralia, Oscar y a la lindísima Emma; porque yo creo que no nos corren, nos vamos.

Al grupo de brillantes economistas jóvenes con quienes he podido trabajar en el IIEc, y que compartiendo juntos nuestras primeras experiencias en la investigación nos hemos visto crecer profesionalmente; a Roberto Soto, Martín Peña, Aderak Quintana, Claudia Maya y Elizabeth Concha

Finalmente deseo hacer patente mi agradecimiento a la Universidad Nacional Autónoma de México, mi muy querida *Alma mater*; al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT), de quien fui becario durante mis estudios de maestría (1998-2000); y a la Dirección General del Personal Académico de la propia UNAM, que al laborar como asistente de investigación en el proyecto *Crédito y Moneda, transformación de las estructuras financieras* adscrito al Instituto de Investigaciones Económicas, me otorgó una beca para hacer esta tesis

El agradecimiento hecho a todos, no hace a ninguno responsable por las cosas mal escritas, mal razonadas o presentadas que están vertidas en estas páginas así como tampoco por los olvidos, que en tal caso son responsabilidad de quien a continuación rubrica

J. Alfredo Pureco Ornelas
Chalco, México, a 1° de noviembre de 2001

Índice

Introducción	1
Génesis y descripción del fenómeno	9
Sustitución monetaria y dolarización. Definiciones	10
El fenómeno a nivel mundial	12
De los antecedentes históricos de la dolarización	15
De la América Latina en medio del caos económico mundial (1970-1990)	17
Dolarización e inflación en América Latina, un dúo muy dinámico en economía abierta.	21
Inestabilidad y turbulencia financiera, el otro pilar de la dolarización	26
El estado actual en torno al problema	28
Los elementos teóricos para entender la dolarización	33
El dinero	34
Los sistemas de tipo de cambio más comunes	45
Las cajas de conversión	47
La teoría de las áreas monetarias: de Mundell al debate neoclásico sobre cuál es el mejor régimen cambiario, si fijo o flexible	52
El lugar de la dolarización en los esquemas de tipo de cambio	59
Las experiencias latinoamericanas de la dolarización oficial	62
Panamá	63
Ecuador	69
El Salvador	77
Potenciales costos de la dolarización	88
Las primas de riesgo	88
La estabilidad y la integración	94
Los ingresos por señoreaje	97
El costo financiero de la dolarización, el hipotético caso mexicano en los noventa	99

La reversibilidad de los procesos de dolarización	105
La función del prestamista de último recurso	106
Anexo estadístico	111
Dolarización de mercado caos financiero y hegemonía	114
Los efectos de un sistema monetario internacional dominado unilateralmente	115
Dólar y turbulencia	122
La gestión unilateral del dólar, las implicaciones mundiales y el desarrollo económico de posguerra	124
La importancia del dólar en la fijación de precios de bienes comerciables	125
El dólar, la tasa de interés norteamericana y la fijación de precios de activos financieros	129
La inestabilidad financiera mundial y la moneda vehículo	133
Conclusiones	140
Bibliografía	146

Introducción

El objeto de estudio de este trabajo es el análisis de una tendencia monetaria que han venido experimentando, en una u otra manera, muchas naciones latinoamericanas sobre todo desde mediados de la década de los años setenta. A tal fenómeno se le conoce con el nombre de *dolarización* o sustitución monetaria el cual tiene múltiples formas de expresión y cobra una importancia nodal por cuanto las relaciones relativas al dinero ocupan un primer plano dentro de cualquier sistema de mercado.

Los propósitos centrales de esta investigación son, primero, *ofrecer una explicación para el fenómeno de la dolarización en América Latina* apoyado en dos premisas: i) los desarrollos teóricos respecto del carácter del *dinero como dinero-crédito*, y por ende endógeno, y ii) el reconocimiento del *dinero como una institución social* la cual indisolublemente nació vinculada a un espacio de dominio natural que es el de los estados soberanos, lo que de suyo otorga al estudio del rango de influencia del dinero una arista eminentemente política; y en segundo lugar, *confrontar nuestras hipótesis con las que han acuñado sobre el mismo problema de la dolarización los economistas cuya matriz de pensamiento está más o menos ligada a lo que denominaríamos el paradigma dominante en la disciplina económica*, cuyos distintivos centrales en este ámbito particular son concebir al dinero como dinero-mercancía –dinero exógeno–, y al mismo tiempo ser medio de pago, instrumento para facilitar los intercambios, lo que hace concluir a quienes asumen este paradigma que a mayor sea el rango geográfico de influencia del dinero, éste podrá responder de mejor forma a las necesidades de realización de pagos de los agentes, razón por la que se ve con buenos ojos la idea de una penetración a nivel trasnacional de una sola

INTRODUCCIÓN

moneda para la ejecución de las operaciones mercantiles y financieras, siendo quizá éste el argumento más importante que subyace para la defensa de los fenómenos de dolarización en nuestro subcontinente

Para abordar esta problemática se ha recurrido a la utilización del método analítico que consiste por principio en descomponer el objeto de estudio en sus partes constitutivas, del análisis, observar en él las peculiaridades, las discrepancias, sus relaciones, los vínculos con otros fenómenos para de ahí buscar la comprensión del objeto de estudio en su totalidad por medio del consecuente proceso de síntesis.¹

Realizar esto en el caso especial que nos atañe –que es el del examen de la dolarización– ha requerido delimitar el espacio de análisis; aunque la dolarización ha penetrado en distintos grados a nivel mundial a causa del acelerado proceso de integración de mercados, para nosotros ha sido crucial considerar sólo lo relativo a Latinoamérica porque es este subcontinente uno de los más afectados por el proceso de penetración de la moneda estadounidense en los sistemas económicos locales, y porque creemos que es ahí donde precisamente se pueden observar con mayor nitidez los efectos de tal práctica, testigos de lo cual son los procesos de supresión total y avalada en forma oficial de la moneda local recientes (Ecuador y El Salvador) y no tan recientes (Panamá).

La contribución de este trabajo es que, al tiempo que pasa revista a los detonadores básicos que ocasionaron en *boom* integrador en términos monetarios en la región desde el particular punto de vista,² también ofrece una explicación para este fenómeno partiendo de que los dólares que inundan los mercados del mundo no pueden ser explicados más que recurriendo al expediente de lo que es el dinero. El dinero aquí es entendido no únicamente como un medio de cambio –que sería la visión que compagina más de cerca con la visión ortodoxa de entender el dinero y que está contenida en la obra de economistas como M. Friedman–, sino antes bien como una institución social indisolublemente asociada al entorno del cual nace, es decir, el entorno estatal –esta forma de ver al dinero coincide con la de los teóricos postkeynesianos como P. Davidson, R. Wray y también de economistas latinoamericanos como M. C. Tavares.

¹ Max, Hermann, *Investigación económica su metodología y su técnica*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988, pp. 48-54

INTRODUCCIÓN

Su importancia radica en que aporta una visión no ortodoxa al estudio de los fenómenos hoy tan frecuentes de sistemas económicos en los que cohabitan dos monedas, haciéndose hegemónica una extranjera, y cuya causa es atribuida esencialmente al inexorable proceso de globalización, entendido éste como un acontecimiento que no sólo implica a los mercados de mercancías –acontecimiento ocurrido con mucha antelación– sino que cobra un expediente de mucha mayor trascendencia con el desarrollo de los mercados financieros en una época mucho muy reciente.

En este sentido, la hipótesis sobre la cual descansará esta investigación consiste en:

- Presentar el problema de la dolarización oficial como el resultado de dos hechos: *i*) la tendencia mundial hacia la liberalización financiera y *ii*) el empeño de las naciones latinoamericanas por conseguir a ultranza la estabilidad macroeconómica, que a juicio de los puntos de vista ortodoxos permitirá encarar con mejores bases ese proceso de liberalización; lo que los ha llevado a renunciar a sus monedas, Y
- Hablar del fenómeno de mayor envergadura que representa el problema de la *dolarización de mercado* en el que no solamente América Latina ha jugado un papel importante, sino el mundo en su totalidad al aceptar como moneda vehículo al dólar para las transacciones comerciales y financieras y cuya explicación radica en la comprensión correcta de lo que en última instancia es el dinero: un asiento contable (diría Keynes y los postkeynesianos) basado en la confianza y el respaldo que inspiran (*o hace inspirar*) su emisor, en este caso los Estado Unidos, y que sin dificultad lo usan como un activo nacional, igualmente para beneficio nacional

El problema de la dolarización a primera vista se presenta como la expresión moderna del debate añejo en torno a qué régimen cambiario es mejor para una determinada economía. La peculiaridad que reviste este debate en la actualidad es que se gesta en medio del proceso de globalización e integración económica, lo cual en mucho lo determina e influye.

Hoy en día la discusión sobre qué tipo de cambio es el “mejor” para una determinada economía se basa en sólo dos alternativas que propone la teoría económica dominante, ambas opciones antagónicas y extremas: o se asume un tipo de cambio flotante donde la

² Entre los cuales se destacan la ruptura del orden monetario surgido de Bretton Woods y el casi simultáneo proceso de financiarización de la economía mundial expresado en la proliferación de mercados cuya

INTRODUCCIÓN

paridad queda completamente determinada por el mercado —un *laissez faire* cambiario—; o bien, se opta por un tipo de cambio completamente fijo —una nostalgia convenenciera por aquella *belle époque* en la que gobernó el patrón oro—, como las llamadas cajas de conversión de diseño inspirado en los esquemas del propio patrón oro, o se decide definitivamente por renunciar a la moneda propia para aceptar la moneda que hegemoniza el intercambio de bienes y servicios a nivel mundial, que es el caso de dolarizar.

Así las cosas, los puntos intermedios dentro del espectro de posibles regímenes cambiarios son desechados. Todos estos regímenes, dentro de los que destacan todas las paridades vinculadas a otra moneda mediante algún tipo de intervención (*pegs: crawling peg, adjusted peg, basket peg y target zones*) se omiten como posibles alternativas. Obviamente, esto reduce las posibilidades de política, y enfrasca el debate de elegir el mejor régimen cambiario a un fundamentalismo entre si elegir blanco o elegir negro.

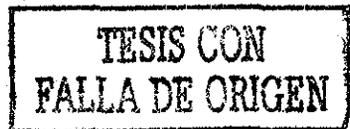
En el debate para la elección entre uno u otro régimen de tipo de cambio los criterios que hasta ahora han seguido los diseñadores de la política económica, por lo menos en el caso de América Latina, han sido los resultados macroeconómicos que se han registrado a lo más en el último lustro. Estos resultados se han expresado en términos de estabilidad macroeconómica en primer lugar, y en segundo, pero muy segundo plano, en términos del crecimiento económico que, además de no muy notable no se ha traducido en bienestar social.

En cambio, desde el punto de vista “teórico” los criterios que se han esgrimido para inclinar hacia un lado o hacia otro el destino de la política cambiaria nacional ha consistido, a lo más, en la “medición” de los costos y la consideración de los beneficios que ocasiona la adopción de un determinado régimen cambiario.

A juicio particular todo ello deja en la penumbra un sin número de aristas del problema.

El riesgo más grande de emprender una análisis acerca de la dolarización en esta dirección tradicional y bajo esta metodología es el de igualmente llegar a un punto en el que no hay otra alternativa más que polemizar si es mejor un determinado régimen cambiario u otro distinto, dejando de lado la comprensión analítica de lo que este fenómeno en realidad representa para las relaciones económicas internacionales.

operación es fundamentalmente en dólares —*off-shore markets*—



INTRODUCCIÓN

No obstante, en los hechos cotidianos las relaciones comerciales o financieras con no residentes ponen en movimiento comportamientos armónicos o de tensión entre un gran número de protagonistas del juego que constituyen los tejidos productivo, financiero y los de flujo de población mundial. En este sentido el estudio de la dolarización debe recuperar una perspectiva histórica y social de lo que representan precisamente todas estas relaciones. Se debe reconocer que antes que agentes económicos impersonales, se confrontan, a través del mercado mundial, sistemas económicos nacionales conformados por grupos que detentan intereses y que en consecuencia no pueden reducir su dinámica a cuestiones puramente mecánicas.

Sin duda un análisis de tales dimensiones, además de incorporar la Teoría Económica, también debiera apoyarse en la Historia Económica y en la evolución de las relaciones políticas interestatales, lo que hace al problema, de suyo, ya algo con mayor complejidad que un estéril debate entre si tipo de cambio fijo o flotante; entre si dólar sí o dólar no.

Dado que los puros resultados del desempeño económico son originados por múltiples factores, no sólo el tipo de cambio, no es posible emplearlos –como han hecho muchas autoridades monetarias de las naciones latinoamericanas– como argumento para justificar la adopción de un determinado régimen de tipo de cambio, pues –por ejemplo– el haber podido controlar la inflación y las tasas de interés pudo haber sido el resultado de otros determinantes, no tanto de si el tipo de cambio fue fijo o flotante. El caso de México y Argentina sirven para ejemplificar el problema: En México se tiene un tipo de cambio cuasi-flexible desde la crisis de 1995; hasta 2000 se tuvo crecimiento exiguo y un enorme empeño por conseguir estabilidad. En cambio, Argentina había cosechado desde 1991 –año en que introdujo su caja de conversión mediante el Plan de Convertibilidad–, y al menos hasta su actual crisis financiera, más o menos los mismos frutos que México (Estabilidad y crecimiento mediocre). Así, con dos sistemas de tipo de cambio antagónicos cuyos resultados en ciertos periodos parecen coincidir, no es posible determinar cuál de los dos es “mejor”, y en consecuencia inclinar las predilecciones por alguno en particular.

Al parecer, a falta de un criterio de elección de régimen cambiario basado en aspectos teóricos, las autoridades de la política económica se dejan llevar más por la conveniencia y experiencia del pasado reciente; lo cual no conduce la discusión de la dolarización a un

análisis de mayor profundidad sobre el fenómeno cambiario, sino que lo arroja al escenario ideológico en el que pareciera que se pretende imponer una receta válida a todos los espacios económicos.

Ver las cosas así nos lleva a una serie de cuestionamientos que necesariamente tienen que ser categóricos: ¿A quién beneficia la dolarización? ¿A la nación que la implemente porque le permite gozar de una mayor estabilidad en variables macroeconómicas como tasas de interés, niveles de inflación y tipo de cambio? ¿A qué sectores en particular de esa nación? O sea, ¿Quiénes son los más ávidos de disfrutar de esta eventual estabilidad macroeconómica en caso de que así se consiga? ¿O es toda la sociedad? Si no es así habrá por supuesto sectores sociales que se beneficien, pero ¿Esto tendrá costo para los demás sectores de la población? Es decir ¿Vendrá en perjuicio de los no beneficiados con la medida?; o en cambio, como se dice en economía, ¿la dolarización estará consiguiendo una posición de óptimo en el sentido paretiano al mejorar la posición de bienestar de unos sin afectar la de los demás? Todas estas preguntas no hacen sino regresar el estudio de los fenómenos económicos a un estado en el que resulta imposible creer que ellos pueden ser estudiados al margen de las sociedades y en consecuencia al margen de la realidad, tal y como suele acontecer con mucha frecuencia hoy en día en Economía

Si la dolarización ha de ser el objeto de estudio de un trabajo de investigación, quizá en el terreno teórico cuenta con no muchas referencias en la literatura, exceptuando aquellas referidas a las áreas monetarias óptimas (*optimum currency areas*); sin embargo, estos trabajos han sido elaborados dentro de los esquemas de la corriente actualmente dominante de la disciplina económica y cuyos ensayos más relevantes están a cargo de R. Mundell, R. McKinnon, P. Krugman, además de muchos estudios recientes hechos bajo el patrocinio del Fondo Monetario Internacional, entre otros. La literatura no ortodoxa es mucho más escasa y dispersa, pero quizá mucho más reveladora, por ello, valdría la pena revisar la opinión de escuelas del pensamiento económico no tan impregnadas de la matriz ortodoxa norteamericana, como lo es la tradición académica francesa inaugurada con François Perroux, los escritos de Keynes sobre la moneda, y regresar a las cuestiones sobre filosofía y el papel de no-neutralidad del dinero –entendida ella en el sentido económico pero también político– que está presente en los escritos de la escuela postkeynesiana, y en el

INTRODUCCIÓN

hoy apenas recordado Karl Marx. Una tarea de semejantes dimensiones no está materializada aquí; sin embargo lo que sí se presenta son ideas inspiradas en todos ellos.

La presente tesis intenta presentar al menos en este sentido e inspirado en todos estos trabajos, una perspectiva distinta a la tradicionalmente expuesta sobre el fenómeno de la dolarización aunque ello se haga sin asumir a plenitud y en forma comprometedoramente una determinada "escuela". Si acaso la preocupación metodológica principal de este análisis es la de mantener en todo momento un vínculo teoría-realidad y realidad-historia menos amplio que el que muchas metodologías basadas en una abrumadora presentación de modelos normativos hechos para acomodar el mundo con sus imperfecciones a ellos. Muy por el contrario, el objetivo de este trabajo es que se puedan hallar cosas novedosas en problemáticas observables.

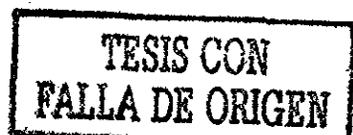
Para efectos del desarrollo y dar soporte a esta investigación el cuerpo del presente trabajo está dividido en cinco capítulos. En el **Capítulo 1** se presentan las distintas definiciones que existen respecto al concepto de dolarización y se sientan las bases para la comprensión de estos fenómenos en la región a través del recuento de sucesos históricos que han sido determinantes para América Latina en la posguerra. En este capítulo se hace un recuento de lo que se entiende por dolarización oficial, dolarización de mercado, total, parcial, unilateral y coordinada. Dentro del esbozo histórico que presenta este capítulo se destaca que es luego del agotamiento del sistema monetario de Bretton Woods y del largo periodo de auge y crecimiento que representó el periodo de posguerra para América Latina, ésta se vio envuelta en problemas económicos de envergadura mundial desde entonces y hasta la fecha: problema de sobreendeudamiento a inicios de los ochenta, graves presiones inflacionarias, estancamiento y deflación en los noventa, y padecimiento de crisis financieras globales (México, 1994; Brasil, 1998; Argentina, 2001-2002), siendo todos estos acontecimientos, agudizados por efecto del proceso de globalización financiera, determinantes y catalizadores de la penetración de divisas garantes de mayor estabilidad para los usuarios locales, lo que evidentemente ha conducido hacia la dolarización. En el **Capítulo 2** se hace hincapié en el hecho de que ninguno de los fenómenos de dolarización puede ser analizado a cabalidad sin antes poner atención en cuáles son los postulados teóricos que se han presentado para su análisis. En este segundo capítulo se vierte la explicación del fenómeno de la dolarización a partir de la extensión del análisis del dinero

INTRODUCCIÓN

Para ello se hace una síntesis de los postulados de los enfoques que estudian al dinero como dinero-crédito (endogenistas) por oposición a los que consideran al dinero como dinero-mercancía (exogenistas) Con esta presentación se hace evidente que el dinero es un "activo" para aquél que tiene la atribución de emitirlo y que de ninguna manera es sólo un instrumento para "facilitar las transacciones" como se dice frecuentemente En el empeño por dar una visión completa de esta explicación de los fenómenos de reemplazo monetario se presenta el estado en el que se encuentra actualmente la discusión en torno al problema, para ello se especifican temas que no son en rigor procesos de dolarización como el de los regímenes de caja de conversión y se explica por qué.

El **Capítulo 3** alude a un estudio de los casos de dolarización más importantes ocurridos en América Latina, a saber los casos de Panamá, Ecuador y El Salvador El estudio de sus raíces históricas, de la manera como se precipitaron a raíz de sus procesos —disímiles en forma y tiempo— de integración a los mercados globales, nos ayuda a corroborar el papel del dinero norteamericano en los procesos de establecimiento de estructuras jerárquicas y de desigualdad entre las distintas monedas de las cuales no son beneficiarios directos las naciones que optan por reemplazar sus monedas. Por otra parte, el **Capítulo 4** propone una crítica a los llamados "beneficios" que le atribuye la teoría económica *mainstream* al fenómeno de la dolarización oficial y asimismo ofrece una estimación aproximada del costo financiero que esto representaría para la economía mexicana. Inmediatamente después se presenta en el **Capítulo 5**, lo que a juicio personal es la conclusión de los anteriores en el sentido de que vincula al dólar con la capacidad que tiene todo dinero de ejercer una relación de poder cuya manifestación se hace ostensible al finalizar la Segunda Guerra Mundial y que resulta inocultable y perniciosa luego de la ruptura del sistema monetario de Bretton Woods a inicios de los años setenta y en tanto ha precipitado la intención de muchas economías latinoamericanas por ceder sus monedas locales a cambio de la que posee la potencia económica mundial que son los Estados Unidos.

Por último, deseo hacer patente el agradecimiento a los colegas y prestigiados investigadores que leyeron una versión preliminar de esta tesis y que amablemente prestaron su tiempo para hacerme sugerencias y observaciones valiosas; en particular a las Doctoras Alicia Girón González, Eugenia Correa Vázquez, Guadalupe Mántey de Anguiano y a los Doctores Eduardo Loría Díaz y Juan Castaingts Teillery.



1

Génesis y descripción del fenómeno

• Cuáles fueron las razones que llevaron a que América Latina comenzara la trayectoria hacia la aceptación, de buena o mala gana, de la moneda norteamericana dentro de sus sistemas económicos locales? ¿En qué momento se dio esto? ¿Ha sido homogéneo este proceso de dolarización en las distintas naciones latinoamericanas? De no ser así ¿Cuántos tipos de dolarización existen? En este capítulo pretendemos ofrecer respuestas a estas preguntas aunque todavía en forma esquemática, por tal motivo más que adentrarnos en la explicación de la dolarización, aquí sólo se recurre a los registros históricos de los acontecimientos trascendentales ocurridos en el desarrollo económico latinoamericano de la posguerra para a partir de entonces poder establecer la modalidad de desarrollo que dio pauta a que con el tiempo, y más precisamente luego de la ruptura del orden monetario de Bretton Woods, se hicieran presentes en América Latina los procesos de sustitución monetaria. Por supuesto, esta explicación no podría darse sin antes hacer las definiciones pertinentes a cerca de lo que entendemos por dolarización.

Sustitución monetaria y dolarización. Definiciones

Dolarización es el nombre particular que recibe un fenómeno de naturaleza más amplia al que se le conoce como *sustitución monetaria* (*currency substitution*, en inglés)¹ Este fenómeno ha ido cobrando cada vez más importancia sobre todo en la literatura de las dos últimas décadas. Las principales interrogantes que se ha intentado ahí dilucidar han sido ¿Por qué se reemplazan las monedas? y ¿Cuáles son las consecuencias macroeconómicas e implicaciones que esto conlleva para la política monetaria? Otros tópicos también abordados con relación al tema han sido el efecto del reemplazo de la moneda en los sistemas financieros locales y en el mantenimiento del sistema bancario nacional.

No existe una definición única respecto a lo que es la dolarización; las definiciones varían según las funciones que como dinero nacional vaya adquiriendo la divisa extranjera que está reemplazando a la primera. Para algunos, por ejemplo, existe sustitución monetaria siempre que dentro de un mismo sistema económico sean utilizadas dos o más monedas distintas como medio de cambio; para otros, el concepto es más restringido, pues se concibe la sustitución de moneda sólo cuando ella ha operado en las funciones del dinero como reserva de valor. Ronald McKinnon² propone dejar satisfechas a ambas posiciones clasificando la sustitución monetaria en las dos modalidades mencionadas: directa e indirecta. Según su taxonomía, “*sustitución directa* de la moneda significa que dos o más de ellas coexisten como medios de pago al interior del ámbito monetario nacional, mientras que *sustitución indirecta* de la moneda se refiere a la ocasión en que los inversionistas [o propietarios de activos financieros] han cambiado la denominación de sus activos, al pasar de la denominación en moneda local a otra de emisión externa a las fronteras del país de residencia”³

¹ En adelante se asumirán estas dos palabras como sinónimos aunque debe aclararse que, como se verá incluso más adelante existen casos de reemplazos de moneda en los que el dólar norteamericano no ha sido la moneda que asuma la dirección de los sistemas monetarios de los países en donde está siendo observado el fenómeno, por sólo mencionar un caso está el de los países de Europa del Este en sus intentos por adoptar el euro. En este trabajo, como el punto de atención serán los países latinoamericanos, el reemplazo de las monedas ha sido únicamente por el dólar de los Estados Unidos

² McKinnon, Ronald I (1985), pp 101-113.

³ *Ibid*, p. 101

Sin embargo, existe otra definición de sustitución monetaria que alude a una situación en la que el dinero externo actúa como un sustituto al que existe domésticamente en sus tres funciones tradicionales: unidad de cuenta, medio de cambio y como depósito de valor. Indiscutiblemente esta última definición es la de mayor amplitud,⁴ y generalmente está asociada a la decisión gubernamental por admitir la moneda de otro país como medio circulante de curso legal⁵ en lugar de la que se emitía nacionalmente. Bajo esta forma de asumir la dolarización el gobierno local cede su soberanía monetaria al renunciar a su moneda para adoptar la de otro país. Esta manera de sustituir la moneda se conoce como *dolarización oficial*⁶ y puede ser clasificada a su vez en dos modalidades:⁷

- a) *Dolarización unilateral*, que significa que una nación adopta el dólar de Estados Unidos bajo su propia responsabilidad, y
- b) *Dolarización multilateral*, que teóricamente es posible si los Estados Unidos accedieran a construir un área de moneda común, en este caso digamos basada en el dólar, bajo un esquema negociado de los costos y los beneficios implícitos en la medida con los países miembros de la eventual unión.

Von Furstenberg y Alexander⁸ sugieren la existencia de otra forma de dolarización. Según ellos el dólar como medio de pago mundial no nace sino justo en el momento en que sustituye a los metales preciosos en su papel de medio para liquidar deudas de un país a otro, lo cual ocurre cuando se da la ruptura del patrón oro justo antes de la primera guerra mundial y va perdiendo toda su vigencia en el momento en que son disueltos los acuerdos monetarios de Bretton Woods en 1971. En ese momento el dólar es reproducible sin considerar la producción de metales preciosos y no tiene más asidero que la garantía que le otorga el gobierno estadounidense. Al interior de los Estados Unidos se tiene la capacidad de crear poder de compra a nivel mundial mediante la emisión monetaria sin límite aparente

⁴ Clements y Schwartz (1992)

⁵ *Curso legal* significa que la moneda es aceptada y reconocida por ley para efectuar el pago de deudas, a menos que los contratantes hayan especificado alguna modalidad de pago distinta. Este concepto no debe confundirse con aquél de moneda de *curso forzoso*, que se refiere a la situación en la que los contratantes no tienen otra alternativa para efectuar el pago de sus adeudos fuera de la manera establecida legalmente.

⁶ Este término puede llevar a suponer la existencia de un proceso de dolarización no oficial, o extraoficial, el cual efectivamente existe, y es aquel que se refiere al fenómeno de penetración velada y progresiva, aunque involuntaria, de la divisa norteamericana dentro de las economías con monedas de menor fortaleza. A este tipo de dolarización también le llamamos *dolarización de mercado*.

⁷ Gomis-Portuqueras, Serrano y Somuano (1999), p. 3

⁸ Von Furstenberg y Alexander (2000)

dándose así lo que estos autores llaman *dolarización interna* de los Estados Unidos. El paso obvio siguiente sería que, de igual forma que antes con el oro o la plata, ahora el resto de los países buscaran mantener reservas internacionales en dólares para poder efectuar sus transacciones comerciales y financieras fuera de su país. La evolución de este proceso desembocaría obligadamente en una *dolarización externa*, cuya manifestación extrema sería el reemplazo parcial o total de las monedas locales por el dólar estadounidense. Esta clasificación pondría su énfasis en la evolución histórica de las relaciones monetarias internacionales⁹

Resumiendo, identificamos *cuatro criterios* para clasificar al fenómeno de la dolarización, el orden va de lo general a lo particular: el *primero* es de tipo histórico-espacial que divide la dolarización en interna y externa según ésta se ha dado al interior de los Estados Unidos y más tarde fuera de sus fronteras de acuerdo con lo especificado anteriormente; el *segundo* se refiere a la posición que frente al fenómeno han asumido las autoridades locales —es una dolarización oficial o es una dolarización extraoficial (también llamada encubierta o *de mercado*)—; el *tercer* criterio se refiere a la posición que han adoptado frente al asunto las autoridades monetarias de los Estados Unidos —es una dolarización unilateral o es una dolarización negociada y bilateral o multilateral. *Finalmente* está el criterio que se refiere al grado de avance que ya ha operado el fenómeno dentro del sistema económico doméstico y que lleva a separar la dolarización en completa o parcial

El fenómeno a nivel mundial

El fenómeno que nos ocupa es el de la dolarización en América Latina; o dicho de otro modo, los procesos de sustitución monetaria en esa región, sin embargo, para tener una

⁹ En el capítulo 5 de esta tesis, regresaré para abundar sobre el carácter que revistió la separación a nivel mundial del patrón oro y oro-dólar dentro del escenario de la economía internacional y que nitidamente evidenció cómo, detrás de la moneda, lo que existen son relaciones de fuerza nacionales, modalidades no tan sutiles de ejercicio del dominio económico de naciones fuertes sobre débiles y que hacen comprender de mejor forma cómo es esa especie de darwinismo monetario en el que las monedas fuertes tienden a devorarse a las débiles. Adelanto: ese es el escenario en el que surge la dolarización en su sentido más amplio, no ceñido sólo al aspecto legal

noción de la importancia que han cobrado en distintas latitudes, y no sólo con el dólar, en este apartado se hará un breve paréntesis para considerar los casos en los que en general las naciones se ven orilladas a reemplazar a su moneda

Casi todos los países del mundo en algún momento de su historia se han visto en la necesidad de usar una moneda extranjera. En los Estados Unidos, por ejemplo, las monedas extranjeras tuvieron curso legal hasta 1857, pues hasta esa época la mayor parte de las transacciones comerciales se efectuaban con algún tipo de divisa metálica y no tanto con billetes emitidos por un órgano central. No hay que olvidar que Estados Unidos en esa época admitía un gran número de inmigrantes de muchas nacionalidades y no había homogeneizado en su totalidad su sistema monetario como para no admitir otra moneda que no fuera el dólar.

A continuación se presenta un cuadro que ofrece un panorama del número de países que en alguna u otra forma han sustituido su moneda, así como las características generales de tales naciones:

CUADRO 1.1
Países que han adoptado de manera oficial y completa una moneda extranjera

País	Población	PIB**	Estado político	Moneda	Desde
Andorra	73 0	12	Independiente	Franco francés/euro, peseta	1278
Chipre Norte	180 0	14	Independiente <i>de facto</i>	Lira turca	1974
Ciudad del Vaticano	1.0	0	Independiente	Lira italiana/euro	1929
Groelandia	56 0	9	Región de Dinamarca con gobierno propio	Krone de Dinamarca	Antes de 1800
Guam	160 0	30	Territorio de los E.U	Dólar de los E.U	1898
Isla de Pitcairn	42 0	0	Dependiente de Gran Bretaña	Dólares de Nueva Zelanda y de los E.U	Siglo XIX
Islas Cocos (o Keeling)	600 0	0	Territorio australiano externo	Dólar australiano	1955
Islas Cook	18 5	1	Territorio de Nueva Zelanda con gobierno propio	Dólar de Nueva Zelanda	1995
Islas Marianas del Norte	48 0	5	Territorio asociado de los E.U	Dólar de los E.U	1944
Islas Marshall	61 0	1	Independiente	Dólar de los E.U	1944
Islas Norfolk	1 9	0	Territorio externo de Australia	Dólar australiano	Antes de 1900

* Miles de habitantes

** Miles de millones de dólares E.U.

Fuente: World Bank (1999), International Monetary Fund (1998).

CUADRO 1.1 (Continuación)
Países que han adoptado de manera oficial y completa una moneda extranjera

País	Población [*]	PIB ^{**}	Estado político	Moneda	Desde
Islas Turcas y Caicos	14.0	1	Colonia británica	Dólar de los E.U.	1973
Islas Vírgenes Británicas	18.0	1	Dependiente de Gran Bretaña	Dólar de los E.U.	1973
Islas Vírgenes Británicas	18.0	1	Territorio de E.U.	Dólar de los E.U.	1934
Kiribati	82.0	1	Independiente	Dólar australiano	1943
Liechtenstein	31.0	7	Independiente	Franco suizo	1921
Micronesia	120.0	2	Independiente	Dólar de los E.U.	1944
Mónaco	32.0	8	Independiente	Franco francés/euro	1865
Nauru	10.0	1	Independiente	Dólar australiano	1914
Niue	1.7	0	Territorio de Nueva Zelanda con gobierno propio	Dólar de Nueva Zelanda	1901
Palau	17.0	2	Independiente	Dólar de los E.U.	1944
Panamá	2700.0	87	Independiente	Dólar de los E.U. y Balboa panameña	1904
Puerto Rico	3800.0	330	Estado asociado de los E.U.	Dólar de los E.U.	1899
Samoa Americana	60.0	2	Territorio asociado de los E.U.	Dólar de los E.U.	1899
San Marino	26.0	1	Independiente	Lira italiana/euro	1897
Santa Helena	5.6	0	Colonia británica	Libra esterlina	1834
Tokelau	1.5	0	Territorio de Nueva Zelanda	Dólar de Nueva Zelanda	1926
Tuvalu	11.0	0	Independiente	Dólar australiano	1892

* Miles de habitantes

** Miles de millones de dólares E.U.

Fuente: World Bank (1999), International Monetary Fund (1998).

Como lo muestra el Cuadro 1.1, casi todas las economías que han renunciado a la emisión de moneda propia son economías pequeñas en términos de su producto; las entidades de mayor dimensión en este sentido son Panamá y Puerto Rico y ahora también Ecuador y El Salvador, lo cual muestra que no existe evidencia con relación a cuáles podrían ser las características y resultados de este proceso de sustitución monetaria completa y oficial en un sistema económico de grandes dimensiones

El Cuadro 1.2 muestra una relación de las naciones que ya han sido penetradas por alguna otra moneda que no es la propia, pero en donde esta penetración ha sido no oficial, y

aun no ha podido desplazar por completo a la moneda de emisión local; es decir, el caso de economías que han padecido el fenómeno de la dolarización de mercado en forma parcial.

CUADRO 1.2

Países que extraoficialmente y que semi-oficialmente han efectuado un proceso de sustitución de su moneda

<i>Que han reemplazado extraoficialmente su moneda (Por el dólar de E.U.):</i>	<i>Que han reemplazado semi-oficialmente su moneda (Por el dólar de E.U.):</i>	<i>Que han reemplazado extraoficialmente su moneda (Por monedas distintas al dólar de E.U.):</i>	<i>Que han reemplazado semi-oficialmente su moneda (Por monedas distintas al dólar de E.U.):</i>
La mayoría de los países de América Latina y del Caribe, especialmente Argentina, Bolivia, México, Perú y Centro América; la mayoría de los países de la ex Unión Soviética, especialmente Armenia, Azerbáiján, Georgia, Rusia y Ucrania; otros varios países, incluyendo Mongolia, Mozambique, Rumania, Turquía y Vietnam.	Bahamas, Camboya, Haití, Laos (También por el Bath de Tailandia), Liberia	Franco francés/Euro.- Algunas ex colonias francesas en África; Marco alemán/Euro.- Balcanes; Dólar de Hong Kong.- Macau y el sur de China; Rublo.- Bielorrusia.	Bután (Rupia Índú); Bosnia (Marco alemán, kuna croata, dinario yugoslavo); Brunel (Dólar de Singapur); Isla de Man (Libra británica); Islas de la Mancha (libra británica); Lesotho (Rand de Sudáfrica); Luxemburgo (Franco belga); Namibia (Rand de Sudáfrica); Tadjikistán (se permite el uso de monedas extranjeras, el rublo ruso es el más extendido).

Notas: La lista de las economías extraoficialmente dolarizadas no incluye a todas porque es difícil medir cuántos son los países que caen bajo esta categoría. Un estudio del FMI basado solamente en los datos sobre los depósitos en moneda extranjera supone que éstos exceden 30 por ciento de la medida amplia de la oferta monetaria. Los países son Argentina, Azerbáiján, Bielorrusia, Bolivia, Camboya, Costa Rica, Croacia, Georgia, Guinea-Bissau, Laos, Lituania, Mozambique, Nicaragua, Perú, Sao Tomé y Príncipe, Tadjikistán, Turquía y Uruguay.

Fuente: Tomado de Schuler (1999).

De los antecedentes históricos de la dolarización

El dólar, en sus funciones de medio de cambio y reserva de valor, primero sólo era utilizado en Estados Unidos; pero con el transcurso del tiempo también fue usado en otras naciones. El primer caso de una economía que adoptó el dólar fuera de las fronteras estadounidenses fue el de Panamá en 1904. Inicialmente sólo era usado como medio de pago, pero más tarde la importancia que tuvo el dólar en esa economía fue en un sentido más amplio.

Hasta la segunda mitad del siglo XIX la cantidad de dinero líquido amonedado o en billetes se determinaba tomando en consideración la cantidad de metales preciosos que se poseían, con lo cual seataba la cantidad de dinero en circulación a un determinado respaldo basado principalmente en oro o plata guardado en bóvedas de los bancos. El volumen de los metales de reserva a su vez lo determinaba la riqueza minera -Vg. la España del siglo XVI

con sus colonias americanas-, el comercio internacional –piénsese en Inglaterra siglos XVIII y XIX- o los préstamos internacionales –Estados Unidos siglo XIX.

Las cosas fueron cambiando gradualmente durante el siglo XX; con países dotados de soberanía en la emisión de circulante y eliminados los sistemas monetarios basados en la plena convertibilidad al oro o a otra mercancía, el dinero líquido tuvo su principal fuente de crecimiento en el llamado *dinero fiduciario*. En 1973 se eliminó el requerimiento de que cada dólar que emitía la Reserva Federal tenía que estar respaldado por 40 por ciento de oro mantenido en el Tesoro Norteamericano; con lo cual se dio paso en los Estados Unidos a la *dolarización nacional o interna* de su economía.¹⁰ Es decir, la economía norteamericana en ese momento se hacía de una capacidad de emitir dólares cuyo único límite sería la merma en la confianza de quienes los aceptasen para saldar créditos de los estadounidenses. Esa confianza, por otro lado ha sido difícilmente cuestionada desde el periodo de la posguerra en función de la fortaleza económica, política y militar de los Estados Unidos como potencia dentro del conjunto de las naciones. Desde entonces el dólar es esencialmente dinero fiduciario y su cantidad depende, por una parte, de los encargados de la emisión primaria de dólares, o sea del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, y por otra, de todas aquellas instituciones bancarias dotadas del poder de captarlos y reproducirlos mediante préstamos cuya localización ya no sólo se concentra en los Estados Unidos y que ha dado lugar a los llamados eurodólares.

El rompimiento de las ataduras que tenía el dólar a los metales preciosos durante el periodo del patrón oro da lugar a que éste se multiplique por doquier; la hegemonía estadounidense allana el camino para que la reproducción de los dólares desborde la frontera de la Unión Americana y puedan ellos ser exportados a otras naciones y nazca así el fenómeno de la dolarización en el sentido de ser el dólar la moneda de reserva a nivel mundial, o lo que es equivalente, la *dolarización no oficial externa*

La dolarización no oficial externa se refiere a la situación en la que el dólar, aunque no es un medio legal de pago, ya ha penetrado los sistemas económicos de muchas naciones. El antecedente de este fenómeno se da durante la Segunda Guerra Mundial en las economías de los países ocupados;¹¹ sin embargo la influencia que tuvo el dólar sobre estas

¹⁰ Von Furstenberg y Alexander, *Op Cit*, p 3

¹¹ *Ibid*, p 4.

economías fue decayendo en el periodo 1950-1970 conforme se fueron reconstruyendo las áreas de influencia de las monedas locales como el yen japonés o el marco alemán; lo que por otra parte nos ofrece un antecedente del fenómeno opuesto, el de una *desdolarización*. Sin embargo la dolarización externa no se detuvo a nivel global, de hecho sólo buscó reacomodo ahí donde halló debilidad por parte de las monedas locales cuyo papel como medio de pago internacional era escaso, de tal manera que a inicios de los años ochenta, y ya en los noventa el dólar ha vuelto a ocupar en forma encubierta y sistemática nuevos espacios: ahora las economías en desarrollo de las naciones en transición que pertenecieron al bloque socialista y de igual forma las de las naciones latinoamericanas.

De esta suerte, al finalizar el siglo XX la dolarización extraoficial, encubierta o de mercado ya ha penetrado considerablemente –aunque todavía en forma parcial– en Bolivia, Perú, México y Uruguay;¹² lo que los ha llevado a pensar incluso en la posibilidad de aceptar una dolarización plena y oficial. Y en este rubro las cosas están ya muy avanzadas para América Latina: Argentina está en el umbral de una dolarización oficial toda vez que ha adoptado un régimen cambiario de paridad rígidamente fija a la moneda norteamericana en una proporción de uno a uno; otras naciones como Panamá –caso pionero de todos–, Ecuador y El Salvador han llegado al final de la historia al haber suprimido oficialmente sus antiguas monedas locales y haber decidido atar su suerte a la del dólar.¹³

De la América Latina en medio del caos económico mundial (1970-1990)

Desde finales de los años noventa el tema de la dolarización ha cobrado importancia en América Latina: Ecuador y El Salvador ya han adoptado el dólar como moneda oficial, en Argentina lo siguen considerando aunque en realidad están a solo un paso de efectuarlo oficialmente, en México el tema ha sido sugerido y sigue en suspenso y, finalmente, el otro caso del que se ha hablado es el de Guatemala. Estos hechos hablan de que el fenómeno cobra cada vez mayor importancia razón por la cual es menester conocer cuáles han sido las

¹² Guidotti y Rodríguez (1992)

causas que han precipitado la adopción del dólar en América Latina en el periodo que va de 1970 a 2000. Hacerlo sería imposible sin entender la evolución histórica de esos años.

El periodo de la posguerra fue un episodio inédito para la América Latina en términos de crecimiento, aunque, vale decirlo, no siempre fue traducido en mejores niveles de vida para sus habitantes. El auge mundial que prosiguió a la etapa de frágil paz que transcurrió entre 1946 y 1971 permitió para la región alcanzar los siguientes resultados: *i)* rápido crecimiento económico; *ii)* reducción progresiva del coeficiente de importación; *iii)* escasa elevación en el nivel de vida de la cuarta o quinta parte más pobre de la población; *iv)* falta de éxito en de la política antiinflacionaria; *v)* gran salida de capitales, y *vi)* rápido aumento de la deuda externa.¹⁴

El modelo de desarrollo, conocido como de sustitución de importaciones, permitía crecer pero al mismo tiempo engendraba problemas estructurales en el sector externo que se reflejaban en la incapacidad para transitar a una fase de sustitución de importaciones de bienes de alta tecnología. Por otra parte, América Latina era incapaz de sostener el ritmo de crecimiento de sus naciones sin tener que depender de los recursos financieros externos y sin evidenciar de inmediato presiones inflacionarias.

Sin embargo debe añadirse un factor también crucial del fracaso del modelo en el largo plazo: la adversa coyuntura internacional, que no sólo afectó a América Latina sino al mundo entero cuando se colapsó el precario equilibrio en el sistema monetario internacional que había sido herencia de los acuerdos de Bretton Woods de 1944. A partir de entonces, 1971, el panorama económico quedó ensombrecido con los dos choques petroleros de los años setenta (1973 y 1978) y también por el caótico ambiente en los mercados financieros producido por la ausencia de un acuerdo para regular el exceso de liquidez a nivel mundial originado en la expansión del mercado de eurodólares el cual inevitablemente desembocó en el problema de la deuda externa de los países latinoamericanos.¹⁵

Así, elevados niveles de endeudamiento aunados al desquiciamiento monetario por parte de las naciones más desarrolladas fueron los determinantes del ocaso de esa fase de

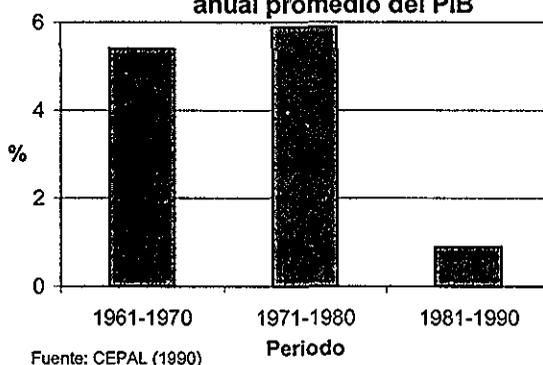
¹³ Ecuador decidió dolarizar a finales de enero de 2000; El Salvador lo adoptó al iniciar 2001; como se sabe Panamá desde 1904. Sobre la experiencia, todavía muy reciente al día de hoy de los dos primeros casos se hace un análisis más adelante

¹⁴ Pazos (1987)

ascenso del ciclo para América Latina. El suceso inaugural, la crisis de la deuda a inicios de los años ochenta

A partir de entonces la región tiene que hacer frente a un periodo de estancamiento con inflación caracterizado por la destrucción de capacidades productivas, transferencia neta de recursos, contracción total de la actividad inversora y por lo mismo también del empleo. La inflación, por su lado, fue el medio a través del cual la desigualdad en la distribución del ingreso fue agravándose en detrimento de grandes capas sociales afianzándose con ello subdesarrollo y dependencia.¹⁶ Algunos datos sirven para ilustrar el gris cuadro latinoamericano de la época: si durante la década de los setenta se logró crecer cada año en promedio 6 por ciento, en los ochenta este dato difícilmente pudo alcanzar 1 por ciento (Ver Gráfico 1.1). El producto per cápita, por su parte, también tuvo una caída de 9.6 por ciento y la demanda agregada, entendida específicamente como consumo e inversión, no se comportó de distinta manera. Estos fueron pues los signos de la llamada “década perdida”¹⁷

GRÁFICO 1.1
América Latina: Tasa de crecimiento
anual promedio del PIB



¹⁵ Girón (1992), 1992, pp 159 y ss

¹⁶ Correa (1992), pp 19 y ss

¹⁷ *Ibid.*, p. 29-30

Sin embargo este periodo de postración económica en mucho también se debió a la manera específica de “administrar” la salida a la crisis de la deuda cuya principal vía fueron los llamados programas de “ajuste” elaborados por los acreedores internacionales personificados en los organismos financieros multinacionales, gobiernos soberanos y bancos transnacionales. La pretensión de los dueños del capital era, según ellos mismos, generar las condiciones para el reestablecimiento del flujo de recursos, mas ahora en un escenario de menor incertidumbre, de mayores garantías respecto al pago de los intereses y del principal otorgado en crédito; la idea explícita de todo esto era evitar por todos los medios una situación de incumplimiento como la que ya se había experimentado a inicios de los ochenta. Esto, sumado a la flamante reconquista en el ámbito académico de las ideas teóricas neoclásicas –ahora con el estandarte del monetarismo y de la escuela de expectativas racionales– llevó al plano de la política económica la ideología de la integración y apertura de los mercados como condición para garantizar la eficiencia en la asignación de recursos por parte de éste sin la necesidad de la intervención estatal –otrora tan aplaudida bajo el programa keynesiano que sacó de la depresión al sistema económico mundial en la década de los años treinta.

La lista de medidas de los programas de ajuste puede sintetizarse en lo que después se conoció como el Consenso de Washington y que John Williamson¹⁸ lo resume en lo que podríamos llamar para los años ochenta la primera generación de reformas:

- Buscar la disciplina fiscal
- Priorizar el gasto público de tal forma que pueda eliminarse aquél que es “innecesario”.
- Efectuar una reforma fiscal integral que fortalezca el lado de los ingresos públicos
- Promover la liberalización financiera evitando la intervención estatal en la determinación de la tasa de interés.
- Alentar políticas de tipo de cambio acordes con el impulso al sector exportador (de permanente depreciación, quizá)
- Promover la liberalización comercial (ya no aranceles, ya no permisos a la importación y todas esas medidas de política comercial)
- Promoción y concesión de facilidades a la inversión extranjera.

- Privatización (para reducir el gasto público y al tiempo abrir actividades económicas al sector privado).
- Desregulación (otorgar facilidad legal a la libre empresa)
- Promover la defensa de los derechos de propiedad (consagrar el derecho de propiedad privada sobre autoría intelectual y patentes).

Adicionalmente a estas recomendaciones, los círculos académicos neoclásicos ortodoxos complementaron el conjunto de recomendaciones para los países latinoamericanos al plantear como objetivo de la política macroeconómica la erradicación de la inflación en la región. La lucha frontal en contra del desmedido aumento en el nivel de precios quedó planteada como prioritaria en las tareas de política económica, incluso a expensas del sacrificio en términos de crecimiento que ello habría de representar. La argumentación que se ha ofrecido hasta el cansancio es más o menos la siguiente: estabilizar para crecer; sin estabilidad no puede haber crecimiento. Este punto de vista, naturalmente, es tema de controversia académica y ha sido ampliamente cuestionado por las escuelas del pensamiento económico no ortodoxas

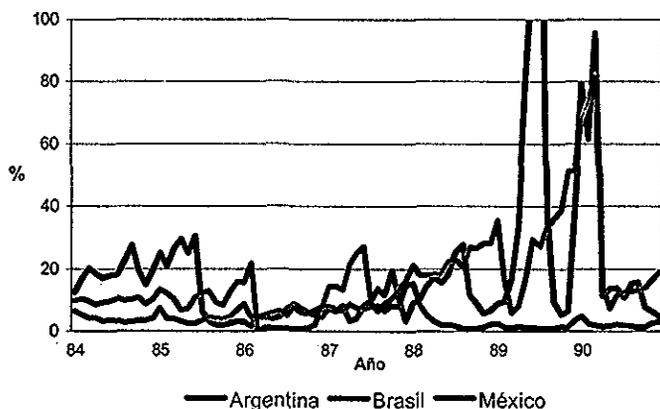
Dolarización e inflación en América Latina, un dúo muy dinámico en economía abierta

La inestabilidad de precios es un fenómeno económico que de por sí no es del gusto de nadie, pero el argumento que postulan las autoridades financieras públicas y privadas es que para ellos puede significar la erosión completa de su ahorro; puede representar la pérdida total de sus recursos. Entre el momento del préstamo y el regreso del dinero a manos de su dueño original transcurre un periodo de tiempo dentro del cual el poder de compra puede pulverizarse debido a un aumento en el precio de los artículos que se venden en el mercado, por esa razón para quienes prestan lo ideal sería que se garantizara que los precios no se movieran. Por esta razón, luego de la crisis de la deuda y al tiempo que se implementaron los programas de ajuste en América Latina, el “combate” a la inflación ha sido incansable. Por ejemplo, en la segunda mitad de los años ochenta, las tres economías

¹⁸ Williamson (1990)

más importantes de América Latina estuvieron sujetas a los programas de estabilización basados en las llamadas *políticas de ingreso* cuya mecánica consistía en aminorar el componente inercial de las presiones inflacionarias mediante la prohibición de indexar precios fundamentales de la macroeconomía como los salarios y las materias primas.¹⁹ En ese contexto se llevó a cabo la implementación del Plan Austral en Argentina (junio 1985-marzo 1986), del Plan Cruzado en Brasil (febrero 1986-junio 1987) y de la política de pactos en México (diciembre 1987-julio 1989); los resultados efímeramente alcanzaron sus encomiendas (ver Gráfico 1.2), pero en general al término de estos programas volvió a reavivarse la escalada de precios cuya existencia es un campo fértil en el que crecen los deseos por rechazar la moneda local. Ahora explicaremos por qué.

GRÁFICO 1.2
Inflación mensual de las tres economías más importantes de América Latina



Fuente: Fondo Monetario Internacional (1990).

En la esencia del fenómeno inflacionario de nuestros días lo que se aprecia es la expresión de la pugna capitalista por mantener niveles de rentabilidad en la acumulación que se ha venido deteriorando con el paso del tiempo y de la maduración de los fenómenos de centralización y desvalorización del propio capital,²⁰ pues dos de las condiciones para

¹⁹ Jarque y Iélez (1993)

²⁰ Correa, *Op. Cit.*, p. 23.

que el proceso de acumulación sea estable son; uno, que la rentabilidad no decaiga y, dos, que el mismo proceso de acumulación no encuentre limitantes físicos que le impidan la dotación de los factores necesarios en la actividad productiva,²¹ ambos cada vez más difíciles de cumplir dados los límites del sistema económico y también del entorno ecológico. Esta disputa es la forma como se manifiesta la crisis estructural mundial en la que entró el capitalismo luego de experimentar una fase de auge que se extinguió al término de los años sesenta y que desde entonces ofrece resultados más y más exiguos en sus procesos de acumulación. Al reducirse el espacio y los montos de la rentabilidad del capital el sistema no hace sino buscar formas de evitar su completo colapso, algunas de las cuales son muy visibles: *i)* la hoy evidente mundialización financiera de la actividad económica;²² *ii)* la apertura y liberalización comercial; *iii)* la más reciente: esa ilusión llamada “nueva tecnología” y, *iv)* la más antigua, la inflación.²³

Esta última *ha propiciado* condiciones para que en la América Latina, *integrada y abierta a los flujos mercantiles y de capital*, haya ido penetrando el dólar en dos formas diferentes que enseguida explicamos:

1. La dolarización parcial encubierta o de mercado Para una nación con moneda débil en términos de su aceptación como medio de pago internacional es creíble que aún cuando goce de relativa estabilidad de precios el público prefiera protegerse de cualquier adversidad manteniendo monedas que sí son un medio de liquidación de deudas en un espacio supranacional. La razón está en que incluso en periodos en los que para América Latina ha habido moderada inflación, los negocios, los bancos, los hogares y con mayor razón los propietarios de activos líquidos consideran que ese contexto no es para siempre y que la inflación reavivará de un momento a otro, por esto mismo priva en todo momento un ambiente de desconfianza entre el público. El temor a potenciales presiones inflacionarias en el futuro inmediato hace que los bancos cobren altas tasas de interés por préstamos

²¹ De Bernis (1988), p. 27 *cf.* Correa, *Op Cit.*, p. 21

²² Que es un tema ampliamente abordado en Chesnais (1996) y en Chesnais (1997) Sobre las tesis vertidas en estos trabajos regresaremos en el capítulo 5 para asociarlas al tema que aquí nos ocupa

²³ Respecto a ella y en particular a la padecida por América Latina durante los años ochenta se ha dicho con precisión lo siguiente: “Los procesos inflacionarios de los últimos años en América Latina permiten observar que se están sucediendo cambios acelerados en los precios relativos; se están destruyendo los sistemas de precios que expresaban una cierta relación de productividades, de rentabilidad y de distribución del excedente, y queda de manifiesto la lucha por sostener los niveles de rentabilidad de algunos capitales, a pesar del acelerado descenso económico.” Correa, *Op Cit* p. 30-32.

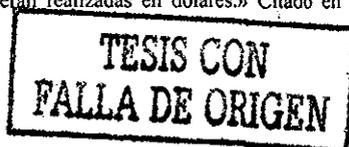
concedidos en moneda local, que los hombres de negocios tomen a préstamo recursos en dólares para que el financiamiento de sus actividades sea más barato —si para ellos esto es posible (¡y sí que lo es, luego de la liberalización financiera!)—,²⁴ que los hogares —en la medida que puedan— eviten ahorrar en moneda local, y que los inversionistas por una parte ofrezcan menos capital a los empresarios locales, y que por otra, el que ofrezcan sea de corto plazo para evitar los resultados adversos que les ocasionaría si el mercado entrase a un periodo de inestabilidad ante una carrera desordenada por la elevación de precios. Si esto ocurre en situación de relativa calma ¿Qué ocurrirá en la tormenta cuando los precios se desbocan? Obvio, lo que se llamaría un *currency run*.

En casos como el anterior no hace falta que el dólar obtenga pasaporte, entra y ya. La moneda local tiene que soportar incómodamente al huésped, que poco a poco le va reemplazando en las tareas para las cuales el residente fue creado al grado de que el huésped incómodo, convertido en intruso, va siendo utilizado para efectuar las transacciones de gran valor; o sea, compra-venta de bienes raíces, automóviles, aparatos eléctricos, colegiaturas escolares, etcétera, muchas de las cuales ya hasta estarán denominadas en dólares.²⁵ De este modo la inflación, o su sola amenaza, es un canal que alienta a la dolarización no oficial, encubierta, o de mercado.

Sin embargo aquí hay que advertir algo, *si la inflación es un detonante de la dolarización de mercado, esto es porque —y no por otra razón— el sistema monetario de referencia se halla en una completa intemperie e indefensión respecto a las demás monedas que existen sobre el planeta.* Con lo cual se hace evidente que *la inflación es más un catalizador del proceso de dolarización de mercado, que su causa última.*

²⁴ Los habitantes de países cuya moneda tiene escasa influencia a nivel supranacional con frecuencia tienen que recibir una compensación adicional para aceptar de buen agrado la propia moneda de su país y usarla como depósito de valor pues, reconocen en ella una moneda pequeña en el sentido que aquí se le da al término. Esto significa que quienes toman dinero a crédito tienen que pagar una elevada comisión por los préstamos solicitados en moneda local; su fondeo en moneda local resulta más caro; por esa razón, si tienen las facilidades de allegarse recursos más baratos en el mercado internacional de capital, con tasas más bajas y en moneda con menos riesgo, así lo harán. Claro está que ello seguirá fomentando la introducción de una moneda ajena al sistema económico local. En el caso particular del fondeo en dólares se estaría promoviendo silenciosa pero gradualmente una dolarización de la economía.

²⁵ Nada de esto es exageración. «En Perú, a mediados de 1991 el billete de más alta denominación equivalía a 7\$ U.S., un claro signo de que las transacciones de mayor valor eran realizadas en dólares.» Citado en Guidotti y Rodríguez, *Op Cit*



¿Pero qué ocurriría si otras fueran las circunstancias y el ahorrador latinoamericano (hogares, empresas, etcétera) no pudiera abrir cuentas bancarias en dólares o comprar papeles de deuda denominados en esa moneda? ¿Qué si los empresarios o los gobiernos no pudieran tomar como préstamos para sus actividades dólares? Es claro que a falta de esa opción se conformarían, aun de mala gana con la moneda local, en cuyo caso aun con inflación al “huésped incómodo” se le impediría la entrada salvo para las operaciones estrictamente necesarias del intercambio de bienes y servicios; no para las finanzas.²⁶

Durante las pasadas tres décadas la sustitución monetaria –dolarización parcial y encubierta– ha sido un problema que ha cundido por toda América Latina. El origen del proceso está vinculado, en todo caso, con el nacimiento mismo de las naciones como estados independientes más que con el de la inflación, puesto que desde entonces estas naciones han exhibido una debilidad en términos del restringido poder liberatorio de sus monedas en los mercados internacionales. La falta de aceptación en mercados internacionales de este tipo de monedas se ha hecho todavía más evidente desde inicios de los años setenta,²⁷ y ha sido alentado con más fuerza a través de las reformas y el caos financiero internacional posterior a esa fecha. Cuando los controles en el flujo internacional de capitales y de mercancías fueron eliminados, el dólar estadounidense comenzó gradualmente a sustituir a las monedas locales dentro de las carteras de los residentes domésticos.

2. *La dolarización oficial total.* Si la dolarización de mercado ha ido penetrando en América Latina desde los años setenta en forma creciente, la dolarización oficial –exceptuando el caso de Panamá– es un fenómeno más reciente. La sustitución plena de la moneda nativa por el dólar también ha tenido que ver con la dinámica de la inflación. En muchas ocasiones fue la convicción plena en la creencia de que estabilizando se crearían las condiciones del crecimiento lo que llevó a muchos gobiernos a la adopción voluntaria de la moneda estadounidense en forma legal, esto aunado por supuesto al alto nivel de dolarización encubierta que podía ya haber existido hasta entonces y hacía inevitable aceptar por la vía del marco jurídico interno una situación que *de facto* ya era inocultable

²⁶ Aquí está una de las ideas centrales de este trabajo, sin embargo, su desarrollo quedará pospuesto hasta el capítulo 5 en el que ya se habrán incorporado más elementos

²⁷ Gomis-Porqueras, Serrano y Somuano, *Op cit.*, p. 4

Se presenció entonces una reversión a la llamada Ley de Gresham: la moneda “buena” desplazando a la moneda “mala”, como dirían Pablo Guidotti y Carlos A. Ramírez.²⁸

En muchos países la evolución histórica que ha seguido el proceso de dolarización ha sido más o menos de la siguiente manera: Primero, el dólar es empleado sólo como depósito de valor. En esta etapa los residentes mantienen crecientes porciones de su riqueza en activos denominados en dólares para evitar posibles pérdidas que pudieran originarse por turbulencias macroeconómicas. Más tarde, el dólar se usa como unidad de cuenta, principalmente en el sector de bienes inmobiliarios cuyos precios gradualmente son tasados en dólares como una manera de distinguir entre cambios en precios relativos y cambios debidos a un aumento generalizado de los precios. Y por último, el dólar es usado ya declaradamente como medio de cambio.

En la actualidad muchas son las transacciones que los países latinoamericanos realizan con dólares. No obstante, la sustitución monetaria no se ha difundido de manera homogénea a lo largo de la región. Mientras en economías como Brasil, Chile y Venezuela la sustitución monetaria no es tan significativa, en otras como Argentina, Bolivia, y Uruguay, los depósitos en dólares son un componente ya muy importante de los agregados monetarios, por no hablar de Panamá, Ecuador y El Salvador, donde la moneda local está en tránsito a convertirse en un asunto para la historia.

Inestabilidad y turbulencia financiera, el otro pilar de la dolarización

Debería ser que todos los países gozasen efectivamente del derecho a la autonomía sobre su propia base monetaria en virtud de que es la producción de cada uno de ellos, obtenida a base del trabajo de los residentes, la que respalda el valor de medio de cambio a esta base. No obstante, para un país pequeño con una economía muy abierta a los flujos internacionales de capital, esto será muy difícil –por no decir casi imposible– actuando individualmente. Su moneda tendrá un uso pequeño al interior y nulo al exterior. Adentro podrá seguir siendo usada para pagar salarios, impuestos, operaciones comerciales al

²⁸ Guidotti y Ramírez. *Op Cit*

menudeo y los bancos locales pueden conservarla en sus estados financieros si el gobierno así lo estipula; pero todas las grandes operaciones financieras y contratos exhibirán una denominación en otra divisa con aceptación internacional, cuyo origen es ajeno y totalmente fuera de control a las autoridades monetarias. La moneda pequeña se diluye frente a aquella que es de uso internacional.

Sin importar cómo las naciones pequeñas están preparadas para enfrentar las oleadas del capital, una conclusión es clara: ser un país pequeño en términos de la hegemonía que su divisa ostenta en el mercado internacional, no es nada ventajoso. Dos casos pueden señalarse como ejemplo: México, que hasta 1994 intentó reducir su inflación con un tipo de cambio relativamente fijo se vio envuelto en una aguda crisis financiera a causa de la salida intempestiva del capital. El otro caso es Argentina; tiene un régimen cambiario de caja de conversión (su tipo de cambio es rígidamente fijo en proporción uno a uno con el dólar) que aunque por ese mecanismo ha podido hasta hoy contener las presiones inflacionarias,²⁹ la fortaleza de su sistema cambiario es sutil en la medida que sería incapaz de soportar un considerable e inesperado cambio en la dirección del flujo de los capitales. ¿Cuál monto de dólares estaría en posibilidad de ofrecer el Banco Central de la República Argentina en el caso de una abrupta salida de capital para defender la paridad de uno a uno con el dólar? O, dicho de otro modo ¿Hasta dónde sería posible aplicar una política de “esterilización” que tranquilizara la demanda excesiva de dólares en el caso de una crisis financiera y que al mismo tiempo no quebrantara la paridad establecida? Por supuesto que en el límite los bancos centrales sólo cuentan con el acervo de reservas internacionales, las cuales sólo son pequeñas cantidades de arena en medio de la playa de las finanzas.

Por lo tanto, si los agentes tienen enfrente de sí dos divisas, una de las cuales realiza las funciones de dinero mejor que la segunda, ante cualquier infortunio el público irá enseguida en busca de la primera.

²⁹ La caja de conversión en este sentido no opera sino como una política de control inflacionario basada en la astringencia monetaria al máximo; el banco central está voluntariamente inhabilitado para usar política monetaria y eso al ser una señal de compromiso otorga certeza de perdurabilidad del nivel de los precios al público, quien no tendrá porqué echar a andar la carrera alcista de los mismos. Razonamiento de manufactura originada en el monetarismo de la escuela de expectativas racionales, sin lugar a dudas. En el siguiente capítulo se detalla esta modalidad de administrar el tipo de cambio.

El problema está, una vez más, en que la inestabilidad financiera es hija de la libre movilidad del capital; la primera no sólo mostró su peor rostro con la ruina en que dejó a países como México (1994-95), Rusia (1998) y regiones como Asia (1997), sino que también lo hace, en forma tácita a través de la lucha diaria de supervivencia de las monedas nacionales frente a la divisa de reserva a nivel internacional que es el dólar y que ha llevado esto a un proceso darwiniano de selección natural en el que las monedas latinoamericanas están perdiendo toda posibilidad de vida

El estado actual en torno al problema

El reemplazo de la moneda local por el dólar ha avanzado enormemente en América Latina en su modalidad extraoficial o de mercado; sin embargo, si quisiéramos conocer la medida precisa en cómo esto ha venido ocurriendo, el primer obstáculo sería la medición este tipo de dolarización. Estadísticas sobre montos en que los latinoamericanos tienen bonos, depósitos bancarios o billetes y monedas no está disponible. Si acaso existe un estudio hecho por parte del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos según el cual se estima que los extranjeros mantienen en su poder entre 55 y 70 por ciento de los dólares de emisión primaria en billetes de 100 dólares.³⁰ Pero evidentemente ese dato es vago si se considera que no dice cuánto está en manos de latinoamericanos, ni de su distribución por países; sin embargo eso no es lo peor, el caso es que tampoco dice nada en cuanto al monto *absoluto* de dólares errando por el mundo; porque, evidentemente, el monto total de dólares que aloja el planeta es mayor al de la emisión física que hace el Sistema de la Reserva Federal si consideramos que el sistema bancario expande en algún múltiplo el crédito que le concede dicho organismo monetario; así, eso nos permite sospechar que en proporción al monto total de dólares que hay en el mundo, los billetes son sólo una parte pequeña.³¹

Por otro lado hay quienes para efectos del empleo de datos en modelos econométricos han sugerido medir el grado de dolarización de mercado mediante el uso de

³⁰ Porter y Judson (1996) pp 883-903

³¹ No hay que olvidar que si algo caracteriza a las modernas economías monetarias es el crédito como medio de pago

variables *proxi* como el monto por país de depósitos en moneda extranjera.³² Esta forma de medición también es burda puesto que no hace una división precisa por monedas.

En todo caso, como se ve, cuantitativamente el fenómeno de la dolarización es escurridizo.

Sin embargo, los resultados obtenidos de medir la dolarización encubierta en términos del monto de depósitos bancarios realizados en divisa extranjera son interesantes. Por ejemplo, Pere Gomis-Porqueras, Carlos Serrano y Alejandro Somuano, investigadores de la Universidad de Austin, encontraron que la razón de depósitos en moneda extranjera a depósitos totales captados por la banca pasó en Perú de 10 por ciento en 1965 a 60 en 1994; en El Salvador de 1 por ciento en 1985 a casi 8 por ciento en 1998; en Uruguay este mismo indicador pasó de 5 por ciento en 1972 a 80 por ciento en 1998 y, finalmente, Bolivia, que observó una tendencia muy semejante a la observada por éste último país.³³ En todos los casos, como se aprecia, la tendencia ha sido marcadamente ascendente e incontenible; a pesar de que los programas de ajuste llevaron a las naciones latinoamericanas a reducciones importantes en sus tasas de inflación durante los años noventa, el paso de la penetración de la moneda norteamericana en la región no pudo ser contenido, y eso mismo ha llevado a pensar que el fenómeno de la dolarización responde a un proceso dinámico de histéresis; o sea, aun cuando los factores que lo alentaron –que no originaron– están eliminados, su evolución no se ha detenido

Este hecho ha llevado a que algunas economías latinoamericanas en el umbral del siglo XXI decidan ceder su capacidad de creación local de dinero a cambio de dicha divisa en forma oficial. Panamá fue el primero a causa de su vínculo histórico con la economía estadounidense a través del Canal Interoceánico, pero la secuencia, según se verá en el **capítulo 3**, fue más o menos análoga a la de los otros países como Ecuador y El Salvador, quienes ya también han dolarizado oficialmente: la búsqueda de estabilidad macroeconómica, en particular expresada en tasa de crecimiento cero de los precios y disciplina fiscal –ambos objetos de culto ideológico vendidos a América Latina a través de sus acreedores internacionales³⁴ y de la influencia perversa de los círculos académicos más

³² Dos trabajos que usan esta metodología son: Guidotti y Ramírez, *Op Cit* y también Gomis-Porqueras, Serrano y Somuano, *Op Cit*

³³ *Ibid*, p 20-21.

³⁴ Ver v g Molano (1999).

ortodoxos–, llevaron la gestión de la política económica a un estado de fundamentalismo en el que el juego de las finanzas ha llevado a las naciones latinoamericanas a dismantelar las herramientas a mano con que alguna vez contaron sus estados para impulsar políticas de pleno empleo

Argentina y México son las economías más grandes de la región para las cuales la idea de la dolarización oficial ha sido ya sugerida. La posición oficial de sus autoridades monetarias respecto a la medida es vacilante. Generalmente parten de ver la necesidad de dolarizar o no en función de la forma como han podido sortear, en lo individual, los daños causados por las recientes crisis financieras globales, de esta suerte, a la usanza de los todos los economistas neoclásicos ocupados en el tema, entran en una discusión acerca de qué régimen cambiario es mejor, si uno fijo o uno flexible aunque como siempre, teniendo como premisa la estabilidad macroeconómica para así, de paso, logren adormecer a los mercados financieros. Pero ¿Será posible que, tal como ellos señalan, la adopción de un determinado régimen cambiario, en este caso el de caja de conversión, por sí sólo sea capaz de contener una corrida rápida e impetuosa de capital? De no ser así no importa si es rígido o flexible o el dólar, el caso es que el problema no se eliminaría y en cambio sí se incurría en ciertos costos con uno u otro; es decir, se estaría apostando a una estrategia –con los costos que ello implicase– para no resolver el problema para el cual se elaboró tal estrategia.

En México el gobernador del Banco de México, banco central de dicho país, ha señalado³⁵ que un proceso de dolarización oficial es *inadmisible* si por esa vía lo que se busca es conseguir estabilidad macroeconómica; a su parecer México después de la crisis financiera que padeció (1994-1995) ha entrado en una etapa crucial no sólo de recuperación económica sino también de estabilidad; la clave para haberlo alcanzado fue la adopción de un régimen cambiario flexible,³⁶ que –de acuerdo con su apreciación– consiguió recuperar la confianza a los inversionistas internacionales y por añadidura un fuerte influjo hacia México de inversión extranjera que ha fortalecido la recuperación de la economía desde

³⁵ Ortiz (1999).

³⁶ México, hasta diciembre de 1994, año en que se desató la crisis financiera, mantenía un tipo de cambio de fluctuación controlada por parte de las autoridades lo cual permitía la devaluación graduada del peso respecto al dólar dentro de un rango o *banda de fluctuación*

aquel duró colapso financiero. De esto se inferiría que México no se dolarizaría oficialmente en el corto plazo.

En contraste la posición de Argentina respecto al problema es completamente la opuesta; las autoridades argentinas están plenamente convencidas de que la mejor opción debe ser adoptar la moneda norteamericana toda vez que con el régimen cambiario fijo basado en su caja de conversión han logrado, según ellos, otorgar confianza a los agentes económicos³⁷ Creyendo eliminar toda expectativa devaluatoria se ha optado por un régimen cambiario fijo basado en una caja de conversión, la cual ha sido legalmente introducida a través del Plan de Convertibilidad que opera desde 1991. Recién instrumentado éste Argentina tuvo un buen desempeño económico, alcanzando tasas de crecimiento anuales mayores a 5 por ciento, inflación controlada y elevados montos de inversión extranjera. Pero luego de los efectos causados por las crisis financieras de México y de Asia su tendencia recesiva no ha tocado fondo. En la actualidad es una economía sobre endeudada y sostenida a base del apoyo financiero de los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional³⁸ y su estado de vulnerabilidad actual la hacen ver como el epicentro de la próxima crisis financiera de América Latina. En cuanto al estado en el que esta economía se halla ya vinculada con la divisa norteamericana vale decir lo siguiente: 92 por ciento de la deuda pública de Argentina está contratada en dólares; 58 por ciento de los depósitos del sistema bancario son esa moneda; 74 por ciento de los depósitos a plazo (que reflejan el instrumento de ahorro de los argentinos) son en dólares; 66 por ciento de los préstamos bancarios están contratados en dólares; en la calle muchos precios de bienes o servicio de uso común se hallan ya fijados en dólares y, finalmente, el mercado de capitales ya sólo opera en esa moneda.³⁹

Como es visible, aunque hay en los gobiernos latinoamericanos una preferencia marcada por lograr estabilidad de precios que dé confianza al capital financiero, no hay un acuerdo en términos cambiarios de cómo hacerlo México y Argentina, por ejemplo, aseguran saber cómo conseguirlo yendo de un extremo a otro del espectro de regímenes

³⁷ Ver Kiguel (1999)

³⁸ Apenas en diciembre de 2000 recibió un crédito de parte de este organismo por 39 mil 700 millones de dólares, lo que hace evidente una política hacia Argentina de *'too big to fail'*. Su deuda externa total al día de hoy es de casi 200 mil millones, lo que considerando su relativa baja población la hace la nación latinoamericana con la deuda externa per cápita más grande.

³⁹ Kiguel, *Op Cit*

cambiarlos, desde fijos hasta flexibles sin reparar siquiera en que con seguridad la clave del sosiego del capital no está en la adopción de uno u otro régimen cambiario, en cuyo caso la dolarización aparecería como una medida escasamente útil.

A todo esto, la postura del Sistema de la Reserva Federal frente a las naciones que ya han decidido adoptar oficialmente el dólar parece indiferente, lo que significaría nula coordinación y con ello aceptar que la responsabilidad plena de la medida recaerá sobre quienes decidan dolarizar, traducida en beneficios o costos netos. Se estaría en presencia de una integración monetaria totalmente unilateral.

2

Los elementos teóricos para entender la dolarización

Como en todo estudio, resulta imprescindible la presentación de los implementos necesarios para la comprensión de lo que se desea analizar. En el caso de la dolarización se requiere la previa consideración de cierto conjunto de conceptos entre los que resulta indispensable el estudio del dinero, un repaso de los regímenes cambiarios, lo que representa el régimen de caja de conversión –dada su cercanía con los fenómenos de dolarización oficial– y la presentación de la propuesta ortodoxa en el sentido de declarar bajo qué condiciones es posible la unificación monetaria sustentada en la llamada *teoría de las áreas monetarias óptimas*. Comenzamos estudiando el dinero, y sus dos principales concepciones: la del dinero de manufactura postkeynesiana y la teoría neoclásica del mismo. Se ha decidido partir de un estudio de lo que es el dinero porque el dólar, así como el resto de las monedas que se enfrentan en la arena de los intercambios económicos internacionales eso son, y el esclarecimiento de lo que por él se tiene ayudará a comprender por qué la lógica de las relaciones económicas globales ha llevado a su expansión no sólo en América Latina, sino en muchos otros lugares por medio de los

mercados de bienes comerciables y de los mercados financieros *off-shore*. Se finaliza el capítulo aclarando la diferencia evidente que resulta entre dolarización de mercado y dolarización oficial

El dinero

El fenómeno de la dolarización es un fenómeno íntimamente ligado al papel del dinero en el sistema económico; el dólar es dinero; las otras monedas también son dinero. Sin embargo estas últimas no gozan del radio de influencia internacional que con los años ha conseguido la moneda estadounidense. La existencia de distintas monedas, de las cuales sólo una (o unas cuantas) adquieren el papel de moneda a nivel internacional, es un hecho que no podría explicarse sin considerar antes ¿qué es el dinero?

La respuesta a esta pregunta en ningún modo es simple; ha sido el motivo de reflexiones y cavilaciones de infinidad de economistas, filósofos y antropólogos sin que hasta el día de hoy se haya podido cerrar el tema de discusión.

Dinero ha sido sinónimo de “numerario”, medio de cambio, reserva de valor, medio de pago, unidad de cuenta, medida de la riqueza, una simple deuda, un punto de referencia para la acumulación, una institución, etcétera. Pero todas estas formas alternativas de llamar al dinero no son más que el resultado de entenderlo desde dos puntos de vista que históricamente han sido opuestos: el de los *metalistas* y el de los *cartalistas*¹

La discusión entre ambas posiciones es muy antigua y es probable que haya cobrado mayor importancia a partir de los siglos XVI y XVII cuando el desarrollo mercantil ya era más que evidente² El debate en torno a la naturaleza del dinero de aquellos años entre metalistas y *cartalistas*³ —éstos también conocidos como antimetalistas— ha continuado

¹ Bell (1998)

² Un ejemplo del siglo XVIII fueron los tratados elaborados por Abot de Bazinghen de 1764 (*Traité des monnaies*) y de A. R. J. Turgot de 1766 (*Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*), en ellos los autores hacían referencia a dos formas que adoptaba el dinero, la *monnaie réelle* y la *monnaie imaginaire*. Cf. Sandretto (1987)

³ Viene de la palabra “*chartal*” que fue introducida por Friedrich Knapp en 1924 en su obra titulada *The State Theory of Money*; y tiene su origen en el vocablo latín “*charta*” Esta palabra alude a aquellos objetos que al ser tomados por una persona representan una cierta obligación para alguien más; ejemplo de ello son los

hasta el día de hoy; sólo el nombre de los personajes ha cambiado. De esta suerte, durante el siglo XIX los metalistas se transformaron en la “escuela circulacionista” (*Currency school*) y los antimetalistas en portavoces de la “escuela bancaria” (*Banking school*). En la actualidad éstos mismos se conocen como “monetaristas” *versus* “keynesianos”.

Para unos y otros la discrepancia básica reside en lo que consideran el objeto y el método de la economía y por esa vía llegan a conclusiones muy diferentes, al extremo de sugerir el énfasis en un análisis “real” o bien en un análisis “monetario”.

A continuación se presentan los postulados más representativos de una y otra visión a cerca del dinero.

Los metalistas consideran que la función por excelencia del dinero es la de servir como medio de cambio una vez que se ha hallado que el intercambio de mercancías con un medio de aceptación común es una manera más eficiente de realizar los intercambios entre bienes respecto a la que ofrece el trueque.⁴ El dinero nace espontáneamente entre los individuos para eliminar los costos que implica la realización del intercambio sólo en el caso de que exista una doble coincidencia de deseos. Es la naturaleza racional de los agentes la que hace transitar hacia una estructura de intercambios de estado superior mediante el contrato que realizan los individuos. Este contrato consiste en que ciertos *objetos*, y no otros, sean los que hagan el papel de medio de cambio común y así se logre eliminar cualquier costo que era inherente al intercambio mercancía *versus* mercancía.

La sociedad, dicen los metalistas, gusta de ver pagadas sus deudas en moneda metálica (oro, plata, entre otros) en función de que los metales preciosos poseen valor intrínseco; es decir, tienen un valor de cambio independiente de su calidad de moneda.⁵ Esta característica del dinero de poseer un valor intrínseco es lo que hace funcionar el llamado “análisis real”; ya que si los metales preciosos no valieran en sí mismos, no

boletos para viajar, para el teatro, un timbre postal, una ficha en un casino; y por supuesto, por antonomasia un billete o una moneda no convertible.

⁴ Dice Paul De Grauwe: “El problema básico de una economía de trueque es que un individuo que desea comprar algo desconoce si el producto que ofrece en el intercambio será aceptado por su contraparte. Un caso de suerte en la búsqueda sería encontrar una persona que tuviera exactamente el deseo complementario en el intercambio de estos productos (‘la doble coincidencia de deseos’). Por tanto, el trueque desincentiva [...] el comercio mediante la imposición de grandes costos en la búsqueda.” De Grouwe (1996), p. 1. Sin embargo lo que no considera ni De Grouwe ni ningún otro metalista es la posibilidad de que una estructura de intercambios *generalizados* basada en el trueque quizá jamás haya existido en la historia tal y como lo sugieren Heinsohn y Steiger (1989).

⁵ Bell, *Op Cit.* p. 1.

podrían confrontarse con el resto de los artículos en el mercado para luego así construir un conjunto de proporciones de intercambio entre estas y aquél; o sea, un sistema de precios relativos. De esta manera el dinero es exactamente igual que cualquier otra mercancía.

La cuestión que deja pendiente esta postura respecto al dinero es que no explica si los metales preciosos empleados originalmente para expresar el valor de las demás mercancías era un metal en bruto o si por el contrario tendría que haber sido previamente acuñado en monedas o lingotes. Es claro que si el metal precioso se hubiese utilizado en forma bruta, no se habrían podido distinguir en él ni su cantidad ni su calidad y eso hubiese sido tan grave para efectos del intercambio que automáticamente habría llevado las cosas a un estado de trueque.⁶ Por lo tanto, este inconveniente habría exigido que el dinero-mercancía tuviese un distintivo o señal grabada en él que lo hiciese constar su calidad como medio de cambio.

En este punto los metalistas tampoco se detienen a explicar quién tendría la responsabilidad del grabado del sello o distintivo sobre la mercancía destinada a ser medio de cambio, si los agentes privados o el estado. Empero la evidencia no les ha dejado más alternativa que aceptar que esta tarea la tuvo que efectuar el estado,⁷ a lo cual argumentan que no podía ser de otra forma toda vez que el papel de éste es “la codificación *ex post* de acuerdos sociales”⁸ El estado, entonces, habría alentado el uso de los metales como dinero gracias a que él les habría otorgado la garantía de integridad, aunque sin olvidar que la característica de medio de pago dependería en última instancia de la voluntad de los agentes privados.

Así pues, los metalistas explican la adopción de los metales como medio de pago debido a que en ellos está alojado valor que emana de su condición de mercancías. Pero no

⁶ Porque como es claro si deseamos crear una unidad para medir alguna característica el requisito es que el valor asignado a ella cambie lo mínimo posible. Este criterio es el que ha dado lugar, por ejemplo en las ciencias físicas, a los sistemas de medición de las propiedades de la materia y del tiempo. A propósito en esas ciencias nadie se ha puesto a discutir si un metro o un segundo tiene “valor” en sí mismo sino más bien bajo qué condiciones físicas específicas ellos cambian lo menos posible para de ahí elegir el mejor patrón de comparación. Esta idea de crear un equivalente en el que se puedan expresar todas las demás mercancías es lo que lleva a Walras en 1874 a insistir en sus *Éléments d'économie politique pure* sobre el conocido concepto del *numéraire*. A propósito, en éste, como en muchos otros aspectos de su modelo de equilibrio general, se aprecia la enorme influencia recibida de la mecánica newtoniana.

⁷ Bell, *Op Cit*, p. 2

⁸ Laidler (1987)

sólo eso, también, dice Robert Clower, porque son divisibles, durables y de fácil transportación.⁹

El siguiente paso en la explicación de la naturaleza del dinero dado por los metalistas sería ¿Cómo entender que los individuos acepten de buen grado moneda no metálica cuyo valor es aparentemente nulo? O sea, ¿cuál es la explicación que ofrecen al fenómeno del dinero expresado en billetes, monedas y cuentas de cheques en los cuales el contenido de metales preciosos es inexistente y que además en la actualidad es el que *domina todo tipo de transacciones*?¹⁰ El argumento construido para el caso es el siguiente: las monedas no metálicas pueden reemplazar a aquellas hechas de oro o plata gracias a que quien las emite está obligado a contar con el monto de metales preciosos para respaldarlas enteramente; así, en el momento en que alguien que tiene en su poder una moneda o un billete no metálico, si es de su dictamen cambiarla(o) por la cantidad de metales preciosos a que dicha moneda es equivalente, lo puede hacer sin ningún problema.¹¹ El que sea algún agente privado o el gobierno el emisor de la moneda en nada cambia las cosas; deberá siempre tener metales preciosos para su potencial convertibilidad. Con esto, los metalistas mantienen el inquebrantable vínculo entre dinero fiduciario y metales preciosos. Además, aun cuando excepcionalmente los gobiernos se viesen obligados a suspender la convertibilidad de sus monedas; ello no provocaría que el público de inmediato hiciese exigible su oro o plata en los mostradores puesto que hay el entendido, implícito, de que la falta de convertibilidad es pasajera.¹²

Sin embargo este supuesto deja mal parado al esquema metalista ya que en la actualidad el dinero no está respaldado en metales preciosos.¹³ Por eso desde la visión

⁹ Clower, R. W., 1984, "A Reconsideration of the Microfoundations of Money" en *Money and Markets, Essays by Robert W. Clower*, editado por D. A. Walker, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 81-89. Citado en Bell, *Op. Cit.*

¹⁰ Sin esta explicación todo intercambio se sostendría en una conducta irracional de los individuos, y en la actualidad no hay nada que espante más a los economistas monetaristas, sucesores de los metalistas, que una conducta equivocada de los agentes en el sentido no maximizar su utilidad.

¹¹ Claro está que si esa condición prevaleciera el negocio de la banca sería inexistente; en todo caso lo que tuviésemos serían almacenes, simples bodegas.

¹² Bell, *Op. Cit.*, p. 2.

¹³ Si hoy se reuniera la totalidad del oro que existe sobre el planeta, que es una cantidad constante y quizá hasta visible, y éste fuera tasado en términos de monedas, se vería que el valor de los metales preciosos no podría mantenerse estable ni por un segundo dadas las proporciones a nivel mundial en que crece el dinero fiduciario ya sea para efectos del progreso económico mundial o bien para ampliar la esfera financiera —que para mí son cosas muy diferentes—. Ocurriría que, o bien el valor del oro instantáneamente tiende a infinito medido en monedas no convertibles, o que el valor de estas tiende a cero en términos de oro. ¡Pero nada de

metalista, o monetarista contemporánea, es imposible entender cómo al eliminar el patrón metálico el público sigue aceptando dinero simbólico cuyo valor como mercancía es casi nulo.

Este problema Walras lo solucionó argumentando que el dinero no es más que solo un número, un *numéraire*; una representación o símbolo de los bienes que existen en la realidad,¹⁴ por lo que estudiar su evolución es irrelevante. Lo que realmente importa es que el subastador de su metáfora, una vez estipulado ese patrón de medida, puede comenzar a vociferar precios, que no son sino números monetarios, para al final establecer el equilibrio del mercado que a todos los agentes deja satisfechos.

En suma, la tradición metalista niega el papel que pudiera tener el dinero dentro del sistema económico, lo que los lleva a declarar la preeminencia de un análisis “real”¹⁵ y a desdenar, por oposición, un presunto análisis “monetario”;¹⁶ y de igual forma a hablar de la “neutralidad” de la moneda y de la calidad del dinero como un mero “lubricante” para los intercambios. Según su método de estudio de la economía lo realmente importante es el sistema de precios relativos, que se crea en ausencia de la moneda, y cómo a partir de este sistema los agentes económicos toman decisiones basadas en una conducta racional.¹⁷

La misma posición es asumida por el monetarismo, expresión actual del metalismo: el dinero tiene la característica de ser un instrumento que sólo modifica un orden de situaciones –los intercambios– *en cantidad*; mas no en un concepto de *calidad*. Es decir, con el dinero sólo se dinamiza un evento que sin él de cualquier forma ocurriría, sólo que de forma más lenta y costosa. Por tal razón los monetaristas no han visto en el dinero nada extraordinario; es insignificante en términos de su capacidad para poder modificar el volumen de riqueza que puede ostentar un determinado sistema económico. Se ha dicho

esto ocurre! Porque si el precio de una onza de oro en 1945 era de 35 dólares y hoy (julio de 2001) es de 267 dólares, la tesis metalista haría suponer que en 56 años la liquidez ha crecido sólo en algo menos de 8 veces respecto al valor que tenía en aquel año, ¿será?

¹⁴ Bell, *Op Cit*.

¹⁵ Para ellos esto quiere decir que: “... los consumidores comercian factores productivos reales a cambio de bienes reales; las empresas transforman insumos reales en productos, y los mercados de capital asignan recursos reales en consumo e inversión. Una vez más, el dinero no es sino un velo que una vez corrido ha de permitir observar cómo funcionan estas fuerzas reales” (Rogers [1989], p. [chequear no de página])

¹⁶ Aunque también hace explícita su preferencia por un método asocial y ahistórico.

¹⁷ Bell, *Op Cit*

que el dinero es sólo un velo que se interpone en la visibilidad plena de los fenómenos que son realmente esenciales y que son los del intercambio entre bienes y servicios “reales”.¹⁸

Esta manera de ver las cosas, es antigua; viene de la teoría cuantitativa del dinero en el sentido de que si cambia la cantidad de moneda en circulación, ella no tendrá ningún efecto sobre los niveles de ingreso real, de gasto real, y por ello tampoco en el empleo y el producto globales; en todo caso lo que se observa son cambios en los precios de los artículos exhibidos en el mercado.¹⁹

El dinero, entendido como un medio de cambio que sirve para “lubricar” las transacciones no es privativo sólo de monetarismo, en realidad es un común denominador de todo el sistema de pensamiento económico neoclásico. Y a pesar de todos sus desarrollos teóricos, lo más irónico es que con su metodología matemático formal han hecho el modelo más complejo para explicar la realidad, el modelo de equilibrio general, en él no se ha introducido el dinero

“El desafío más serio que la existencia del dinero plantea al teórico es éste: no tiene cabida en el mejor modelo desarrollado de la economía.”²⁰

Sin embargo, como ya se vio, para la corriente metalista no es algo que deba preocupar. Incluso Milton Friedman ha llegado a señalar que la economía actual no es sino una economía avanzada de trueque:

“A pesar del papel importante de las empresas y del dinero en la economía actual, y a pesar de los numerosos y complejos problemas que la existencia de ellos representan, la característica central de la técnica del mercado para alcanzar coordinación está totalmente desplegada la economía más simple de intercambio que no cuenta ni con empresas ni con dinero.”²¹

Pareciera pues, que si el dinero existe es porque “ha caído como maná del cielo”²²

¹⁸ Pigou (1949).

¹⁹ El antecedente más acabado de estas ideas son atribuidas a David Hume en sus *Political Discourses* de 1752 en los que señala, adoptando la visión metalista del dinero, que el aumento de oro y plata originado por los hallazgos del siglo XVI y XVII en la América española llevó a un aumento generalizado de medio circulante por toda Europa que no hizo sino encarecer los productos de forma generalizada

²⁰ Hahn (1982).

²¹ Friedman (1982)

²² Patinkin (1989)

Sin embargo no todo el mundo piensa así. En contraste a lo dicho hasta aquí por los metalistas, y sus sucesores contemporáneos, los monetaristas, es tiempo de exponer el punto de vista de sus rivales teóricos, los antimetalistas o cartalistas.

Los cartalistas no asocian el valor del dinero al contenido o respaldo que pudiese tener en metales preciosos. El argumento en el que sustentan este rechazo es la existencia del dinero estatal y del dinero bancario. En su idea, el dinero no es una mercancía más dentro del universo de mercancías ni tampoco un concepto que merezca ser analizado merced a su *función de medio de cambio*. La atención para ellos debe ser enfocada al estudio de las propiedades del dinero como unidad de cuenta y medio de pago, para lo cual ponen énfasis en el origen social e histórico del dinero.²³

Los teóricos cartalistas consideran que el órgano realmente importante en la aparición del dinero es el estado y no como suponen los metalistas, que atribuyen la paternidad de aquél al mercado.

La teoría cartalista del dinero parte del hecho de que el estado tiene *poder para exigir* que a favor de él se hagan ciertos pagos –los impuestos–, lo mismo que tiene *poder para determinar* la forma como ellos deberán realizarse. En este caso la “forma” de los pagos adquiere valor porque el estado así lo dictamina.²⁴ De ahí nace el valor del dinero; no de la cantidad de metal precioso que esté contenido o dé respaldo a él.

Como se ve es una forma de explicar el valor del dinero totalmente diferente de aquella adoptada por los metalistas y que además deja a los cartalistas mejor posicionados para explicar las expresiones del dinero tal y como hoy en día se presentan.

La utilidad del dinero radica en el poder liberatorio que el estado le otorga para eximir a los particulares de las obligaciones que con dicho estado contraen cuando se impone el pago de impuestos.

Esta teoría, aunque ya era conocida por muchos otros economistas hasta el siglo XIX, fue acabadamente expuesta por Friedrich Knapp en su obra de 1924 titulada *The State Theory of Money* la cual además sirvió de influencia básica al pensamiento de John Maynard Keynes sobre el dinero y que quedó expuesta en su *A Treatise on Money* de 1930. En su trabajo Knapp refrendó el papel crucial del estado como condición para la existencia

²³ Bell, *Op Cit* p. 3.

²⁴ *Ibid*

del dinero, la cual nada tenía que ver con la visión que de él se hicieron los simpatizantes de la corriente metalista, al decir que

“[E]l dinero de un estado es... aquello que se acepta en oficinas públicas de captación... y el cual no se elige gracias a que posee determinadas propiedades de los metales”.²⁵

Con esta cita queda claro que “lo que se acepta”, o sea el dinero, en las oficinas públicas recaudadoras es lo que ese órgano supremo llamado estado ha determinado que sea y no una cosa distinta.

Por lo mismo, nacen dos características naturales a toda forma de dinero; primero, que como medio de pago tiene que estar marcado o portar en sí el distintivo que lo haga reconocible a los encargados de la recaudación tributaria; y segundo, aceptar que es el estado, y sólo él, quien lo puede grabar o imprimir. Lo cual es necesario explicar para qué.

El motivo del cobro de impuestos por parte del estado es poner a trabajar a la gente (o a los contribuyentes para ser más precisos) para él. El estado necesita ejércitos, escuelas, hospitales y hace que la gente trabaje para producir estos bienes a través de la carga impositiva.²⁶ Sin embargo esto exige que el sector privado adquiera el dinero estatal, o sea, el que se le diga que sirve para eximirle de la deuda que representan los impuestos. Por ello mismo, la importancia de que sea el estado quien monopolice el distintivo de lo que es dinero —y en consecuencia declare lo que no es—, reside en que de otra forma el medio de pago sería producido indiscriminada e ilegalmente para pagar impuestos y así el ilegal emisor se podría evitar el trabajo que le ha sido requerido para crear los bienes que son menester del estado.

En esto consiste fundamentalmente la teoría del dinero erigida a partir de esta otra concepción en la que nada tienen que ver los objetos y las mercancías como fuente del valor de la moneda.

Lo hasta aquí dicho de la concepción cartalista del dinero, no obstante, no conduce a afirmar que en la actualidad la explicación dada al origen y funcionamiento de éste sea única, tiene sus particularidades de autor a autor. Sus distintas versiones se nutren de los

²⁵ Citado por Bell, *Ibid*.

²⁶ *Ibid*

distintos puntos de vista de quienes conforman la corriente postkeynesiana de hoy. Es momento detenernos para hacer un comentario con relación a ellas.

El enfoque postkeynesiano se nutre de la obra de Keynes para mantenerla vigente a partir de hacer fieles interpretaciones en momentos en que ha sido tergiversada para justificar de nueva cuenta las apreciaciones teóricas que el mismo Keynes criticó de sus antecesores neoclásicos.²⁷

Los economistas más notables que podríamos incluir dentro de esta tradición de pensamiento serían Paul Davidson, Victoria Chick, Nicholas Kaldor, Jan Kregel, Marc Lavoie, Hyman Minsky, Basil Moore, Randall Wray, Alain Parguez, Sidney Weintraub, entre otros.

Entre todos ellos existe un punto de coincidencia: *el dinero sí importa*. Sí importa en relación con el papel que juega dentro de la determinación del empleo, el ingreso, la inversión y en general del volumen del producto que puede mantener un sistema macroeconómico. Ese rasgo los contraponen directamente con la ortodoxia económica.

Los postkeynesianos son los teóricos del enfoque de la “teoría endógena del dinero”, que no conciben el estudio de los llamados sectores “real” y “monetario” en forma separada;²⁸ el sistema económico es indisolublemente producción de mercancías y financiamiento por medio del dinero para conseguirlo. Si queremos saber qué es el dinero tendríamos que preocuparnos por *su origen* antes que por *su uso*, deberíamos preguntarnos “¿De dónde nace el dinero?” y no tanto “¿Para qué lo empleamos?”.

La teoría postkeynesiana polemiza con la ortodoxia al contradecirle el hecho de que el dinero desde su origen sirvió para facilitar el intercambio y que el desarrollo de éste habría de desembocar en los mercados. Randall Wray es uno de los economistas que ha desencadenado esta controversia.²⁹ Según señala, antes que mercado hubo dinero pues éste nace con los contratos y es a partir de ellos que surge el intercambio generalizado de productos. Históricamente el dinero no fue usado para facilitar el cambio de un producto

²⁷ Nos referimos al llamado enfoque Neokeynesiano o de interpretación de Keynes a partir de la “síntesis neoclásica” basada en el modelo IS-LM.

²⁸ De hecho, a decir de ellos mismos, ésta es una división inventada por los keynesianos que interpretaron a Keynes con el propósito de ajustarlo al sistema neoclásico; mas no de aquellos que quisieron verlo como un pensador con un sistema de análisis propio.

²⁹ Wray (1990)

por otro, sino antes bien para ser una unidad contable –esta idea es retomada íntegramente de la primera página del *Treatise on Money* de Keynes–.

El dinero es una deuda:

*“El dinero es una deuda por liquidar de un agente económico respecto a otro, y se crea en el proceso de financiamiento de propiedad o de producción de bienes, servicios y activos. Por eso, el dinero permite servir de puente en medio de una brecha temporal al permitir comprar hoy y pagar después –El dinero transfiere poder de compra del futuro al presente. Se crea en el momento en que se verifica un contrato– su creación es parte de un convenio creado para otorgar dinero hoy a cambio de dinero mañana”*³⁰

Crédito y dinero son palabras sinónimas en la conceptualización teórica que proponen los postkeynesianos, por eso es posible comprender cómo dinero e interés nacen de la mano: Para que pudieran darse los préstamos debió haber existido con anterioridad la propiedad privada; pero aunque los préstamos ya pudieran darse, es necesario el ofrecer un premio para aquél que estuviera dispuesto a ceder en préstamo su propiedad, pues en un mundo de incertidumbre sólo de esa manera podría alguien verse motivado a aceptar la deuda de otro.

Entonces parece como si el desenvolvimiento económico desde la antigüedad hasta nuestros días se desarrollara a partir de un mar de contratos de deuda o de crédito en donde el dinero tiene la posibilidad de que al nacer hace surgir automáticamente la posibilidad de comprar cosas. Por ello es que el dinero jamás podrá ser neutral. Porque el dinero es anterior a todo proceso de acumulación, porque es su condición, y no un objeto al servicio de ésta como lo postula la teoría ortodoxa.

La concepción de que el dinero es un registro o asiento contable en una hoja de balance que representa un adeudo de alguien tiene muchas ventajas, la más importante de todas es que permite adoptar una definición del dinero que es aplicable a las remotas épocas en que se usaban mercancías como las formas más rudimentarias del dinero, hasta las transferencias electrónicas de hoy en día sin perturbar en lo absoluto la esencia del objeto al cual pretende aludir. Dinero implica tiempo, y la incertidumbre de éste hace posible el nacimiento del interés.

³⁰ *Ibid* p 11

Keynes,³¹ como ya se dijo, enfatizó el concepto de dinero como unidad contable; Hyman Minsky³² definió a éste como “una deuda que se emite para financiar posiciones en activos”, y Marc Lavoie,³³ sin cambiar el sentido, ha aludido a él en términos de “crédito que financia un flujo de gasto”. Como se ve, todos están de acuerdo en que dinero no se define en términos de sus usos, sino en términos de su fuente: un contrato de crédito. Ninguno de ellos oculta su profunda pertenencia a la corriente cartalista.

Es quizá Basil Moore³⁴ el que hace todavía más aguda y precisa la definición de dinero al clasificar éste en dos tipos: el *dinero fiduciario* –que es lo que para los metalistas sería el dinero-mercancía, para ellos la única forma de dinero– y el *dinero crédito*. Cuando el dinero asume la forma de artículos (tales como el oro) o de documentos respaldados por el gobierno, ellos figuran como un activo sin ninguna obligación privada correspondiente, salvo la que tienen con el estado para efectos del pago de impuestos y que ya quedó explicada párrafos arriba; lo que contrasta con el dinero crédito que sí representa tanto una obligación como al mismo tiempo un activo para algún agente privado.

Así pues, para los postkeynesianos –lo mismo que para los cartalistas– la evolución del dinero va de la mano con la evolución de las instituciones –no sólo del estado sino también bancarias–, y ésta evolución es la que ha conducido al desarrollo del crédito. Vistas las cosas así, cabría de esperarse que a mayor evolución de este tipo de instituciones mayor fuese la facilidad de creación de recursos o créditos para financiamiento del crecimiento según el estado de las expectativas de los agentes y de sus propensiones al gasto. De esto se deduce que el papel de los bancos es crucial; al captar depósitos estos depósitos no son tan importantes en términos de que generan una cantidad mayor de medios de pago, sino por cuanto generan la posibilidad de realizar mayores préstamos y así dinero.

Una cuestión más habría que añadir en relación no sólo a la concepción del dinero a cargo de los postkeynesianos sino de toda la tradición cartalista: En su idea del dinero está presente la psicología de los agentes, sus sentimientos. Con relación al otro agente (a quien se le presta o el que recibe el dinero recién creado) es fundamental la *confianza* (de otro modo no hay préstamo ni dinero); en relación con el futuro existe la sensación ineludible de

³¹ Keynes (1930)

³² Minsky (1986)

³³ Lavoie (1985).

³⁴ Moore (1988)

la *incertidumbre* (que da lugar al interés). La sola consideración de estos dos aspectos, hace la teoría del dinero mucha más realista que la propuesta por la ortodoxia neoclásica, no existe tal comportamiento racional de los seres humanos que los llevan a funcionar como aparatos mecánicos en un mundo bidimensional en donde no hay nada más que pares precio-cantidad.

Los sistemas de tipo de cambio más comunes

En este apartado nos detendremos rápidamente para hacer un repaso breve de los distintos regímenes que existen de tipo de cambio en función de que para algunos autores la dolarización oficial representa uno más de ellos³⁵ Por nuestra parte la intención es dejar claro que el renunciar a la emisión de moneda local es renunciar también a la paridad misma, y no como se ha sugerido que es parte de la gama de tipos de cambio fijos. Se deja para el apartado siguiente el estudio específico de una modalidad cambiaria que sí puede todavía considerarse tipo de cambio fijo, la caja de conversión.

El tipo de cambio es el precio de la moneda externa expresada en términos de la moneda local. Como en cualquier otro de los precios fundamentales de la macroeconomía, digamos, tasa de interés o salario, el tipo de cambio juega un papel crucial —es el vehículo de conexión del sistema de precios interno con el que prevalece en el exterior y es su patrón de comparación—. Por esa razón la forma como se determina ese precio es algo fundamental. A saber, los sistemas cambiarios más importantes son los totalmente flexibles o flotantes, los fijos, los de fluctuación manejada, los de deslizamiento controlado y los de tipo de cambio dual o múltiple. A continuación se explica cada uno de ellos.

La característica fundamental de un *régimen de tipo de cambio flotante* es que el banco central permite que los mercados determinen libremente dicho precio relativo. Este tipo de regímenes en su forma pura no existe, generalmente va acompañado con algún tipo de intervención oficial en el mercado cambiario por pequeño que éste sea

³⁵ Por ejemplo, Ghost, Gulde y Wolf (1998) señalan que *„Sin tomar en cuenta la adopción de una moneda común, los regímenes de caja de conversión representan la forma más extrema de tipo de cambio fijo”*

Bajo un *régimen de tipo de cambio fijo* en vez de dejar que el tipo de cambio se determine en el punto de equilibrio entre la oferta y la demanda del mercado, el banco central interviene para asegurar que la oferta y la demanda se equilibren a un tipo de cambio deseado: el tipo de cambio fijo. Esto se logra mediante la disposición del banco central de comprar, es decir, demandar cualquier exceso de oferta de divisas al tipo de cambio predeterminado y, de manera inversa, de ofrecer cualquier cantidad de divisas para eliminar el exceso de demanda a ese tipo de cambio. (Si el banco central no está dispuesto a comprar ni vender moneda extranjera en forma ilimitada pero pretende fijar el tipo de cambio, deberá recurrir a la imposición de restricciones y controles, en muchos casos hasta el punto de evitar la convertibilidad de su moneda nacional)³⁶ y por lo tanto, bajo el régimen de tipo de cambio fijo, el ajuste en el mercado de divisas se realiza mediante variaciones en las cantidades, y no a través de variaciones en el tipo de cambio

En un régimen de *flotación manejada* se da una combinación de los regímenes anteriormente descritos dado que “el banco central permite que las fuerzas del mercado participen en la determinación del tipo... [y asimismo se permite] que el banco central intervenga para alcanzar un tipo de cambio deseado y/o evitar lo que se considera como una volatilidad excesiva”.³⁷

El régimen de *deslizamiento controlado*. También es una combinación de los dos regímenes iniciales; la diferencia radica en que su objetivo no es un tipo de cambio único sino una trayectoria del mismo

Los regímenes de *tipo de cambio dual o múltiple*. Van asociados a la incapacidad por parte del banco central de mantener uno de los tres regímenes anteriores, pero no quiere enfrentar el impacto de una depreciación abrupta. Para ello aplica controles basados en imponer un tipo de cambio para ciertas transacciones y otro distinto para otras. Generalmente el tipo de cambio más elevado se cobra a las transacciones difíciles de documentar y verificar (turismo, flujos de capital, transacciones fronterizas, etcétera) Por otro lado, el tipo de cambio más barato se adquiere el nombre de *preferencial* y se aplica a operaciones de relativa facilidad en su documentación como las exportaciones de bienes y servicios).

³⁶ Mansell (1992), p. 71

³⁷ *Ibid.*, p. 74.

Como se pudo observar a partir de la breve exposición anterior, no existe en el *mundo real* un régimen cambiario en el cual esté ausente la intervención oficial en el mercado de divisas. Sin embargo, al adoptarse la dolarización oficial esto sí se presenta

Las cajas de conversión

Con frecuencia se confunde al régimen de tipo de cambio de caja de conversión con la adopción de una dolarización oficial. Aunque entre los dos existe cierta proximidad, vale aclarar que no son lo mismo. Esta aclaración es útil ya que no sólo elimina dicha confusión sino también es una manera de tener mayor claridad respecto a lo que el concepto de dolarización representa. En ciertas circunstancias una buena definición parte no tanto de explicar qué es lo que se desea definir, sino de explicar qué *no es* lo que deseamos conceptualizar. Así, partimos de que una caja de conversión no es lo mismo que dolarizar y ahora se explica por qué.

Los términos “caja de conversión”, “junta monetaria” o “consejo monetario”, son las distintas traducciones que se han hecho del término inglés *currency board*. Sin embargo, la traducción más exacta debiese ser la de *régimen cambiario de caja de conversión* puesto que no es sino la ejecución automática de un acuerdo respecto al respaldo que deberá tener el medio circulante local en una moneda de reserva previamente estipulada; sin embargo, para esto no es necesaria la gestión en el mercado de divisas de algún grupo de personas; es decir, no se requiere que algún órgano lo administre, funciona automáticamente; en todo caso, lo que sí se exige es que se vigile el cumplimiento del acuerdo³⁸

Un esquema de caja de conversión funciona mediante la fijación extrema del tipo de cambio con relación a una moneda de reserva y ello hace que la oferta monetaria en realidad dependa de la entrada de tales divisas al país. La implicación visible es que la divisa de reserva circula de manera *indirecta* o velada en los sistemas monetarios locales a través de la convertibilidad, plena o parcial, del medio circulante nacional. Atish Ghost, Anne-Marie Gulde y Holger Wolf señalan que

“El caso de las cajas de conversión es en esencia una extensión del caso de los regímenes de tipo de cambio fijo”³⁹

y de hecho tienen razón, pues una caja de conversión consiste en un arreglo legal que las autoridades monetarias instituyen para comprometerse a que las monedas que van a circular en el territorio nacional sean convertibles en una especificada proporción a monedas de aceptación internacional; o sea medios de pago cuyo poder liberatorio trascienda las fronteras nacionales. Tales monedas de aceptación general son comúnmente el dólar de Estados Unidos, el marco alemán o el franco francés. Sin embargo, aunque la paridad será respecto a una moneda específica, los activos con que podrá respaldarse el valor del medio circulante local también podrán ser otro tipo de medios de pago que gocen de aceptabilidad como el oro y documentos financieros de deuda denominados en las monedas importantes de corto plazo.

Una caja de conversión representa pues, el *compromiso* de las autoridades monetarias y cambiarias para proporcionar o retirar medio circulante nacional a cambio de otra moneda a un tipo de cambio fijo determinado y con la condición de que el cambio no tenga restricciones. Una forma simple de explicar este mismo concepto es que *es un mecanismo de convertibilidad respaldada por una relación unívoca entre la moneda local y otra extranjera.*

La divisa empleada como moneda de reserva es adoptada –o impuesta– en función de ciertas circunstancias, las más importantes de ellas son el dominio ejercido política y económicamente por parte de la nación dueña de la divisa “fuerte” con respecto a la nación que implementa la caja de conversión; por ejemplo, en los países de África del Norte la coacción política y el dominio económico de Francia obligó a que países como Argelia tuviesen siempre como punto de referencia monetario al franco, se creó así, un área “natural” del franco. Otro ejemplo, son las naciones de Europa del Este, cuyas cajas de conversión están adoptando como moneda de respaldo para las suyas propias la naciente moneda común europea, el euro. En este último caso aunque el dominio político económico

³⁸ Este punto también es compartido por Morales Castañeda (2001), p. 480.

³⁹ Ghost, Gulde y Wolf (1998), p. 4.

no puede ser ignorado, los flujos comerciales tan estrechos obligan a las naciones a adoptar la moneda fuerte de los países que son sus mayores socios comerciales ⁴⁰

Si bien es verdad que con el esquema se fija el tipo de cambio de forma rígida a una moneda “fuerte”, éste no exige que el tipo de cambio se fije de igual forma respecto a las demás monedas, con las que eventualmente podría haber libre flotación.

El acuerdo o compromiso en el que se da por iniciado un régimen de caja de conversión debiese contener como básicas, las siguientes dos especificaciones: 1) garantizar el respaldo de la moneda local con divisas a un tipo de cambio fijo y 2) prohibir la emisión de moneda fiduciaria.

Como resultado de lo anterior se espera que el banco central no determine las tasas de interés sino que éstas también queden en función de los movimientos de la base monetaria, la cual dependerá a su vez de los flujos e ingresos netos en la balanza de pagos. Un ejemplo servirá para hacer comprensible cómo ocurre esto; supóngase que hay un aumento en el volumen de exportaciones, lo que significa una entrada de divisas, esto significará un aumento en el volumen de reservas que provocará que aumente la oferta monetaria interna y por lo tanto se dé una reducción en la tasa de interés; contrariamente, al aumentar el valor de las importaciones o del pago por el servicio de la deuda se producirá una salida de reservas que obligará a una reducción de la oferta monetaria y así llevará a un aumento en la tasa de interés

Si la base monetaria no se puede expandir a menos que se dé una entrada de divisas de reserva y tampoco hay posibilidad de financiar el gasto público mediante crédito del banco central, entonces el régimen cambiario de caja de conversión se transforma en un instrumento de gran atractivo para los propósitos monetaristas de estabilización y contención de las presiones inflacionarias.⁴¹ Por otra parte, una virtud más que le atribuyen al esquema de caja de conversión sus simpatizantes es que al fijarse férreamente el tipo de cambio se reduce el riesgo de devaluación gracias a supuesta la certidumbre que ofrece, lo que según ellos deberá traducirse en una convergencia de tasas de interés entre el país que

⁴⁰ El comercio internacional es una forma de ejercicio sutil del poder entre naciones. Así lo han señalado muchos autores, entre ellos franceses como François Perroux, Gérard D. De Bernis, por no citar a aquéllos de filiación marxista como Arghiri Emmanuel, Samir Amin y Christian Palloix

⁴¹ No hay que olvidar que para los teóricos monetaristas la inflación tiene sus raíces en la existencia de una oferta monetaria nominal superior al nivel de producto de pleno empleo: “Mucho dinero tras pocos bienes”

adopta la caja de conversión y las del país que presta su moneda como reserva ⁴² Pero no sólo eso, si con la caja de conversión el precio del dinero se homologa al que existe en los mercados mundiales, se da por sentado que aunado a la estabilidad de precios, se conseguirá un crecimiento sostenido por la gran cantidad de inversión que se habrá de recibir.⁴³

Frente a estas circunstancias el papel del banco central se reduce al de un simple espectador de los acontecimientos, y en el mejor de los casos su desempeño consiste en imprimir la moneda local o sustraerla según se lo indique la balanza de pagos. Como queda enfatizada la prohibición de creación de dinero fiduciario o la concesión de crédito al sector público, tampoco es posible que el banco central pueda hacer el papel de prestamista de último recurso en el caso de que el sistema bancario se halle en problemas. ⁴⁴ Respecto a la relación de los bancos comerciales con el banco central, aquellos no tendrán la obligación de mantener un monto de reservas obligatorias en él y con ello se deja a su juicio la magnitud del multiplicador bancario. Así pues, para efectos de la política monetaria, como ya se vio, nivel de oferta monetaria y tasas de interés dependerá de la evolución del sector externo; la magnitud del multiplicador de la base monetaria, en cambio, dependerá del sistema bancario.⁴⁵ El resumen que se puede hacer es que el esquema de caja de conversión descentraliza todas las tareas de la gestión del dinero, algo que también ocurre con los procesos de dolarización oficial.

Sin embargo, las cajas de conversión presentan una ventaja respecto a la dolarización oficial, y es que permiten la acumulación de reservas por las que se obtiene un ingreso por señoreaje, aspecto que la dolarización da por cancelado.

Con lo hasta ahora dicho ya queda claro que la relación entre una caja de conversión y un proceso de dolarización oficial consiste en que aquella puede considerarse como la antesala a ésta

Los antecedentes de regímenes cambiarios de caja de conversión se hallan en el siglo XIX y generalmente proliferan como una modalidad de gestión de la moneda que imponen las metrópolis a sus colonias. De esta forma regímenes de caja de conversión

⁴² Baliño (1997), p. 11.

⁴³ *Ibid.* p. 12.

⁴⁴ Caprio, (1994), pp. 5-20

⁴⁵ Schwartz (1994), p. 1-8.

fueron utilizados en las colonias francesas de África –algunos de los cuales aún existen– y de igual forma en las colonias Británicas⁴⁶ –de donde se sabe que el primero en instaurarse fue en las Islas Mauricio en 1849–

Para hacer el recuento de la importancia que este sistema a adquirido en la actualidad, debe señalarse que en la medida en que ha avanzado la integración global de los mercados financieros y la predilección, basada en argumentos teóricos neoclásicos, hacia los tipos de cambio fijos (para supuestamente disminuir los riesgos de inestabilidad cambiaria y reducir la inflación), así como la emergencia económica en que se han encontrado distintas naciones, es que en la actualidad el modelo de caja de conversión ha cobrado de nuevo relevancia. Los casos más importantes y recientes son el de Hong Kong, que por ser un centro financiero mundial, decidió adoptar una caja de conversión desde octubre de 1983; Argentina lo constituyó en 1991 con su *Ley de Convertibilidad* por motivos de acusada hiperinflación; países de Europa del Este como Estonia (1992), Lituania (1994) y Bulgaria (1997) debido a la transición de economías socialistas –arruinadas– a economías capitalistas de mercado –también arruinadas– y, Bosnia (1997) en un intento de salir de su ruina económica después de la guerra de los Balcanes.

En resumen, una caja de conversión no dista en absoluto de un modelo de tipo de cambio como el que proponía el patrón oro tradicional hasta el siglo XIX, la única distinción es que en éste el oro ya no es el objeto de referencia; su lugar ahora lo ocupan las monedas de las naciones económicamente importantes y cuya confianza como medios de pago a nivel mundial es incuestionable aún a pesar de que la cantidad en que ellas se emiten no sea regulada sino a discreción de las voluntades de cada una de las naciones hegemónicas y de sus respectivos sistemas bancarios.

En este sentido, si en otro momento las cajas de conversión fueron un régimen cambiario únicamente propio de territorios coloniales, sin independencia política, el retorno a la adopción de ellos por economías relativamente pequeñas, y medianas, y soberanas quisiera entonces decir que el problema de la dependencia va más allá de la sola esfera política, y que el problema del colonialismo no es cosa del pasado.⁴⁷

⁴⁶ Schwartz (1993), p. 148.

⁴⁷ Si en verdad tantas bondades tiene un esquema de consejo monetario como lo pregonan tantos documentos que sobre él ha hecho digamos el FMI ¿Por qué los Estados Unidos no pudo, ni quiso, sujetarse a la paridad que se autoimpuso en Bretton Woods en 1944 con relación al oro? Era claro que a nivel mundial había mayor

La teoría de las áreas monetarias: de Mundell al debate neoclásico sobre cuál es el mejor régimen cambiario, si fijo o flexible

Una vez estudiado el caso del régimen cambiario fijo de caja de conversión, ahora es momento de estudiar el caso más general de los tipos de cambio fijo; las áreas monetarias. Al final de esta sección podrá comprenderse cómo una caja de conversión, al igual que el fenómeno de la dolarización oficial (y también procesos de integración monetarias como el que se realiza en Europa) son intentos de creación de áreas monetarias. Sin embargo, de acuerdo con la teoría aquí presentada de las áreas monetarias óptimas de Robert Mundell, considerado el precursor de la temática, estos intentos son procesos diseñados en otra dirección, con otra intencionalidad; a saber la de ofrecer estabilidad y certidumbre al esquema globalizado de reproducción del capital financiero toda vez que su integración está alcanzando niveles mundiales. En todo caso son intentos de creación de áreas monetarias secas, no “óptimas”; la optimalidad de estos procesos se pierde cuando se confrontan con lo que señala la teoría.

Las áreas monetarias son regímenes de tipo de cambio fijo que permiten que los ajustes en la balanza de pagos sean relativamente menos costosos con relación a las otras modalidades cambiarias en términos de los niveles de empleo o de inflación que se está dispuesto a sacrificar por parte de los países miembros cuando se verifica un choque externo.

Estas pueden ser de dos tipos:

- Un sistema de monedas nacionales cohesionadas entre sí por paridades fijas cuya moneda de referencia es una tercera, y
- Un área de moneda común

Esta última modalidad es visible a nivel intra e internacional; la primera, sólo a nivel internacional.

estabilidad con el patrón oro pero también es claro que ello representaba un corsé para todo intento de hegemonía económica como la que hoy ostenta a través de su moneda

Partiendo de la adopción de un área monetaria, un choque de demanda externo entre países miembros arribaría a un ajuste de la siguiente forma:

Supóngase que el área la conforman dos países que se hallan en una situación de pleno empleo, digamos México y Estados Unidos. Además, por alguna razón de gustos México amplía su demanda de bienes a Estados Unidos en detrimento de los nacionales, esto provocará aumento de precios en Estados Unidos y desempleo en México. La reacción inmediata del banco central de los Estados Unidos (Reserva Federal) sería reducir esa inflación mediante el recorte de la oferta monetaria. Así, el resultado neto del choque de balanza de pagos originado en México lo habría pagado en su totalidad él mismo a través de una reducción en su ingreso y en su empleo.

El resultado del choque habría sido diferente si la Reserva Federal, con el propósito previamente consensuado de mantener el pleno empleo en toda el área monetaria hubiese dejado que los precios en su país se elevasen permitiendo así el reestablecimiento del empleo en México por el deterioro observado de los términos de intercambio norteamericanos. Es decir, a través del mecanismo de ajuste natural. Algo semejante habría ocurrido si en lugar de dos bancos centrales para cada país, sólo existiera uno para toda el área, el cual se reservaría para sí el monopolio de la emisión de moneda: Al observar desempleo en México originado por su déficit de balanza de pagos, elevaría la liquidez dentro del área, y así, aunque atizaría con más fuerza las presiones inflacionarias en Estados Unidos, haría desaparecer el desempleo en México.

En realidad este caso del banco único para toda el área monetaria es el mismo que ocurre normalmente al interior de un país en el que su banco central pudiera tener la responsabilidad de evitar el desempleo en cualquiera de las regiones que lo componen; de tal suerte que el caso de México y Estados Unidos descrito en el ejemplo anterior adquiriría todo parecido al caso en el que hablásemos de Jalisco y Nuevo León dentro de México o Kentucky y California dentro de Estados Unidos.

Sin embargo entre el caso nacional y el internacional hay una cuestión clave que permite reforzar aun más el argumento del área monetaria, o como diría Mundell, del tipo de cambio fijo. Si al interior del área monetaria existe una perfecta movilidad de los factores, y en especial de la mano de obra, ésta sirve para alcanzar de nuevo el equilibrio interregional o internacional aun cuando no exista la flexibilidad de precios y salarios y sin

que dicho ajuste implique el resultado ya expuesto de las presiones inflacionarias. Así por ejemplo, un choque de demanda originado, digamos en Jalisco, sobre la producción de Nuevo León llevará a un ajuste en el que no habrá presiones inflacionarias en el estado del norte cuando el Banco de México expanda la oferta de pesos para aliviar el desempleo que se origine en Jalisco, la razón estriba en que al elevarse los precios en Nuevo León los consumidores hallarán más barata la producción de Jalisco y se desplazarán a comprar allá, de esa forma se retornará a un estado de pleno empleo y sin inflación.

Mundell, pues, otorga mayor importancia al caso de las áreas monetarias (tipo de cambio fijo), sean bajo el sistema de paridades fijas en torno a una moneda fuerte o bien mediante la adopción de una moneda común, sin embargo esta mayor importancia la otorga *sólo para el caso en el que los países o regiones que la constituyan mantengan una flexibilidad factorial que sirva para compensar la rigidez en precios y salarios*; de hecho, la movilidad factorial es un recurso para forzar a los precios a que descendan o aumenten para así nulificar el efecto de los choques interregionales.

En los hechos, Mundell reconoce que esta movilidad no existe a nivel transfronterizo entre países, lo que es motivo para justificar la existencia de tipos de cambio flexibles. Los tipos de cambio flexibles, dice él, nacen porque hay diferentes monedas. Cada país expresa su soberanía mediante la capacidad autónoma de acuñación de su propia moneda, de tal modo, si hay una excesiva emisión en un país esto provocará un déficit de balanza de pagos que llevará a la depreciación de su moneda hasta restablecer el equilibrio externo. *Ahí donde lo que prevalece es un sistema de regiones o naciones con libertad restringida o nula para el movimiento de los factores, el mejor sistema cambiario que evita costosos ajustes externos luego de choques sobre la balanza de pagos, será el tipo de cambio flexible.*

En la época en que Robert Mundell escribió su primer artículo sobre el tema, 1961, los procesos de integración comercial regional, que a su juicio conducirían a la larga a la correspondiente libertad de movimiento de los factores de la producción, estaban aún en gestación; el fenómeno europeo comenzaba a provocar la hipótesis de que “si algún día eso llegara a darse” tendría que apoyarse en un acuerdo de integración monetaria para que los miembros del área obtuviesen los mayores beneficios. Por supuesto, beneficios en términos de mantener controlados los choques de demanda interregionales o de países-miembro

El mayor desafío que la realidad ha impuesto a la teoría de Mundell es que en muchos casos la soñada movilidad factorial ni siquiera existe a nivel nacional, con lo cual se hace ostensible el hecho de que los países, al adoptar una moneda lo hacen pensando más bien en términos de la creación de un instrumento de soberanía –cuestión política–, más que en términos de la minimización de los costos que representaría el ajuste intrarregional ante un choque de demanda de una región a otra dentro del mismo país en términos de inflación o desempleo. Por ejemplo: Rusia es un país enorme, con una misma moneda; así, parecería increíble suponer que al interior de él existiese libre movilidad de los factores; sencillamente, sería descabellado pensar que un trabajador de Vladivostok (costa de Pacífico) pudiese transportarse a Moscú sin considerar el costo de transportación. En ese contexto la propuesta de Mundell sería la creación de una moneda para cada región incluso adentro de un mismo país –cuestión técnico económica–.

Él mismo expresa su inquietud: “*El [. . .] problema consiste en establecer de qué forma el mundo debiera dividirse en áreas monetarias.*” Lo que significa es que si el objetivo mundial fuera armonía en las transacciones, el mundo nunca debió haberse dividido en áreas monetarias que correspondiesen con los límites de las naciones, que ha sido una división monetaria del mundo basada en criterios políticos; sino antes bien en regiones que al interior compartiesen la movilidad de sus factores, con lo que se daría paso a una división monetaria del mundo basada en criterios técnico-económicos.

Las áreas monetarias si no existen pueden crearse. Ahí donde es imposible su creación el régimen de tipo de cambio flexible es el mecanismo más efectivo para ajustar los desequilibrios en balanza de pagos entre áreas monetarias.

Por tanto, apelando a cierto equilibrio de interpretación, Mundell –a diferencia de Milton Friedman⁴⁸– no estaba casado con la idea de que las áreas monetarias fuesen una solución superior a los regímenes de tipos de cambio flexibles, antes bien, él creía firmemente en que si los objetivos eran la estabilidad externa sin sacrificio en términos de crecimiento, regímenes fijos y flexibles eran útiles en función del grado de flexibilidad factorial. La siguiente cita aunque extensa vale la pena pues sintetiza la teoría de las áreas monetarias óptimas de Robert Mundell:

⁴⁸ Friedman (1953)

“...El argumento de la estabilización mediante tipos de cambio flexibles es válido sólo si se sustenta en la existencia de áreas monetarias regionales. Si el mundo se pudiera dividir en regiones al interior de las cuales existiese movilidad factorial y que entre una a otra privara un estado de inmovilidad de los factores, entonces cada una de tales regiones deberá poseer una moneda independiente que fluctúe con relación a las demás monedas. Esto es lo que conduce el argumento a favor de los tipos de cambio flexibles a su conclusión lógica.

“Sin embargo, una región es una unidad económica, mientras que el espacio de dominio de una moneda es en parte una expresión de soberanía nacional. Con excepción de aquellos sitios en los que ya se ha renunciado a la soberanía nacional, no es prudente sugerir que los espacios monetarios deban ser reorganizados: la validez del argumento a favor de los tipos de cambio flexibles depende por lo tanto de qué tanto coincide el espacio nacional a aquel de región. El argumento se reforzaría aún más si cada nación (y cada moneda) poseyeran movilidad factorial interna e inmovilidad factorial externa. Pero si los factores trabajo y capital son insuficientemente móviles al interior de un país, entonces la flexibilidad en el exterior del precio de la moneda nacional no debe esperarse que efectúe la función de estabilización que se le atribuye, y en cambio sí se puede esperar que prevalezcan distintas tasas de desempleo e inflación en las diferentes regiones. De forma análoga, si los factores son móviles a través de las fronteras nacionales, entonces un sistema de tipo de cambio flexible se hace innecesario y en su defecto puede ser hasta pernicioso.”⁴⁹

Las mismas condiciones que dan lugar a la existencia tanto de regímenes de tipo de cambio fijo (áreas monetarias) como de tipo de cambio flexible, hace que el mundo mantenga sobre sí un equilibrio tal que ni lo lleve al extremo de la creación de una sola área monetaria, ni tampoco al otro extremo de la existencia de un número infinito de monedas nacionales. Ni moneda única ni balcanización monetaria al infinito, dice Mundell. La moneda única, a su juicio, será imposible debido a que lograr una movilidad factorial a nivel planetario es difícil de concebir por las limitaciones físicas no sólo de los seres

⁴⁹ Mundell (1961), pp. 663-664.

humanos, sino de los propios factores de la producción⁵⁰ La infinidad de monedas tampoco es un escenario previsible; si llegase a constituirse un número de monedas tan grande como de mercancías, el dinero perdería su capacidad de medio de cambio y de unidad de cuenta

La teoría de Robert Mundell sobre áreas monetarias óptimas se ha desarrollado gracias al papel crucial que ha venido adquiriendo los procesos de integración entre naciones para formar bloques comerciales y regiones de dominio de una sola divisa en las operaciones financieras. Sin embargo esta teoría ha permanecido casi intacta, sólo se le han anexado algunas características que a juicio de los expertos provocan un mejor funcionamiento del sistema de moneda única o de sistema de monedas nacionales conectados a una tercer a través de tipos de cambio fijos. Algunas de estas características son: i) flexibilidad de precios y salarios,⁵¹ ii) Integración de los mercados financieros,⁵² iii) Integración del mercado de bienes⁵³ y, iv) Coordinación de políticas macroeconómicas además de integración política.⁵⁴

Haciendo una síntesis de lo que ha representado la evolución de la teoría de las áreas monetarias óptimas, podría decirse, al igual que lo hace Masahiro Kawai,⁵⁵ que la discusión acerca de las áreas monetarias fue una forma más de abordar el debate respecto a cuál tipo de cambio era mejor entre los dos extremos, si fijo o flexible tan de moda en los años cincuenta y sesenta. El mismo debate ha vuelto a renacer entre los académicos sobre todo neoclásicos; sin embargo hoy en día responden a intereses muy diferentes respecto de aquellos que motivaron a Mundell a estudiar las áreas monetarias

Mundell estaba preocupado en la manera de minimizar los costos del ajuste externo procurando no atentar sobre el nivel de ingreso y empleo, en la actualidad el grado de integración de los mercados financieros y en algunas áreas la regionalización del

⁵⁰ Hasta ahora se está produciendo, gracias a los desarrollos en las comunicaciones (sobre todo a partir del Internet) y también a la incesante innovación financiera, una integración sin precedente en los mercados de capital; sin embargo es todavía difícil creer que la movilidad de los demás factores pueda conseguirse en un futuro próximo con la disminución de costos de transacción y transporte como lo ha hecho el mercado de activos financieros. Todavía se hace difícil pensar la posibilidad poder mover un bosque de Noruega a la India con costos tan reducidos como el mover miles de millones de dólares de Nueva York a Londres o Frankfurt. Por otra parte, y en contraste a lo anterior, la movilidad de mano de obra responde menos a un esquema maximizador de la utilidad que a un fenómeno de subsistencia.

⁵¹ Friedman, *Op. Cit*

⁵² Ingram (1962)

⁵³ McKinnon (1963).

⁵⁴ Corden (1972)

⁵⁵ Kawai (1992), p. 78



intercambio mercantil han llevado a analizar cuál es el mejor tipo de cambio (entre fijo y flexible) pero que al garantizar estabilidad externa también evite la animación de presiones inflacionarias. En la actual reedición de aquel debate el nivel de empleo y el ingreso son algo ya muy secundario. El capital globalizado hasta ahora ha exigido su reproducción en la esfera financiera sin considerar las condiciones de crecimiento sobre las cuales dicha reproducción debiera darse, por tanto sólo le interesa que los precios estén bajo control incluso al costo de procesos deflacionarios agudos.

De esta forma se ha sugerido que inclusive una utilización pragmática tanto de tipos de cambio flexible como de tipos de cambio fijo sería correcta para beneficio de las políticas antiinflacionarias de estabilización.⁵⁶ Un tipo de cambio fijo, según los nuevos editores del debate entre tipo de cambio fijo y flexible, otorga confianza y reduce la incertidumbre asociada a los riesgos devaluatorios; sin embargo es insostenible en el caso de una salida abrupta y repentina del capital, no encajaría dentro del modelo de integración de los mercados financieros, pero sirve para sosegar la inflación inercial, muy propia de países como los latinoamericanos. Por otro lado, los tipos de cambio flexibles, según los apologistas de la integración financiera, combinan mejor con un escenario de mercados globales, pero tienen la desventaja de que son fuente de excesiva volatilidad, algo indeseable para el capital.⁵⁷

De esta discusión ha emergido la idea neoclásica de que las áreas monetarias propuestas en América Latina para ajustar los desequilibrios externos con estabilidad de precios para beneficio del juego de las finanzas globalizadas sean las cajas de conversión (sistemas de monedas atados por una paridad fija a una tercera), o de plano la dolarización (un área con moneda única)

Es claro que los teóricos ortodoxos no saben cómo lidiar con uno de los principales problemas económicos de nuestro tiempo, la libre movilidad del capital. Al tiempo que la proponen intentan gobernarla. Su propuesta desesperada para Latinoamérica radica en la imposición de determinados regímenes cambiarios.

Sin embargo debe quedar ahora explícito que el problema no es si se deba asumir un tipo de cambio fijo o flexible, ésta al final es --como dirían Matias Vernengo y Louis-

⁵⁶ Caramazza y Aziz (1998)

Philippe Rochon— una falsa dicotomía.⁵⁸ La dicotomía clave sobre la cual se debe seguir estudiando es acerca de si es preferible la adopción de políticas de pleno empleo (keynesianas) o políticas que garanticen estabilidad de precios (neoclásicos-monetaristas). Y es que en última instancia “... *en general, tanto keynesianos como monetaristas han estado, en uno u otro momento, a favor de regímenes de tipo de cambio fijo o flexible. Por tanto, concluir que los keynesianos están necesariamente a favor de tipos de cambio fijos, mientras que los monetaristas prefieren tipos flexibles es totalmente un error*”.⁵⁹

Por otra parte, en la conformación de cualquier tipo de arreglo monetario internacional, por regla sigue prevaleciendo un interés nacional sobre los intereses de la región, lo que hace que los beneficios de tales arreglos para naciones dependientes como las latinoamericanas sean inciertos, por no decir devastadores.⁶⁰

El lugar de la dolarización en los esquemas de tipo de cambio

De las consideraciones anteriormente vertidas, ¿Qué es la dolarización oficial? ¿En qué sitio se puede buscar investigar más acerca de ella?

La dolarización representa una relación de dependencia monetaria de una nación respecto a otra. Según lo analizado en la sección dedicada al estudio del dinero, en la adopción del dólar la nación dolarizada ha cedido todo el poder de su estado para imponer sobre sus gobernados lo que será considerado por él como dinero y en consecuencia ha dejado este papel a otro estado. El estado de la nación dolarizada ya no podrá obligar a sus gobernados a que trabajen para él cuando requiera hacer hospitales, caminos o escuelas, pues la forma como lo hacía era a través de exigirles en qué forma cobraría los impuestos,

⁵⁷ Es curioso, la volatilidad no la desean; pero al mismo tiempo con la forma peculiar de funcionamiento de la reproducción del capital financiero se atiza.

⁵⁸ Vernengo y Rochon (2000)

⁵⁹ Vernengo y Rochon, *Op. cit.*

⁶⁰ A este respecto Kawai (1992) señala que: “... Se supone que cada nación habrá de evaluar los costos y los beneficios de su participación dentro de un área monetaria desde un punto de vista estrictamente nacionalista. El inconveniente enfocar las cosas de esta manera es que una área monetaria óptima vista así «nacionalmente» puede no coincidir con el área monetaria óptima vista en términos «globales»”, (p. 79). Y la pregunta inmediata sería ¿El interés por un área monetaria de cada uno de los países latinoamericanos interesados por dolarizar será el mismo que el de la nación (los Estados Unidos) que ya de por sí expresa su interés nacional, no regional, al mantener en la potencial área su divisa local (dólar) como hegemónica?

de decirles qué era y qué no era dinero; en cambio, ahora será otro estado con mayor poder, el que dirá cómo y en qué magnitud debe pagar su tributo el estado vasallo recién conquistado. Cuando un estado ha compartido su poder, el concepto de soberanía de ese estado está siendo constreñido, mutilado; por esa razón, la definición de dinero que otorga la corriente cartalista postkeynesiana basada en el poder del estado permite reconocer cómo todo proceso de adopción de la moneda de otro estado se traduce automáticamente en una relación de dependencia.

El análisis del esquema cambiario de la caja de conversión nos ha permitido comprender que la dolarización no es, como ella, un régimen cambiario paridad fija, en este sentido la más fija, por el hecho de que en la dolarización que es un esquema de adopción de la moneda de otro país sin ninguna participación o intervención en la gestión de la misma, se pierde toda posibilidad de intervención en el mercado cambiario. En el esquema de caja de conversión esta intervención se mantiene.

Por último, caja de conversión y dolarización son modalidades bastante imperfectas de creación de áreas monetarias, ninguna de ellas contempla la movilidad factorial. Su único fin, el más pragmático, es la búsqueda de esquemas monetarios que se vuelvan acordes a la integración mundial del mercado financiero y que además produzcan economías con inflación nula.

Por lo que respecta a la forma de conseguir esta estabilidad de precios, la teoría económica ortodoxa busca acuerdos monetarios internacionales que impliquen compromisos cada vez más fuertes. De esta suerte, la caja de conversión es el esquema más relajado, al centro queda la dolarización y el acuerdo que implica mayor compromiso sería un área monetaria óptima. Este último caso, al implicar una coordinación e integración que va más allá de lo económico se antoja todavía inalcanzable.

En cuanto a la modalidad de paridad, el régimen de caja de conversión podría considerarse todavía de naturaleza fija; en cambio, el área monetaria sería fija cuando se base en un sistema de distintas monedas nacionales que coexisten, pero se consideraría un esquema de paridad inexistente, como el caso de la dolarización, si supone la presencia de una moneda única internacional.

ELEMENTOS TEÓRICOS PARA ENTENDER LA DOLARIZACIÓN

Con la dolarización ocurre en términos de paridad como con una cuerda, del número de compromisos *in crescendo* que se adoptan, al llegar a la dolarización la paridad se pierde; la cuerda de tanto tensarla, se rompe.

3

Las experiencias latinoamericanas de la dolarización oficial

En este capítulo la atención se pone en las experiencias de las naciones latinoamericanas que han decidido dolarizar oficialmente sus economías. El propósito de esta exposición consiste no tanto en hacer una valoración de estos procesos —toda vez que algunos de ellos son de confección prácticamente reciente—, pero sí enfatizar que los tres casos aquí presentados, Panamá, Ecuador y El Salvador, se materializaron gracias a un estado previo de postración económica en el mejor de los casos (El Salvador), cuando no en una situación de completa emergencia económica desatada a raíz de la falta de confianza que demostraron tener los inversionistas respecto al sistema bancario y a la capacidad del gobierno para poder rescatarlo (Ecuador). El tercer caso (Panamá), es producto de la gradual penetración de intereses económicos externos sobre los recursos naturales que se fue dando a raíz de la ventaja estratégica que representó para los Estados Unidos el control de la ruta naval del Pacífico al Atlántico.

Sin embargo, el común denominador de todas estas experiencias consiste en que al apostar todo a los programas de estabilización, la idea de mantener bajo control las presiones inflacionarias los lleva a la creencia de que en medio de la vorágine del movimiento del capital que se desata con la integración e innovación en los mercados

financieros, estas naciones encontrarán un puerto seguro en el sacrificio de su moneda a cambio de la adopción del principal medio de pago a nivel mundial, el dólar.

No se alude a casos como los de múltiples naciones caribeñas, incluido Puerto Rico, debido a que en ellos existen lazos políticos tan estrechos con otras naciones, que hace que dejen de ser lo que se conoce comúnmente como un estado soberano. Argentina tampoco es abordado, dado que en sentido estricto el estado de su moneda no era de dolarización, sino de caja de conversión.

Panamá

El fenómeno de la dolarización de la economía de Panamá es el más antiguo de los registrados en América Latina en la modalidad de aceptación oficial de la divisa norteamericana. Puesto que la dolarización de Panamá tuvo se comenzó a presentar a mediados del siglo XIX su estudio necesariamente implica un recuento histórico de la forma como ella se fue gestando así como el modo en que ha evolucionado desde entonces. De este caso valdría la pena también analizar cuáles han sido sus efectos en la economía y su manera esta dolarización ha operado.

Desde su nacimiento como nación, a Panamá le resultó muy difícil consolidar una moneda nacional, la razón de ello fue que debido a las intervenciones político militares y económicas que no pudo eludir la nación, la divisa panameña no pudo ejercer hegemonía sobre el espacio del recién creado Estado.¹ Ya desde inicios de la época independiente de Panamá, mediados del siglo XIX, la aparición del dólar en ese país se da de forma simultánea a la circulación de pesos colombianos. Acontecimientos como la inestabilidad política de todo el Istmo llevaron a la región a estados de grave hiperinflación, lo que se agudizó sobre todo entre 1899 y 1902. La necesidad de hallar un remedio al problema llevó al gobierno panameño a adoptar formalmente el dólar norteamericano en 1904; la adopción pudo realizarse gracias a un acuerdo con los Estados Unidos y a una serie de reformas legales en el marco jurídico del país istmeño.

La razón que provocó la entrada de dólares a Panamá en una época tan temprana fue el flujo migratorio de norteamericanos que cruzaban los Estados Unidos del Este al Oeste

cuya motivación principal era la fiebre del oro en California. Estos aventureros, a falta de caminos para hacer el largo viaje por tierra, decidían hacerlo por el mar, buscando la parte más estrecha de tierra que, por fortuna o por maldición, se hallaba en Panamá.²

El paso se realizaba por río hasta llegar a la Ciudad de Panamá; estando ahí, los norteamericanos debían esperar algunos días en lo que proseguían su viaje hasta la costa del Pacífico para de ahí embarcarse hacia California. De esta forma, mientras los viajeros permanecían en territorio panameño, realizaban una serie de gastos en hospedaje, diversión, almacenes de depósito, entre otros muchos. Esto hizo que los dólares en Panamá no fueran en absoluto extraños a los habitantes de ese país antes de 1904.

Entre 1856 y 1880 la presencia de tropas norteamericanas y de Colombia, cuyo fin era pacificar el Istmo y también resguardar el tráfico por ferrocarril de mercancías entre los dos océanos, hicieron imposible que Panamá se librara de la presencia de personas para quienes la circulación del dólar era algo imprescindible.³ En la década de los ochenta de ese mismo siglo la tendencia se acentuó con la enorme llegada de divisas tanto norteamericanas como francesas al iniciarse los trabajos de construcción del Canal Interoceánico.

Como ya se dijo, el gobierno panameño tuvo que adoptar el dólar como medida para salir de una crisis hiperinflacionaria que aquejó a la nación centroamericana. El origen de la hiperinflación de finales de siglo XIX y principios del XX fue la guerra civil librada en contra de Colombia, el país vecino del sur. Las secuelas de esa guerra representaron cuantiosas pérdidas para la economía de Panamá. Para el sostenimiento de los gastos de guerra contra Colombia el gobierno panameño emitió una cantidad de circulante tan alta que se habla de una tasa de crecimiento de esta variable del orden de 2 mil 175 por ciento entre 1899 y 1903.⁴ En el contexto de interpretación ortodoxo de la teoría cuantitativa del dinero, ello representó niveles de inflación muy elevados y un caos en el sistema de precios agrícolas e industriales.

Al término de la guerra Panamá pudo separarse de Colombia, pero el territorio y la capacidad productiva de la flamante nación se encontraba devastada por el conflicto.

¹ Chapman (1999), p. 1

² *Ibid.*

³ Chapman, *op cit.*

⁴ *Ibid.*

armado y desquiciado el sistema de precios a causa de la grave hiperinflación que mostró la economía en esos momentos.

Con este telón de fondo se especulaba en torno a la posibilidad de que se adoptara la moneda norteamericana que de hecho tenía ya algunas décadas en circulación, que aunque no era de forma oficial, sí era ya en montos bastante importantes.

Se puede decir pues que por su historia y por los problemas económicos que tuvo que afrontar al momento de su independencia Panamá nació como un país sin moneda propia, pues la que intentó introducir carecía de valor al término de la guerra contra Colombia. Quizá pueda cuestionarse en ese sentido si pudo o no lograr un cabal movimiento de emancipación, pues muchas veces se ha mencionado que un estado implica la existencia de su moneda y a su vez ella es el reflejo de la soberanía del Estado a que pertenece. Panamá no consiguió esto último.

La hiperinflación obligó a los primeros legisladores de ese país a prestar atención al problema y a buscar una solución que quedase plasmada en su marco jurídico. La Constitución de 1904 no pudo ser promulgada sin dedicar dos de sus artículos al problema de la estabilidad del poder de compra de la moneda. En su Artículo 116 dicha Carta Magna establecía que sólo la Nación tendría la atribución de emitir moneda legal, y el Artículo 117 restringía esta facultad al señalar que “No podrá haber en la República papel-moneda de curso forzoso, en consecuencia, cualquier individuo puede rechazar todo billete o cédula que no le inspire confianza, ya sea de origen oficial o particular”,⁵ con lo que en los hechos se estaba proponiendo adoptar la plena convertibilidad de la base monetaria en activos monetarios de aceptación internacional, o lo que es lo mismo, se adoptaba un sistema cambiario de caja de conversión. En realidad sólo se estaba, como ya se ha visto, a un paso de la dolarización suponiendo que los activos de reserva fueran las divisas estadounidenses. Sin embargo en ese momento aún prevalecía a nivel mundial el patrón oro, con lo que los billetes y monedas panameños tenían que estar plenamente respaldados en ese metal precioso.

Empero las consecuencias de ese artículo constitucional, el cual sigue vigente hoy en día, fueron más allá: en los hechos también se cancelaba toda posibilidad de que el Banco Central pudiera instrumentar una política monetaria autónoma.

⁵ Chapman, *op cit.*, p. 3.

Por otra parte, en marzo de 1904 siendo presidente de los Estados Unidos Franklin D. Roosevelt, se nombraba la comisión para la construcción del Canal Interoceánico y en mayo se inauguraban los trabajos. Ello contribuiría a fortalecer las relaciones monetarias entre Panamá y los Estados Unidos. Se propuso entonces la coordinación monetaria para fijar una paridad entre las monedas de ambos países a fin de que hubiera estabilidad de precios que facilitara las compras locales y los pagos a los obreros empleados en la construcción del canal.

De esta negociación resultó el *Convenio Monetario* de 1904, que no es sino el dictamen oficial mediante el cual se acepta la dolarización de Panamá, y que entre otras cosas establecía lo siguiente: a) las monedas panameña y norteamericana se intercambiarían de acuerdo al valor de cada una de ellas con respecto al oro, b) el dólar sería a partir de entonces una moneda de curso legal en la zona del Canal de Panamá, c) la paridad de las monedas panameñas con los dólares cambiará según cambie el valor de cada una de ellas en relación con el oro, d) retiro de la circulación de las monedas colombianas, e) acuñación de las monedas de Panamá en alguna casa de moneda de los Estados Unidos y, f) las emisiones de monedas de plata, realizadas por cuenta del gobierno de ese país, deberán estar plenamente respaldadas por dólares que serán depositados en una institución financiera de los Estados Unidos.⁶

De ese Acuerdo algunas cosas han permanecido casi igual, mientras que otras han tenido que cambiar en la medida que los escenarios mundiales han cambiado. Por ejemplo, con el abandono de los Estados Unidos del patrón monetario oro, en los hechos se ha violado la prohibición de que la emisión de moneda panameña sea completamente respaldada en oro, su respaldo ahora es nada más en dólares y, como es bien conocido el dólar ya no es una moneda cuyo valor esté respaldado por reservas en alguna cantidad específica de metal precioso; lo mismo es aplicable al Balboa, moneda local de Panamá que es utilizada para operaciones mercantiles de muy baja denominación. Así, en Panamá circulan billetes de dólar estadounidense y monedas fraccionarias de dólar y de balboa, que es considerada como una unidad de cuenta equivalente al dólar. Lo que sí es innegable es el carácter del dólar como principal moneda de reserva en Panamá, cuyo sistema monetario sigue estando basado en un modelo renovado del patrón oro que podría denominarse patrón

⁶ *Ibid* p 4

dólar, en el cual esta es la divisa que sirve de base por su aceptación mundial y la estabilidad de su valor.

Con lo anterior, *strictu sensu*, podría decirse que el Convenio de 1904, dejó de tener vigencia, tal cual, con la ruptura del sistema monetario de Bretton Woods de 1971, sin embargo para Panamá eso no significó el liberarse de la rígida relación monetaria que ha mantenido con el dólar estadounidense, la cual se afianzó mucho durante los diez años que duró la construcción del Canal Interoceánico

La dolarización de Panamá ha tenido implicaciones importantes para el funcionamiento de la economía, así como también para la solución de problemas en momentos críticos del desempeño de las actividades en ese mismo ámbito. Por ejemplo, cuando el sistema bancario se haya en problemas a causa de un retiro masivo de depósitos, la estructura monetaria del país obliga a que se materialicen o bien una escalada de fusiones bancarias o por otra parte la quiebra definitiva de los bancos cuyas operaciones fueron altamente riesgosas. La razón de ello radica en que Panamá no cuenta con un prestamista de último recurso del lado gubernamental, por lo tanto la penalización por la concesión de créditos riesgosos de parte de los bancos tiene un elevado castigo para las instituciones de préstamo

La presencia del dólar norteamericano para el sistema bancario panameño ha representado el mecanismo de penetración de la banca transnacional en una forma bastante considerable. El proceso de "apertura" institucional de la banca transnacional en Panamá data por lo menos de 1970, año en que se eliminan los techos que hasta ese momento prevalecían en las tasas de interés activas, lo que conlleva la movilización de capital en amplia escala.

Aunque como ya se ha mencionado Panamá no cuenta con un prestamista de último recurso en el caso de que los bancos locales se hallen amenazados, esta función la realizan en los hechos los bancos comerciales cuya matriz está en Estados Unidos principalmente; de ahí bien puede comprenderse cómo es que en el caso de una crisis bancaria sólo los bancos internacionales y los locales con estrecha relación financiera con aquellos son los únicos que podrán sobrevivir

El dólar volvió a Panamá un centro financiero muy integrado con la banca exterior y de hecho también una nación muy dependiente de ella. Aunque es cierto que Panamá

durante mucho tiempo se ha jactado de ser una economía cuyo sistema bancario tiene una alta participación multinacional, la cual ha vuelto a dicho sistema en uno de los que poseen el mayor nivel de depósitos y créditos en toda Latinoamérica, eso no los ha eximido de la presencia de considerables primas que sirvan para compensar el riesgo-país. Por otro lado, algunas estimaciones han mostrado que la falta de un Banco Central ha redundado para Panamá en una pérdida por ingresos atribuibles al señoreaje del rango de 1 a 2.5 por ciento de su PIB por año.⁷

Otro de los costos de su política monetaria basada en el dólar, como ya se ha mencionado, es la falta de un proveedor de liquidez al sistema cuando éste se encuentra en una situación de exceso de demanda de dinero en relación con el circulante. Por tal razón, ahí el adecuado funcionamiento del sistema de pagos está en manos del Chase Manhattan Bank, Citicorp, Bank Boston, Dresdner Lateinamerika, entre otros. Y son esos mismos bancos los que han jugado un papel muy importante al momento de que Panamá ha buscado sobreponerse o aminorar los efectos de una crisis, aunque también han expuesto la economía al llamado efecto “contagio” cuando la situación es crítica en el exterior. Por ejemplo, durante la década de los setenta con los choques petroleros, y luego durante la crisis de la deuda en toda la región latinoamericana, Panamá pudo salir relativamente bien librado de esos episodios gracias al apoyo de la banca transnacional; sin embargo, durante la crisis política de 1976 con los Estados Unidos, y luego con el golpe de estado a cargo de Manuel A. Noriega en 1987-1988, los bancos internacionales completamente cerraron o bien congelaron todo tipo de créditos, lo que necesariamente se tradujo colapso económico de proporciones considerables.

En suma, Panamá es una economía que por el lado monetario es ya parte de lo que la voluntad de los mercados financieros internacionales, principalmente norteamericanos, decidan hacer con ella al momento de seguir su interés propio. No sólo a través del Canal Interoceánico Panamá pudo ver restringida su soberanía política; en la actualidad también está restringida su soberanía económica con tantos intereses en su sector financiero, y particularmente bancario, por efecto de su temprana adhesión al dólar.

Por una especie de maleficio, que viene desde Rodrigo de Bastidas, primer europeo en explorar el Istmo de Panamá, y que hasta el mismo Departamento de Estado de los

⁷ Chapman, *op cit*, p. 23.

Estados Unidos reconoce, la historia de Panamá “*ha sido marcada por la evolución de la economía mundial y las ambiciones de las grandes potencias*”⁸

Ecuador

Ecuador ha sido en las últimas décadas una economía con un desempeño económico que no luce entre los mejores de América Latina; muy por el contrario se podría asegurar que ha sufrido de una lamentable situación de estancamiento.

Aunado a esa tendencia al estancamiento Ecuador fue objeto de una grave crisis en 1999, lo que contribuyó a que su situación empeorara. Entre las causas de esta severa crisis se encuentran las siguientes:⁹

- Poseer un sistema bancario débil en el marco de apertura al capital, lo cual terminó por dejarlo completamente a su suerte y expenso al riesgo que implica una sobre exposición en moneda extranjera. Para el Fondo Monetario Internacional el problema que enfrentó el sistema bancario ecuatoriano en estos momentos fue atribuido a una falta de pericia en el modo de operación de los bancos y a una falta de supervisión.¹⁰ Por nuestra parte es más fácil creer que este tipo de crisis es una característica inherente al libre tránsito internacional de capital.¹¹
- Una serie de choques externos como la caída del precio del petróleo, la turbulencia financiera durante y después de la crisis de Asia en 1997 y 1998 y el fenómeno climático de *El Niño*, que afectó las cosechas agrícolas –sobre todo la producción de plátano– y destruyó algunas obras de infraestructura en comunicaciones sobre todo en la región costera.

⁸ U.S. Department of State (2001), p. 1

⁹ Véase IMF (2000a), p. 1.

¹⁰ Véase FMI, Executive Board Consultation (2000)

¹¹ Si de un problema de pericia se tratara, pensaríamos que los gobiernos del sudeste asiático, de Rusia, Brasil y México son unos ineptos al no poder manejar las respectivas crisis que los han aquejado tan solo en la década de los años noventa.

EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE DOLARIZACIÓN

Su producto interno bruto creció en términos reales en 2.5 por ciento en promedio de 1993 a 1997,¹² sin embargo en 1998 se estancó y para 1999 cayó en 8 puntos porcentuales. Respecto a la evolución de los precios al consumidor, la inflación anualizada estuvo en un nivel promedio de 31 por ciento anual entre 1994 y 1998; sin embargo, ésta se aceleró en 1999 hasta alcanzar el nivel de 52 por ciento. El sector externo ecuatoriano también sufrió un considerable aumento en el déficit de cuenta corriente, pues para 1998 llegó a representar el 11 por ciento del Producto Interno Bruto y todo a causa de la caída en los precios del petróleo así como a un incontrolable aumento del volumen de mercancías importadas. Sin embargo, esta situación se modificó súbitamente al año siguiente debido a que la fuga de capitales obligó a un ajuste drástico de la balanza en cuenta corriente que provocó la reducción de las importaciones en 46 por ciento (medidas en dólares norteamericanos); se alcanzó de tajo un superávit en la balanza en cuenta corriente del 46 por ciento del PIB.

El déficit del sector público aumentó al pasar de 2.5 por ciento respecto al PIB en el periodo 1995-1997 a 6 por ciento en 1998 y luego a 7 por ciento en 1999; aquí también este aumento es atribuible en cierta medida a la reducción en el precio del petróleo aunque también podría ser consecuencia de elevaciones en el gasto público que tuvo que efectuarse debido a las circunstancias críticas de 1999. Estas situaciones tienen que ver con el hecho de que justo después de la devaluación del *sucre* el gobierno tuvo que elevar la tasa de interés de los bonos públicos para así intentar frenar la salida de capital, pero ello ocasionó, por otro lado, una elevación en la carga de la deuda por las obligaciones ya contraídas.¹³ Por otra parte, también se tuvo que hacer frente a los costos de la crisis bancaria y aunado a ello la presión social obligó al gobierno a aumentar los subsidios a los combustibles. Esto explica por qué razón aunque el petróleo observó una visible recuperación de su precio, ya no pudo reflejarse en las finanzas públicas de gobierno de Ecuador. Además se debe resaltar que las presiones fiscales a las que ya se aludió detonaron una crisis de incumplimiento en septiembre de 1999 justo cuando el gobierno ya no pudo realizar los

¹² Los datos estadísticos vertidos en toda esta sección fueron tomados de IMF (2000a), IMF (2000b) y IMF(2000c).

¹³ IMF (2000a), p. 1

pagos de deuda de los Bonos Brady Un mes después también se declararía en incumplimiento en el Euromercado.¹⁴

Las políticas monetaria y cambiaria perdieron todo su valor con la crisis bancaria de marzo de 1999 de la cual ahora damos algunos detalles

El crecimiento de la base monetaria aumentó en 136 por ciento en 1999 cuando el Banco Central de Ecuador quiso actuar –inútilmente– como prestamista de última instancia en un intento de salvar al sistema bancario; ese aumento es de consideración toda vez que de 1995 a 1997 ese indicador sólo crecía en promedio en 34 por ciento. En cuanto al tipo de cambio, hubo momentos en los que se observaron claras presiones en el mercado de divisas, de tal modo, a inicios de 1998 se tuvieron que ampliar en dos ocasiones los rangos de flotación permitidos antes de que se diera paso a la libre flotación del sucre, que no ocurrió sino hasta febrero de 1998. Lo que siguió de ahí fue una dramática cadena de depreciaciones de la moneda ecuatoriana respecto al dólar: en 1998, 54 por ciento; en 1999, 200 por ciento; y sólo en los primeros días de 2000 en más de 25 por ciento. Se dice que en términos reales esta devaluación fue del orden de 47 por ciento de diciembre de 1997 a enero de 2000.¹⁵

Se ha culpado hasta el cansancio la bancarrota del sistema bancario de Ecuador a una falta de supervisión y a la sobre exposición de los bancos comerciales quienes se dedicaron a tomar depósitos en moneda extranjera y hacer préstamos en el arruinado sucre, esto los llevó pronto a problemas de insolvencia y excesiva elevación del riesgo cambiario. Así, la manera sencilla de pensar que ese pánico bancario pudo haberse evitado es a través de la presencia de un marco legal adecuado y de la creación de un seguro para los depósitos que diera tranquilidad a los clientes de los bancos. De hecho, el gobierno se comprometió a ello en diciembre de 1998, pero el público de todas maneras no dejó de desconfiar, ahora no sólo de la imposibilidad de los bancos para hacer convertibles los depósitos, sino también del gobierno en su conjunto para poder garantizar sus ahorros bancarios, pues a éste lo agobiaban todas sus obligaciones fiscales, ¿De dónde sacaría pues, el erario público tanto dinero? La corrida bancaria, inevitablemente, se consumó en marzo de 1999 y ello obligó a

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ *Ibid.*

las autoridades a declarar un día feriado obligatorio para las actividades de los bancos con el propósito de congelar los retiros y ganar un poco de tiempo ¹⁶

Para cuando ocurrió la corrida bancaria ya los créditos al sector privado habían experimentado una caída importante, totalizando 27 por ciento en términos nominales en 1999. La magnitud de la crisis de los bancos añadió a la lista de infortunios la intervención o el completo cierre de 16 instituciones financieras que representaban dos terceras partes del sistema bancario local.

La situación fue complicada y no fue sino hasta agosto de 1999 en que se comenzó a descongelar los retiros de depósitos, no obstante –y como para que quede constancia de la gran desconfianza que aún existía– de los retiros bancarios que en ese momento efectivamente se realizaron todavía una tercera parte representó fugas de capital. La falta de confianza, aunada a la libertad de que gozan los capitales arruinó al Ecuador de la noche a la mañana.

Dentro del programa de gobierno para el año 2000 las metas serían buscar a como diera lugar el reestablecimiento de la confianza, detener la caída en el nivel de actividad económica y sentar las bases para la recuperación. Entonces se pensó que la mejor alternativa para lograr todo sería mediante la dolarización de la economía ¹⁷. El congreso del país de la misma manera lo consideró imprescindible y así lo plasmó en la llamada *Ley Fundamental para la Transformación Económica* aprobada el 13 de marzo de 2000. En ella se hacía oficial a la muerte del sucre y el reemplazo de éste por el dólar norteamericano. La paridad para intercambiar dólares por sucres sería de 25 mil sucres por un dólar y de hecho ya estaba en aplicación desde el 9 de enero. En la mencionada ley también se estipulaba como prerequisites para la estabilidad macroeconómica las conocidas políticas ortodoxas: disciplina fiscal, al grado de buscar superávit para ayudar a reestructurar la banca, flexibilización del mercado de trabajo para hacer posible que todos los ajustes recaigan sobre los ingresos salariales y permitir una mayor participación privada en la economía ¹⁸. Por supuesto que un programa así sería del beneplácito de los organismos financieros internacionales, quienes al ver su ejecución, no dudarían en apoyarlo financieramente.

¹⁶ *Op cit.*, p. 2

¹⁷ *Op. Cit.*, p. 2

¹⁸ *El Universo*, 14 de marzo de 2000.

Así las cosas el 23 de agosto de 2000, mediante negociaciones con sus acreedores internacionales, el gobierno de Ecuador pudo obtener la reducción de 40 por ciento de su deuda en Bonos Brady y Eurobonos y el refinanciamiento del resto,¹⁹ lo que le daría un respiro para ejecutar las medidas de estabilización que le imponían los organismos financieros internacionales y así poder alcanzar la estabilización que le permitiría pensar que la inquietud de los capitales estaría adormecida aun a expensas de olvidar el crecimiento, el empleo y el bienestar de los ecuatorianos.

La idea del reemplazo total del sucre por el dólar corrió a cargo del entonces Presidente Jamil Mahuad y pudo llevarse a efecto el 9 de enero de 2000, justo dos semanas antes de que dejara el gobierno. Más tarde el Presidente Gustavo Noboa, quien asumió el poder en Ecuador el 21 de enero, la refrendó y pidió al congreso de su país que la oficializara a través de la ya mencionada *Ley Fundamental para la Transformación Económica*, esto ocurrió el 13 de marzo y en ella quedaba establecida la nueva encomienda del Banco Central de Ecuador de transformar los sucres en dólares a una tasa de 25 mil sucres por dólar.²⁰

Al anunciarse la dolarización oficial y la conversión de sucres por dólares a la tasa ya mencionada se introdujo momentáneamente en los hechos un régimen de tipo de cambio fijo que dejaba atrás al antiguo régimen de paridad flexible y abriría la posibilidad de la total utilización de los dólares en vez de los devaluados sucres, lo que no ocurrió sino hasta marzo, justo con la promulgación de la *Ley Fundamental* que hacía oficial el cambio de moneda.²¹

Las ideas del reemplazo de moneda en Ecuador se inspiraron mucho en los resultados que venía observando del desempeño de la economía Argentina con su régimen cambiario de caja de conversión. Se veía a Argentina como el ejemplo de economía que había logrado pasar de una completa inestabilidad y ausencia de confianza del público a recuperar el crédito en la actuación de su política económica gracias a la fijación extrema de su tipo de cambio. Por ello se pensó ¿Cómo no habría de hacerlo todavía mejor Ecuador si no sólo fija el tipo de cambio, sino completamente lo elimina?

¹⁹ *El Universo*, 24 de agosto de 2000

²⁰ IMF (2000b), p. 42

²¹ *Op Cit*, p. 46

Los beneficios esperados de la implementación de la medida eran, si se hacía creíble: a) eliminación del riesgo cambiario, -y con él también- b) reducción del riesgo de incumplimiento en el pago de deuda, c) disminución de los diferenciales en tasas de interés respecto a los prevalecientes en mercados internacionales de deuda, -por ende- d) disminución en la carga fiscal que implica el pago de la deuda, e) mayor aliento a la inversión y el crecimiento y, finalmente, f) reducción de los costos de transacción que originarían una mayor integración económica Ecuador-Estados Unidos y en general don todo el mundo

La propuesta, para algunos, se antojaba interesante dada la historia de altos niveles de inflación y de frecuentes crisis cambiarias que ya había padecido Ecuador

Respecto a las cosas que ya se estimaba que se habría de renunciar se hacía la siguiente relación:²²

- a) La pérdida por ingresos derivados de la emisión de moneda o ingresos por señoreaje, que se estimó representarían alrededor de un punto y medio porcentual del PIB.
- b) La pérdida de políticas monetarias y cambiarias autónomas, que es algo no tan fácil de medir considerando por un lado lo que ellas pudieran hacer para enfrentar choques externos, pero también por otra parte ponderando que ya de por sí buena parte de la economía -en particular el sector bancario- se hallaba desde antes muy dolarizado y eso ya limita los márgenes por ejemplo de realizar una devaluación (hecho que haría que se fugasen capitales).
- c) La pérdida de la habilidad para actuar como prestamista de último recurso (PUR), que de hecho es la pérdida que más se resiente dado el débil sistema bancario con que cuenta y la escasa regulación que el mismo tiene. Sin embargo debe señalarse que durante el pánico bancario de marzo de 1999 el banco central poco pudo hacer para frenar la corrida sobre los depósitos, pues aunque inyectó un buen volumen de liquidez para sosegar la inquietud de los depositantes, debido a la elevada dolarización de los depósitos el esfuerzo fue prácticamente inútil. Ni se pudo evitar el total incumplimiento para con los depositantes, y sí se ejerció con la medida una elevada presión sobre las reservas monetarias, lo que obligaría a ajustar el tipo de cambio en el sentido de ofrecer

²² *Ibid* p 43.

más monedas locales por las de reserva; en suma, llevaría a la depreciación de la moneda.

En la *Ley Fundamental* quedó clara la manera como la dolarización tendría que llevarse a cabo. Se estipuló entre otras cosas que quedaba prohibida la emisión de sucres (a menos que tuvieran un completo respaldo en dólares), la obligación del banco central de cambiar sucres por dólares norteamericanos a la tasa fija ya mencionada así como retirar de la circulación todos los billetes denominados en la anterior moneda; además se exigía a las empresas a cambiar toda su contabilidad a la nueva unidad de cuenta.²³ De la misma manera, se estableció que todos los contratos en dinero con instituciones públicas serían pactados en dólares y que el pago de impuestos internos se efectuaría transitoriamente en ambas monedas al correspondiente tipo de cambio. Los impuestos cobrados al comercio internacional, invariablemente serían en dólares.

La mencionada ley también se refirió al llamado “mecanismo de conversión” de préstamos y depósitos que estaban previamente en sucres para volverlos a dólares a tasas de interés menores, lo mismo que el cambio de títulos denominados anteriormente en dólares a nuevos instrumentos pero con tasas más bajas para que de nuevo pudieran ser comerciados en los mercados financieros. Este proceso se realizó en una sola reducción de la tasa de interés considerando los contratos financieros denominados en sucres y en dólares que en ese momento ya estaban efectuados. El nivel de tasas de interés pasivas se redujo hasta alcanzar 9.35 por ciento anual, mientras que las activas bajaron a un nivel de 16.82 por ciento. La *Ley Fundamental* también especificó un techo máximo para las tasas de interés en el nivel de 24 por ciento.

Finalmente, la legislación introdujo además algunas medidas transitorias con el propósito de aminorar el costo de la falta de un prestamista de último recurso dentro del sistema bancario que se hallaba prácticamente arruinado y se encontraría necesitado de liquidez. Para enfrentar esa situación de falta de liquidez de los bancos con problemas se concedió el *endeudamiento del banco central* al permitirle la venta de títulos denominados en dólares. Además, se contempló la creación de un *fondo de estabilización* cuyo financiamiento tendría cinco fuentes:²⁴

²³ *Op Cit.*, p. 44.

²⁴ *Ibid*, p. 45

- Un desembolso por 40 millones de dólares concedido por la Asociación para el Desarrollo Andino,
- Tomar un uno por ciento de los requisitos de reserva bancarios, que equivaldría 30 millones más.
- Recolocación de los activos financieros de empresas públicas que estaban en manos del Banco Central de Ecuador.
- Préstamos del exterior, y
- Disposición de partidas presupuestarias y emisión de deuda pública.

La única condición que se estableció para que algún banco en problemas pudiera disponer de recursos de este fondo de liquidez fue que ofreciera en prenda o como garantía de los préstamos algo que fuera de consideración.

Desde que se acordó la dolarización, ésta ha avanzado rápidamente en todo el Ecuador: si se toma en consideración que en enero de 2000 se tenía que reemplazar el 100 por ciento de la base monetaria, para mediados de julio ya se había sustituido el 75 por ciento, y hacia fin del mismo año poco más del 80 por ciento, que era un nivel que ya dejaba satisfechas a las autoridades monetarias dado que el restante 20 por ciento de la base monetaria bien podría seguir sin ser sustituido asumiendo la forma de monedas en sucres plenamente convertibles a la moneda norteamericana.

Visto a la distancia, los defensores de la dolarización de Ecuador han tenido que esperar para poder alardear de los beneficios que se prometieron con esa medida, pues se ha argumentado que ella en sí misma no es sinónimo de invulnerabilidad a nuevas crisis financieras ni tampoco de automático crecimiento; muy por el contrario, el argumento que se ha escuchado en muchos otros lugares del mundo en esta nación se repite: además es necesaria la implementación de políticas de ajuste como la disciplina fiscal y el fortalecimiento del sistema bancario, además de buscar la eliminación de “rigideces” que evitan que haya ajustes automáticos por parte del mercado, una de ellas, la que se juzga clave, es la plena flexibilización del mercado de trabajo para que así sean los salarios los que carguen con el peso de las reformas estabilizadoras.

A un año de dolarizada, la economía de Ecuador sigue asediada por presiones en precios que la han llevado observar una inflación galopante que es la más alta de Latinoamérica y a sufrir de aquellos costos difíciles de medir pero que en términos sociales

se resienten, el hecho de haber cedido soberanía económica y monetaria y el elevado costo en términos de bienestar ²⁵

El Salvador

El Salvador es un país ubicado en el Istmo Centroamericano cuya superficie territorial es de 21 mil 41 kilómetros cuadrados, (aproximadamente la del estado mexicano de Hidalgo); tiene una población total cercana a los 6 millones y medio de habitantes, su capital es San Salvador –con un millón y medio de habitantes– Además de la capital otras ciudades de importancia son: San Miguel, Ahuachapan, Santa Ana y Sonsonate.

El clima de El Salvador es tropical, lo que permite que una parte considerable de su economía se sustente en la producción agrícola²⁶ (13 por ciento del PIB, además de que ese sector ocupa a una cuarta parte de la fuerza de trabajo); el producto agropecuario de mayor importancia para su mercado de exportación es el café y enseguida aparece el azúcar. No obstante, al margen del desempeño de su sector primario, El Salvador se ha preciado de ser históricamente la nación más industrializada de las seis que componen la región centroamericana. En la actualidad el sector manufacturero salvadoreño ha sustituido la industria de procesamiento de alimentos, anteriormente base del sector manufacturero, por otra difundida en todo el país sustentada en maquiladoras.

Tres quintas partes de las exportaciones de El Salvador tienen como destino los Estados Unidos; la mitad de sus importaciones provienen de ese mismo país. Se hace evidente, pues, que El Salvador es una economía muy vinculada en términos comerciales a los Estados Unidos. Y lo mismo puede decirse respecto al flujo financiero que hay de la nación norteamericana hacia El Salvador, pues un componente esencial de la balanza de servicios salvadoreña son las remesas familiares que los trabajadores de tal país envían

²⁵ El diario argentino *El Clarín* justamente a propósito del primer aniversario de la dolarización ecuatoriana hace un breve comentario en su editorial del 12 de enero de 2001 en este sentido. Hasta ese momento los rumores de una dolarización argentina no se detenían en el país del Cono Sur; sin embargo la desconfianza mostrada por los inversionistas en torno a la posibilidad de incumplimiento en las obligaciones del gobierno argentino durante marzo y abril de 2001, y el creciente recelo por el sostenimiento del modelo cambiario de caja de conversión cada vez más alejan la posibilidad de que Argentina asuma oficialmente el dólar norteamericano.

²⁶ U.S. Department of State (1999), p. 2

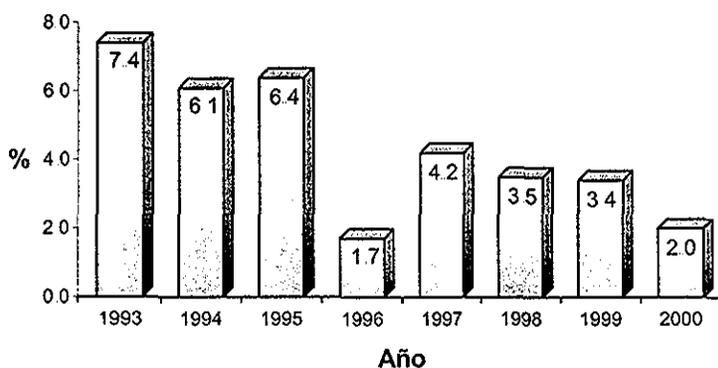


desde los Estados Unidos y que contribuyen en buena medida al financiamiento de los desequilibrios en cuenta corriente. El dato que se tiene para 1998 es que las remesas de los trabajadores salvadoreños en Estados Unidos superaron los mil 300 millones de dólares, lo que representa más o menos 10 por ciento del PIB de la nación centroamericana.

El desempeño económico salvadoreño ha sido mucho una función de acontecimientos políticos y de la habilidad para afrontar desastres que la naturaleza le ha ocasionado, de todo esto ha dado testimonio el devenir histórico de esa nación.²⁷ Lo que parece innegable es el hecho de que su intención por atar su destino al de los Estados Unidos es bastante añeja y no algo novedoso ahora que los encargados de su política económica han decidido reemplazar el *colón* como moneda de curso legal por el dólar.

El salvador ha sido una economía que ha tenido que subsistir en medio de la ruina que trae consigo la inestabilidad social prolongada en muchas décadas. Con la finalización de la llamada Guerra Civil salvadoreña que va de 1930 hasta la firma de acuerdos de paz con los últimos miembros de la guerrilla en 1991 se dio la impresión de que a partir de entonces se emprendería el camino del crecimiento económico acelerado; sin embargo esto sólo ocurrió luego de los primeros años de la posguerra²⁸ como puede apreciarse en el siguiente gráfico.

El Salvador. Tasa de crecimiento del PIB



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador

²⁷ IMF (1999), p. 1

El *boom* salvadoreño sólo pudo mantenerse hasta 1995; a partir de entonces lo que se ha visto es una tendencia marcada hacia la desaceleración de la economía. Para explicar esta tendencia habría que mirar la manera como se ha actuado con relación a la política económica en general

El relativo crecimiento observado de 1990 a 1995 tiene su explicación en los efectos inmediatos de la paz en la nación, de la reforma agraria conseguida en el campo a raíz del conflicto armado y de la política intervencionista estatal en un intento por afianzar el proceso de reconstrucción que determinó el ritmo de la inversión pública real en infraestructura. Es en general un breve periodo de aliento a la demanda en la que consumo e inversión crecen a un ritmo acelerado para después entrar en 1995-1996 en una fase crítica de desaceleración y más tarde de crecimiento moderado.

Durante el 2000 el desempleo ha sido elevado precisamente a causa del escaso aliento a la demanda. Aunque el desempleo en ese año sólo representó 6 por ciento de la población económicamente activa, una tercera parte de ella es considerada como subempleada. Se espera que estos datos aumenten todavía más para el 2001 debido a las secuelas de los terremotos de enero y febrero de este año.²⁹

Las explicaciones dadas al tropiezo que observa la economía salvadoreña luego de 1995 son el creciente déficit externo originado en el deterioro de los términos de intercambio, en particular debido a la reducción sistemática en el precio internacional del café y por otro lado en el aumento del precio del petróleo, del cual El Salvador es importador neto.³⁰ Sin embargo, la reducción en el valor de los bienes agrícolas de exportación no ha sido el único motivo que ha llevado a dilatar el déficit externo salvadoreño. En 1998, a raíz las devastadoras secuelas que dejó a su paso el huracán *Mitch*, una parte muy importante de las cosechas se perdió, lo mismo que infraestructura y ello contribuyó de igual forma a agravar la situación económica con el exterior. Más recientemente, en enero y febrero de 2001, El Salvador sufrió las consecuencias de dos terremotos que dejaron a país con cuantiosas pérdidas humanas y materiales, lo que sin

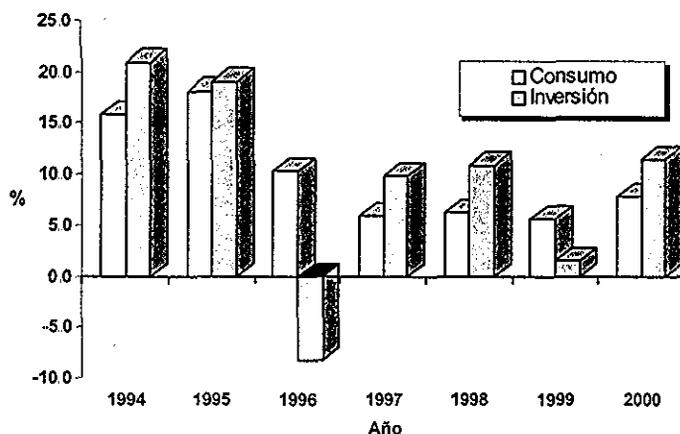
²⁸ U S Department of State, *op cit.* p 2-6

²⁹ Montiel (2001), p 6-7.

duda afectará en gran proporción el desempeño económico que ya de por sí venía haciéndose exiguo.

Al tiempo que esto ha ocurrido, la economía salvadoreña se halla en una dura encrucijada en términos de sus compromisos sociales. ¿Cómo garantizar las bondades del crecimiento a una sociedad que demandó una salida a los problemas de mala distribución del ingreso y pobreza aguda por 50 años a través de la violencia cuando al mismo tiempo sus gobiernos se han hecho a la tarea de adoptar políticas económicas de estabilización que no hacen sino limitar el crecimiento con tal de abatir inflación y procurar finanzas públicas en equilibrio o superavitarias? El problema nace surge porque una vez terminado el periodo de guerra interna y luego del arribo al poder de gobiernos conservadores,³¹ estos han puesto todas sus energías en adoptar para el país centroamericano políticas que van mucho en el sentido de las medidas de ajuste y estabilización aplicadas para los demás países de América Latina.

El Salvador. Componentes de la Demanda
(Tasas de crecimiento)



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador

³⁰ CEPAL (2001) y IMF (1999)

³¹ El primero de ellos en 1989 encabezado por Alfredo Crisitani (1989-1994), a quien le sucedió Armando Calderón Sol (1995-1999) y desde entonces Francisco Flores, todos del partido derechista Alianza Republicana Nacionalista (ARENA). La única excepción a esta serie de gobiernos de derecha fue la del gobierno conciliador de José Napoleón Duarte a mediados de los años ochenta, todavía en el proceso de pacificación del país.

El Salvador no se ha escapado a esa especie de fiebre avasalladora que en el mundo representa la libertad de mercado –mercantil y financiera– y el escrupuloso cuidado en el ejercicio del gasto público. Con los antecedentes de su guerra civil El Salvador fue incapaz de poder atraer un mínimo de inversión extranjera, sobre todo de 1979 a 1990, razón por la cual desde entonces ha tratado por todos los medios de limpiar aquella imagen de país no apto para atraer capital extranjero por lo inseguro que ello representaba, por lo mismo volcó los instrumentos de política económica a su alcance hacia el saneamiento de las finanzas públicas y la reducción del nivel inflacionario; para luego usar esos resultados como cartas de presentación ante los mercados internacionales de capital

En cuanto a esto, El Salvador ha sido objeto de crédito por parte de organismos financieros internacionales como el Fondo Monetario Internacional (para apoyar programas de estabilización), el Banco Interamericano de Desarrollo (para programas de combate a la pobreza), el Banco Centroamericano para la Integración Económica (para la reparación de infraestructura carretera) y el Banco Mundial (para apoyar la reforma agraria)³² Estos créditos, junto con los realizados por el sector privado, han llevado a que la deuda externa total, no sólo la pública, supere los 2 mil 800 millones de dólares en 2000, y a que los pagos por su servicio originen transferencias al exterior mayores al 3 por ciento del PIB³³ Debido a sus relativamente bajos niveles inflacionarios en relación con el resto de los países latinoamericanos, El Salvador ha podido considerarse un agente de crédito internacional; sin embargo estos créditos han tenido efectos no muy considerables en términos del crecimiento económico. Ahora más que nunca dependerá de este tipo de apoyos para emprender sus programas de reconstrucción luego de los sismos de 2001

Las políticas de estabilización también han puesto énfasis en la disciplina fiscal. En julio de 1989, ya en el régimen de Alfredo Cristiani en la presidencia, se comenzó el adelgazamiento del sector público con la privatización bancaria, la reducción de los aranceles a las importaciones, la liberalización sin excepciones a los precios de bienes de consumo, etcétera. Más tarde la administración de Calderón Sol prosiguió por este camino de apertura comercial y de privatización; los sectores objetivo fueron telecomunicaciones y

³² U S Departement of State. *op. cit.*, p 8

³³ Banco Central de Reserva de El Salvador (2000)

el sector eléctrico; bajo su gestión se fomentó mucho la participación privada en estos nuevos nichos de mercado.



La forma como se buscó enfrentar el problema de la inflación fue a través de la instrumentación de políticas monetarias restrictivas de parte del Banco Central de Reserva cuyo pilar básico fueron las operaciones de mercado abierto, lo que por otro lado generó una excesiva carga financiera para el estado por los montos acumulados de deuda interna. No obstante, como la gráfica anterior lo muestra, la tendencia hacia la eliminación de presiones inflacionarias se ha revertido a partir de 1999 y ya en el año 2000 de nueva cuenta fueron avivadas. Es posible señalar que el déficit fiscal no ha podido ser eliminado y que por el contrario presenta desde 1995 una tendencia a crecer respecto a su participación dentro del PIB.

A propósito de las finanzas públicas, las políticas seguidas en estos años han tenido como consecuencia la reducción del ingreso disponible de los salvadoreños al enfocar el problema de la reducción del déficit público no sólo desde la óptica de reducción del gasto, sino también a través de una progresiva elevación de la recaudación vía la imposición de tributos al consumo (productos agrícolas y medicamentos).

Con relación al sector externo El Salvador ha tenido que afrontar, como ya se mencionó, choques externos provocados tanto por la evolución del contexto económico mundial como por las inclemencias naturales sufridas sobre su territorio, lo que ha hecho que sus productos de exportación se abaraten y los de importación sean cada vez más caros.

En resumen, lo que puede decirse sobre la evolución de la economía salvadoreña durante la década de los años noventa es que aunque experimentó un fuerte crecimiento durante la primera mitad de esos diez años, los segundos se han presentado como de abierta desaceleración en medio de la instrumentación de políticas económicas restrictivas que han puesto más atención en el método de atraer capitales del exterior mediante la reducción de la tasa de crecimiento de los precios y siendo escrupulosamente parsimoniosos en el ejercicio del gasto público con el mismo propósito. La demanda ha sido fuertemente sacrificada y si acaso sólo es el componente de exportaciones, básicamente compuesta de productos agrícolas y productos derivados del sector maquilador, los que han experimentado relativo crecimiento aunque a niveles nada importantes debido al constante deterioro de los términos de intercambio y a la destrucción de la capacidad exportadora cuando han acaecido desastres naturales.

En este aspecto cabe señalar que recientemente, enero y febrero de 2001, el país sufrió una nueva catástrofe ahora producto de dos sismos que originaron la destrucción de una considerable parte de hogares, escuelas, plantas industriales, caminos y demás centros de actividad económica. Este nuevo drama en El Salvador seguramente no hará sino acentuar con mayor claridad esa tendencia al estancamiento, o en el peor –pero probable de los casos– dar lugar a una severa crisis que por un infortunio estaría ocurriendo justo cuando el país ha decidido sacrificar su moneda para reemplazarla por la circulación de los Estados Unidos.

El análisis de la dolarización sólo puede hacerse haciendo una inferencia de las causas que llevaron al gobierno a tomar esa medida teniendo como referente principal la evolución económica reciente. Una valoración de las consecuencias de la dolarización no puede elaborarse todavía en la medida que el acontecimiento no ha acabado de consolidarse y dado que éstas están por llegar.

Como ya ha podido apreciarse El Salvador es una nación altamente vinculada con la economía de los Estados Unidos en términos comerciales, pero también en cuanto al flujo

de recursos financieros. Comercialmente Estados Unidos es el mayor mercado para sus exportaciones y también su principal abastecedor de bienes importados; en cuanto a las relaciones financieras que los unen, están las remesas que los trabajadores salvadoreños en Estados Unidos envían hacia la nación centroamericana; pero por otra parte, también es digna de consideración la gran cantidad de recursos financiero del exterior de que depende El Salvador para su cotidiano desenvolvimiento y que tiene para él como consecuencia la transferencia de una parte de su producto por concepto de pago de servicio de deuda.

Dado este estrecho vínculo económico entre El Salvador y los Estados Unidos es que cobra gran importancia la política cambiaria para el país centroamericano. Hasta 1990 El Salvador mantenía una política de tasas de cambio diferenciadas con el objeto de mantener en rangos estables el monto de los intercambios comerciales, pero esta política terminó siendo reemplazada por otra de libre flotación que lo único que originó fue una depreciación en términos nominales del colón en 60 por ciento respecto al dólar estadounidense entre 1989 y 1991. Finalmente, en medio del llamado *boom* salvadoreño, en 1993 se fijó de manera no oficial el precio del dólar en 8.73 colones.³⁴

Debido a la tendencia decreciente de los precios fue que la paridad de 8.73 colones por dólar prevaleció más o menos estable, y este hecho, aunado al grado de vinculación comercial y financiera con Estados Unidos —que no ignoraban en absoluto las autoridades de la política económica salvadoreña— llevaron al primer intento de reemplazo de la moneda local por la norteamericana justo al final del periodo de alto crecimiento de la economía en El Salvador. En 1995, presumiblemente a causa de un relajamiento en la política monetaria que siguió a la elevación del impuesto al valor agregado y al avivamiento de presiones inflacionarias, la economía salvadoreña entraba en una seria desaceleración. Como medida para regresar a los niveles de estabilidad previamente alcanzados se pensó de inmediato en el reemplazo del Colón por el dólar a mediados de 1995;³⁵ este sería un paso todavía más allá en la fijación del tipo de cambio. Sin embargo muy pronto se desistió de la idea, la cual que fue pensada por el propio presidente Calderón Sol.

³⁴ U.S. Department of State. *op cit*, p. 7

³⁵ *Ibid*.

EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE DOLARIZACIÓN

Los acontecimientos económicos que siguieron a 1995, a los que ya se ha hecho alusión, acentuaron la tendencia al estancamiento de El Salvador, con la de que gradualmente el desequilibrio externo se hacía más abultado y con dificultad era posible contener el déficit fiscal. Esos acontecimientos representaban focos potenciales de inestabilidad económica, razón por la cual es creíble que hayan sido factores determinantes para la final dolarización del país.

Desde mediados de 2000 el presidente Francisco Flores estuvo en contacto con autoridades norteamericanas y del Fondo Monetario Internacional buscando el consentimiento y el apoyo para la medida. Según un diario salvadoreño,³⁶ inclusive las reuniones secretas alcanzaron al entonces Secretario del Tesoro Norteamericano Lawrence Summers, quien en la entrevista con el presidente se dirigió a él con las siguientes palabras:

"Hace quince días –repuso–, cuando me pidieron la cita, yo creía que El Salvador era una república bananera más como otras naciones de Centroamérica. Después me puse a estudiar los informes económicos sobre el estado de la economía de su país y ahora puedo advertirles que, si me lo piden, tienen todo mi apoyo para que se dolaricen. Están en condiciones muy favorables para hacerlo".

Así la situación, se comenzó a elaborar la propuesta por el gabinete, el cual la turnó a la Asamblea Legislativa de El Salvador, único órgano del poder legislativo en esa nación cuyo trabajo fue aprobarla. La aprobación se consiguió en medio de duras críticas de parte del ala socialdemócrata en el congreso representada por el Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional, otrora el grupo guerrillero más importante de El Salvador al momento de la firma de los Acuerdos de Paz de 1991-1992.

El 30 de noviembre de 2000 fue constituida la Ley de Integración Monetaria, soporte legal de la dolarización de El Salvador la cual según la exposición de motivos era redactada en consideración de:³⁷

- Mantener una política monetaria acorde con la promoción de “el desarrollo ordenado de la economía nacional”.

³⁶ *El Diario de Hoy* (periódico), San Salvador, enero 2 de 2001.

³⁷ Asamblea Legislativa de la República de El Salvador (2000).

- “A efecto de incorporar efectivamente a El Salvador al proceso de integración económica mundial, se vuelve necesario dictar las regulaciones que faciliten el intercambio comercial y financiero con el resto del mundo”
- Para “preservar la estabilidad económica que propicie condiciones óptimas y transparentes que faciliten la inversión, y de garantizar el acceso directo a mercados internacionales, se vuelve necesario autorizar la circulación de monedas extranjeras que gocen de liquidez internacional”.

El tipo de cambio, a partir del primer día de 2001 ha quedado establecido en 8.75 colones por dólar y se busca el reemplazo total de las monedas salvadoreñas por los dólares en la medida en que el dólar será la moneda que oficialmente sirva para liberar del pago de adeudos públicos y privados y de que es a partir de esa fecha la unidad de cuenta en El Salvador. El Artículo 3 de la citada ley lo oficializa al señalar que “El dólar tendrá curso legal irrestricto con poder liberatorio ilimitado para el pago de obligaciones en dinero en el territorio nacional”.³⁸

La dolarización, se presume, provocó la reducción anticipada de los niveles de las tasas de interés nominales justo antes de la entrada en vigor de la Ley de Integración Monetaria,³⁹ empero el escenario festivo que empezaba a prevalecer entre los encargados de la política económica quedó completamente ensombrecido en quince días con los terremotos que afectaron los sectores vivienda, educación y a la pequeña empresa

Justo ahora que el país ha dejado de tener como herramienta su política monetaria, los requerimientos financieros serán uno de los limitantes más agudos que enfrente El Salvador para echar a andar su Programa de Reconstrucción, el cual se estima requerirá por lo menos de 2 mil millones de dólares cuya procedencia difícilmente podrá ser otra que la contratación de nuevos préstamos internacionales.

La dolarización para El Salvador suponía ser una medida preventiva que tenía la intención, desde una perspectiva ortodoxa del manejo de las herramientas de política económica, de revertir la tendencia hacia el estancamiento que ya presentaba la economía salvadoreña luego de 1994. No obstante, con la eventualidad de los desastres ocasionados por los terremotos el descontento social asociado a la falta de atención a los problemas de

³⁸ *Ibid.*

³⁹ Montiel (2001), p 4

EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE DOLARIZACIÓN

vivienda, empleo, hospitales, etcétera, se vuelven también motivos para que la sociedad reniegue por la adopción de una moneda extranjera.

Hasta el día de hoy, mediados de 2001, las manifestaciones de protesta en contra de la dolarización y las intenciones de múltiples grupos por regresar al antiguo colón se han vuelto un foco más de tensión social para el gobierno salvadoreño

4

Potenciales costos de la dolarización

A continuación se presentan los rubros precisos en los que la dolarización oficial puede tener un impacto para las economías que la adopten el cual signifique para éstas un costo. Algunos de tales impactos han sido catalogados como beneficios, pero en la siguiente exposición se tratará de explicar por qué incluso los llamados “beneficios” de la dolarización deberían tomarse con reserva. Finalmente se presenta un ejercicio de medición del costo financiero de una hipotética dolarización en México durante la década de los años noventa.

Las primas de riesgo

Las primas de riesgo son las compensaciones que se le hacen al capital por el hecho de tener que tolerar un ambiente incierto o riesgoso en las áreas de inversión. Si un ahorrador estadounidense, por poner un ejemplo, desea invertir en algún país que no es el suyo esperará que los intereses de su inversión sean por lo menos equivalentes a los que esperará obtener dentro de los Estados Unidos. Sin embargo, como la inversión de sus ahorros será en documentos denominados en moneda extranjera, los resultados esperados de la



colocación de su capital fuera de su país estarán sujetos a un escenario de riesgo diferente al que prevalece dentro de su nación.

La diferencia de riesgos entre inversiones locales y extranjeras expresa la posibilidad de devaluaciones de la moneda extranjera, lo que puede erosionar el poder de compra del capital invertido. Pero además del riesgo cambiario, las inversiones extranjeras enfrentan el riesgo atribuible a cambios bruscos en la estabilidad política o a la pérdida de confianza de los inversionistas en el gobierno extranjero al no comprometerse a salvaguardar la propiedad privada de los extranjeros

De esta suerte, si ocurre una devaluación o si por alguna razón asciende al poder un gobierno cuya intención es expropiar las inversiones extranjeras, o si en su defecto éste decide desconocer sus deudas o demuestra incapacidad para pagarlas, entonces la inversión se perdería parcial o completamente. Ante esta situación de riesgo, los ahorradores extranjeros estarían dispuestos a invertir fuera de sus países sólo si el rendimiento de sus inversiones es por lo menos igual al que recibirán dentro de sus naciones, y si además de ello existe una compensación por el riesgo de que se verifique una de estas situaciones perniciosas para sus actividades.

La compensación referida se denomina en Finanzas *prima de riesgo*. Ésta se compone tanto del *riesgo de fluctuación* no contemplada en el tipo de cambio, así como del riesgo político, llamado también *riesgo soberano* o *riesgo país*. Por tanto, puede decirse que las tasas de interés de dos países difieren entre sí debido a la presencia de esta prima de riesgo. La teoría en la que se basan estos razonamientos se conoce como *Teorema de la paridad descubierta de tasas de interés*, sostiene que en situación de equilibrio y con libre movimiento de capitales, la diferencia entre la tasa de rendimiento sobre inversiones equivalentes denominadas en monedas diferentes –expresadas en una misma moneda– es igual a la depreciación esperada del tipo de cambio.¹ Matemáticamente, esto puede expresarse como:

$$i_t^* - i_t = \Delta e_{t+n}$$

donde i^* es la tasa de interés del activo denominado en moneda extranjera, i es la tasa de interés del activo denominado en moneda nacional y Δe es la variación esperada en el tipo de cambio –apreciación o depreciación– de la divisa nacional con respecto a la extranjera,

en la fecha de vencimiento de las obligaciones (los subíndices se refieren a los periodos de tiempo, siendo t el periodo actual y n en el que está pactado el vencimiento de las obligaciones) Tomando en cuenta lo anterior, si la tasa de rendimiento del instrumento extranjero fue de 10 por ciento ($i^* = 10\%$) y la del instrumento nacional fue de 15 por ciento ($i = 15\%$), el cambio esperado en el valor de la divisa nacional, en términos de la divisa extranjera sería una depreciación de 5 por ciento ($10\% - 15\% = -5\%$).

Δe , la apreciación o depreciación esperada de la divisa nacional a la fecha de vencimientos de los valores se expresaría como una tasa de cambio en los siguientes términos:

$$\Delta e_{t+n} = \frac{e_{t+n} - e_t}{e_t}$$

donde e_{t+n} es el tipo de cambio esperado a la fecha de vencimiento de las obligaciones, y e_t es el tipo de cambio al contado. Pero e_{t+n} es un valor que requiere ser estimado y para ello el mercado toma en consideración el *tipo de cambio a plazo*², F , que es una especie de promedio de las expectativas de los miembros del mercado que lleva a la siguiente expresión:

$$\Delta e = \frac{F_{t+n} - e_t}{e_t}$$

Pero por otra parte, el mercado ha definido como *prima de riesgo* precisamente a la diferencia entre el tipo de cambio a plazo y el tipo de cambio que existe al contado, con lo que si denominamos a la prima adelantada como p , se tiene que $p = \Delta e$ y por tanto la expresión anterior queda como

$$p_t = \frac{F_{t+n} - e_t}{e_t}$$

Y esto al reemplazarse en la ecuación del teorema de la paridad descubierta de tasas de interés lleva a la expresión final

$$i_t^* - i_t = \frac{F_{t+n} - e_t}{e_t}$$

¹ Rivera-Bátiz y Rivera Bátiz (1985), pp 101-144

² Del inglés *forward exchange rate*

Esta ecuación lo que indica, en esencia, es que el diferencial de rendimientos entre inversiones locales y extranjeras *depende de las expectativas* que se tengan sobre el tipo de cambio, las cuales quedan expresadas en la prima de riesgo adelantada, que equivale al diferencial entre el tipo de cambio a plazo y el tipo de cambio al contado. Pero no debe olvidarse que esta prima de riesgo está conformada en realidad por dos tipos de riesgos: el de movimiento en el tipo de cambio y el riesgo soberano, ambos de los cuales dependen de las expectativas que se forman los agentes y esta razón hace que los riesgos sean no aditivos

El teorema de la paridad descubierta de tasas de interés al mismo tiempo expresa que si no existieran movimientos en el tipo de cambio, las tasas de interés en el exterior y las locales deberían ser las mismas. O lo que es lo mismo, si no existiese incertidumbre las tasas de interés serían equivalentes. Por esta razón, basados en dicho teorema, los economistas neoclásicos esperan que la dolarización, al eliminar por completo el tipo de cambio, traiga consigo el beneficio de la eliminación del riesgo que se atribuye a una devaluación y al mismo tiempo provoque una disminución en las primas por el riesgo país dada la confianza que inspirará a los inversionistas el colocar su capital en inversiones denominadas en el medio de pago más aceptado a nivel mundial; de ocurrir así —continúa su razonamiento— la reducción en las tasas de interés se traduciría en menor costo del servicio de la deuda pública y también en aumento de la inversión, garantizándose así condiciones de crecimiento

Sin embargo, como ya se dijo, los riesgos de que se compone la prima de compensación son no aditivos. En el caso de un escenario de incertidumbre en el que se generan expectativas el todo no es la suma de las partes; un estado de incertidumbre no puede descomponerse en “grados” o “magnitudes” de incertidumbre; de tal suerte, resulta incorrecto afirmar “hay más incertidumbre” o “menos incertidumbre”, en realidad el concepto sólo admite, en sentido estricto, la posibilidad de que haya o no incertidumbre. es un concepto que no admite gradación, y por tanto, como diría G.L.S. Shackle no commensurable como sí lo es la probabilidad.³ Esta consideración hace que aún eliminando

³ G.L.S. Shackle ha sido uno de los más lúcidos economistas en abordar la distancia que divide entre el concepto de probabilidad, punto de partida de toda la metodología y práctica econométrica hasta nuestros días, y el concepto de incertidumbre, que a decir de los eventos de toma de decisión económicos son los que predominan en la realidad. La mayor parte de sus ideas relativas a este tema están plasmadas principalmente

el riesgo cambiario, la incertidumbre no se elimine y que por lo tanto el monto de la prima mantenga cierta magnitud.

Si la prima de riesgo adelantada no considerase el riesgo país sería claro que con la dolarización las tasas de interés entre ambos países serían las mismas. Pero en realidad ocurre que aun en contexto de dolarización sigue quedando un componente de incertidumbre que ni la propia dolarización es capaz de eliminar; o sea, el riesgo atribuible al entorno económico y político específico de cada nación, siendo breves, el riesgo país. Lo que equivale a decir que aún cuando se adopte oficialmente el dólar, las tasas de interés de los países dolarizados no serán las mismas que la que prevalece en los Estados Unidos y ésta es una razón suficiente para que los inversionistas que deseen colocar su capital en esas naciones las sigan considerando diferentes respecto a los Estados Unidos, incluso a pesar de que el dólar sea la moneda en que estén denominados los activos para invertir.

Los defensores de los esquemas de dolarización están de acuerdo en que las tasas de interés por ejemplo de Panamá y de Estados Unidos sobre activos equivalentes no serán iguales, sin embargo sí suponen que los diferenciales entre ambas necesariamente habrán de disminuir. Mas esa situación es difícil de prever puesto que tanto en escenario de dolarización como en escenario de mantenimiento de la moneda local la prima de riesgo adelantada depende de expectativas.

Pero la estimación de estas expectativas, y con ello la magnitud de la prima implícita para compensar el riesgo es, como ya se mencionó, una categoría no aditiva que permitiese decir que el monto de la prima de riesgo es igual a la *suma* del riesgo país *más* el riesgo de devaluación. El origen de la prima de riesgo, que da lugar a ambos tipos de riesgo es la incertidumbre, la cual no se elimina con la dolarización. De tal forma, aun cuando se elimine el riesgo devaluatorio puede ser que el riesgo país continúe estando igual o incluso más alto por otros factores que las mismas expectativas habrán de determinar.

A propósito, vale la pena señalar que cuando se ha logrado integrar el mercado de capital a una escala mundial permitiendo su libre desplazamiento de una plaza financiera a otra, el riesgo de una salida masiva de capital ya no sólo depende de condiciones internas como la inestabilidad económica o política, sino también de las condiciones que

en sus trabajos *Uncertainty in Economics* de 1955 y en *The Years of High Theory* de 1967. Las conclusiones a las que arriba Shackle son contundentes en términos del cuestionamiento que hace a la metodología de la

prevalezcan afuera. De tal manera que si con la dolarización se ha logrado eliminar el riesgo de devaluación cambiario, con la liberalización del capital se ha añadido un ingrediente más de incertidumbre que se refiere a que independientemente de que se dolarice o no, una nación deberá tomar en cuenta la evolución de las tasas de interés en otros países para que en función de ellas, busque una variación proporcional con éstas independientemente del riesgo país, el propósito sería evitar una salida abrupta de capital. De tal suerte, para mantener estático un determinado volumen de recursos financieros al interior de una nación deberá monitorearse constantemente la evolución de ese nuevo tipo de riesgo para de inmediato incorporarlo a la prima compensatoria del rendimiento nacional.

Esa es la consecuencia de la liberalización financiera. Con o sin dólar, las economías seguirán pagando el impuesto de la compensación financiera que resulta de un mundo en que el capital no tiene más control que el de quedarse con quien mejor pague por él.

Cuando Estados Unidos decide modificar su tasa de interés por cuestiones internas de política económica, afecta en el exterior al resto del mundo. El uso del dólar como medio de pago común internacionalmente ha provocado que sea el mismo Estados Unidos el que gobierne la política monetaria de los demás países en un contexto de mercados de capital integrados. Así, cuando sufre de inflación y aumenta la tasa de interés, aunque los demás países estén en una fase depresiva del ciclo, ellos verán todavía más agudizada la caída del ingreso y del empleo con tal de no permitir la fuga del capital. En cambio, si Estados Unidos está en una fase depresiva y reduce su tasa de interés, el resto de mundo podrá relajarla también para buscar una activación económica, mas esta reducción de los rendimientos jamás podrá ser de la magnitud de la de los Estados Unidos. La dolarización sólo sirve para estrechar aún más este mecanismo de transmisión.

Una prueba de que el esquema de dolarización no ha logrado reducir la incertidumbre la ofrece el caso Panameño. Aun cuando Panamá lleva casi cien años de dolarizado, sus tasas de interés, no obstante que han permanecido estables, jamás han sido de la magnitud de la de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Lo que significa que el riesgo país es un factor importante independientemente de la moneda que se adopte. Por

economía aplicada moderna, la cual se apoya básicamente en los métodos estadísticos.

otro lado, cabe mencionar que Panamá ha sido también en los últimos años una de las economías latinoamericanas que ha recibido un mayor drenaje de recursos desde el Fondo Monetario Internacional para efectos de apuntalar los desequilibrios originados en su balanza de pagos y en particular en su balanza de capital.

Finalmente, es probable que más que observarse una reducción en las primas de riesgo por efecto de la dolarización, se observe, en el mejor de los casos, un nivel constante de ella en el mediano plazo en la medida en que a nivel mundial se efectúa una competencia férrea por el capital y debido a que ya desde antes de la dolarización oficial una buena cantidad de deuda de los países latinoamericanos estaba denominada en dólares.

La estabilidad y la integración

La estabilidad, entendida como ausencia de posiciones insostenibles en balanza de pagos, ya sea que provengan estas de la cuenta corriente, pero sobre todo en los tiempos actuales de la cuenta de capital, es una situación que la dolarización es incapaz de garantizar. Si por estabilidad se entiende la posibilidad de evitar las crisis financieras, eso es algo que la dolarización es incapaz de remediar toda vez que el origen de los disturbios financieros actuales depende más de la ausencia de regulación de los flujos de capital que de la existencia de una gran cantidad de monedas, las cuales por lo demás han existido desde hace bastante tiempo.

Como ya se dijo anteriormente, si la adopción del dólar hubiese significado una mayor estabilidad para Panamá, este país no habría tenido necesidad de recurrir tan copiosamente a los recursos de ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional.

Por lo tanto, dolarización como sinónimo de estabilidad es un truco más para el convencimiento de la adopción de la moneda norteamericana en las naciones latinoamericanas que hace suponer responde a un interés que no es necesariamente el de la estabilidad.

Que la dolarización traerá consigo un mayor grado de integración financiera con las naciones que la lleven a cabo, no queda ni duda alguna. Pero partiendo de la opinión antes vertida en el sentido de lo dañino que potencialmente puede volverse esta integración

¿podría pensarse todavía que esto es una virtud? Aunque los gobiernos y las empresas de los países que renuncien a su moneda local ahora ya podrán financiar sus gastos con los recursos de quienes posean ahorros en dólares, es muy probable que a estos ahorradores les importe menos el destino de las inversiones, como su seguro rendimiento, y que en cuanto sospechen que éste no se realiza en condiciones normales de rentabilidad exigirán su reembolso.⁴ De tal suerte que la “ventaja” de poder integrarse financieramente al mercado internacional de capitales no se percibe por ningún lado, y en cambio sí se prevé un problema todavía mayúsculo: Si antes de la dolarización los inversionistas podían distinguirse entre nacionales y extranjeros, ahora ya aunque sean residentes se comportarán como extranjeros. Los rendimientos de la deuda en ambos casos serán denominados en dólares y la sola introducción de esta moneda volverá a todos los poseedores de documentos de deuda, pública o privada, en inversionistas *offshore*.

Además de propiciar un escenario de integración financiera, se dice que la dolarización contribuirá a elevar el grado de integración comercial con los Estados Unidos a un nivel inconcebible por otros mecanismos. Con una divisa común se presume que habrá una reducción considerable en los costos de transacción entre los potenciales socios comerciales del mercado estadounidense y también una reducción de todas aquellas restricciones que afectan el comercio transfronterizo. De eso tampoco queda la menor duda, la única cuestión que queda por dilucidar sería ¿Qué tan benéfico es un proceso de integración que se realiza entre desiguales? La respuesta en términos teóricos la han dado ya muchos críticos del modelo clásico ricardiano del comercio internacional que se basa en la explotación de las ventajas comparativas. La crítica resalta que a mayor integración, mayor es el dominio de la economía desarrollada sobre aquella que, parafraseando a Gérard De Bernis,⁵ hace las veces de una economía “afiliada”.

Muy a propósito este autor explica de qué manera los procesos de integración internacional tienen como fundamento relaciones tendientes a acentuar condiciones de desigualdad en las que la moneda juega un papel crucial:

⁴ En la actualidad el mecanismo de financiamiento persigue la obtención de rendimientos seguros en periodos de vencimiento extremadamente cortos, por esta razón pretender regular la llamada inversión de corto plazo sin afectar su libre tránsito es semejante a querer atrapar el viento con las manos

⁵ De Bernis (1987) p. 842.

“... la moneda viene a jugar un papel determinante en el proceso de integración internacional de cada sistema productivo, a grado tal que las monedas –no la “forma” aparente de la moneda, sino el estado de su independencia en particular– constituyen los criterios para ponderar con mayor certeza su pertenencia o no a otro sistema productivo. Puesto que la moneda del país “anexado” es, de hecho, la moneda del país “dominante”, la moneda fortalece, financia en el sentido propio del término la inserción hacia fuera y ella misma contribuirá a hacer más grande la desigualdad al interior del país “anexado”.”⁶

Por supuesto que lo es válido para un escenario en el que la nación “anexada” todavía tiene moneda, se acentúa todavía más en aquella situación en la que ya hasta la *forma aparente* de ésta se ha perdido, que es el caso de la dolarización oficial.

En términos prácticos el “supuesto” de la mayor integración comercial con los Estados Unidos es algo también digno de tomarse con reservas.⁷ México es el ejemplo vivo de las consecuencias a veces no tan benévolas de una integración tan asimétrica como la atestigua su participación en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte. La creación de esta área de libre comercio se ha traducido para México en un incremento enorme del consumo de manufacturas norteamericanas que ha llevado a la completa desarticulación del sistema productivo que se fue creando durante el periodo de posguerra y que se basó en la producción nacional de una gran cantidad de productos que ahora se importan.⁸ En contraparte, los Estados Unidos no han dejado de practicar un proteccionismo selectivo basado en barreras no arancelarias en contra de los productos que a su juicio representan serios perjuicios a los sectores e industrias de su país.⁹ En este sentido Loría (1999) concluye lo siguiente:

“Por principio de cuentas, es necesario decir que para todo el periodo de análisis (1980-1998) no parecen validarse las bondades que la teoría neoclásica le atribuye

⁶ *Ibid*

⁷ Es una gran cantidad de autores los que comparten este punto de vista, de ellos, por citar sólo algunos trabajos recientes destacan Loría (1999), Guillén Romo (2001) y Alcaraz Ortiz y Alcaraz Proust (2001)

⁸ Guillén Romo (2001), p. 474-477.

⁹ Alcaraz Ortiz y Alcaraz Proust (2001)

*al libre comercio, al menos en lo que respecta al empleo, producción y balanza comercial*¹⁰

Los ingresos por señoreaje

Una vez que se ha examinado cómo los supuestos “beneficios” de la dolarización en realidad dejan de ser tales vistos desde ángulos distintos, vale la pena ahora hablar de los costos, admitidos aun a regañadientes en la literatura convencional de la propia dolarización.

Al eliminarse la moneda local se eliminan los requerimientos de reservas internacionales en el banco central, y si éstos representaban un ingreso al ser colocados en la compra de activos financieros, de igual manera este ingreso, llamado ingreso por señoreaje, también deja de existir.

Para entender en forma precisa en qué consiste este ingreso, es necesario hacer un recuento histórico basado en las formas más simples del dinero, para después entender cómo es que con la adopción del dólar, las naciones que decidan sustituir su moneda local también estarán renunciando a un aparte importante de ingreso.

Las monedas de contenido metálico pleno, tales como el oro amonedado contenían metal en una proporción muy próxima a aquella cantidad que exhibían en el valor nominal. Bajo el patrón oro el metal podía ser sacado de la mina y acuñado libremente en una paridad armónica con el oro, a lo cual había que sustraerle un pequeño cargo de señoreaje por el privilegio de la acuñación que ostentaba para sí el soberano o el estado. El dinero fiduciario y el papel moneda, por contraste, cuesta mucho menos producirlo que el valor que exhibe en su denominación. Al exceso del valor de su denominación en relación con el costo de producirlo se le llama también señoreaje por alusión al *señor* o gobernante que emitía la moneda en tiempos antiguos.

Como puede verse, la única forma de que pueda existir este ingreso por señoreaje es a través de que el dinero exhiba un valor nominal mayor al que representa la mercancía

¹⁰ Loria, *Op Cit*, p 77

usada para tal fin. De tal suerte, ahí donde existe una moneda totalmente convertible, el ingreso por señoreaje deja de existir.

Como se pudo ver en la sección dedicada al dinero del **Capítulo 2**, la existencia del dinero va de la mano con la hegemonía del estado según la visión cartalista; usando esta teoría se puede explicar también el ingreso por señoreaje. Según se dijo, el estado tiene la autoridad para imponer sobre sus gobernados un tributo y también para dictaminar la forma como este tributo será recaudado. Desde ese momento, la forma específica en que se ha decidido hacer el cobro de los impuestos adquiere la forma de dinero, y tiene valor porque es el estado el que garantiza su aceptación para la liquidación de adeudos, públicos y por añadidura privados. En estas circunstancias, el estado controla la cantidad de dinero y también el monto de la tributación.

Cuando el Estado dice “este papel tiene valor porque en él está impreso mi sello de autoría y en consecuencia cualquiera de mis gobernados lo puede usar para pagar las deudas que tiene conmigo” está también diciendo que la diferencia entre el costo que le representa hacer el papel moneda y asentar en él su sello *vis-à-vis* el valor que él le quiera dar por encima de su costo de producción, será un impuesto más que se adjudicará para sí, y que una vez puesto este dinero en circulación se materializará en bienes tangibles producto del trabajo de sus gobernados. A este “impuesto” es a lo que se le ha dado en llamar ingreso por señoreaje, y es consustancial a todo dinero fiduciario.

Para aquél país que adopte una moneda extranjera en lugar de usar la suya propia es muy probable que renuncie al disfrute del ingreso que nace del privilegio de la acuñación monetaria. Pues el poder de imponer ese impuesto sobre sus gobernados, no es que se desvanezca, sino que se transfiere a otro estado; diríase metafóricamente a un nuevo “señor”.

Por consiguiente este estado dolarizado se enfrentará a la necesidad de comprar la totalidad del acervo de moneda doméstica que circula dentro de su territorio, la cual se halla en manos del público y de los bancos, con dólares de las reservas internacionales o en otro caso mediante recursos prestados del exterior. En todo caso la medida tiene un costo financiero importante.

Existen datos de que este costo de ceder el señoreaje es alto para algunas economías; por ejemplo, para Argentina se estima que el costo de la dolarización en este

rubro representaría algo así como el 0.2 por ciento de su Producto Interno Bruto anual y podría elevarse según aumente la demanda de dinero del público. Y como si este acuerdo fuese un juego de suma cero, las pérdidas por señoreaje de una nación son ganancias para los Estados Unidos, por este motivo los promotores de la dolarización en las naciones latinoamericanas verían como un acuerdo más atractivo uno que incluyera el reparto del señoreaje de acuerdo con alguna norma preestablecida que minimice esta pérdida para los países de decidan eliminar su moneda local por el dólar; de hecho, un acuerdo de este tipo estaría confeccionado a inspiración de aquél que opera entre las naciones europeas que han adoptado el euro, sin embargo no parece haber visos de que así pudiera darse.

Como ya se ha dicho, cuando un país acepta reemplazar su moneda por el dólar estadounidense, dicho país renuncia al flujo de ingresos por concepto del monopolio que implica la acuñación (*seignorage*); este ingreso, por lo demás, desde ese momento es drenado hacia el banco central de los Estados Unidos. Por este motivo, un aspecto interesante de la discusión en torno a los costos de la dolarización se refiere a la manera como quedaría distribuido el ingreso por amonedación entre los países que dolarizan y los Estados Unidos; aunque —como sería de esperarse en relación a esto— los Estados Unidos no tienen un gran interés, al menos momentáneamente, por crear áreas de moneda única en las que se tenga que compartir la responsabilidad de la gestión monetaria, ni mucho menos en compartir los beneficios que arroja el uso de su moneda. La razón de ello consiste en que el dólar es un activo de reserva mundial, una moneda vehículo en el mundo, con tanta importancia como para ceder un poco del ingreso por señoreaje a las economías que decidan hacer como suya su moneda.

El costo financiero de la dolarización, el hipotético caso mexicano en los noventa

Para poder conocer el monto de lo ganado o de lo perdido, según el punto de vista que se tomó, del experimento de un reemplazo de la moneda es fundamental antes saber cómo está compuesto el *costo total* que tendría que desembolsar el país que desee cambiar al dólar.

El costo financiero total que representa el reemplazar una moneda por otra no sólo es el del señoreaje, que es un *costo de flujo* que se transfiere año con año, sino también el

costo, medido como un *acervo*, que implica el gasto de reservas internacionales para comprar la nueva base monetaria expresada en la moneda extranjera. Para los propósitos de determinar la cuantía del señoreaje, como se verá, es preciso también determinar el costo de acervo que implica la dolarización.

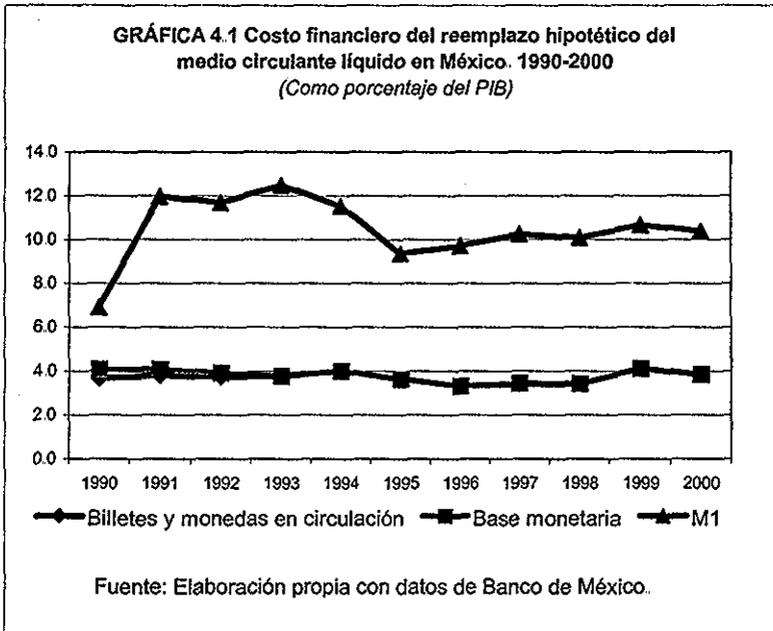
Abordando primero la cuestión del *costo fijo* o *de acervo* del reemplazo de la moneda, se puede decir que al momento de aceptar el dólar como moneda legal representará un gasto único, de una vez y nunca más. Este costo se refiere a la cantidad de reservas que costará reemplazar los billetes y monedas de “emisión primaria”; o sea, sólo los billetes y monedas que están circulando en el mercado para efectuar transacciones adicionalmente a aquella parte de éstos que se encuentra en las cajas de los bancos, que no es otra cosa que la base monetaria. Estimar este costo no es nada complicado, pues como lo señalan Schmitt-Grohé y Uribe (1999) basta con convertir el valor de la base monetaria nacional a su magnitud en dólares para determinar la cantidad de reservas internacionales, las cuales hasta ese momento deberían permanecer en activos financieros internacionales no líquidos que garantizan un interés –por ejemplo en Bonos del Tesoro de los Estados Unidos–, que se deberán vender a cambio de billetes y monedas en dólares, para que una vez conseguidos estos dólares puedan seguidamente comprar la antigua base monetaria denominada en pesos, sucres, colones, reales, quetzales o cualquiera que sea la moneda del país que está a punto de dolarizar. Claro es que si la base monetaria en moneda local se denomina M_o y E_o un tipo de cambio representativo, entonces el costo financiero de acervo por la dolarización será igual a (M_o/E_o) , que es el valor en dólares de la base monetaria.

Sin embargo, la base monetaria como tal es sólo billetes y moneda circulante o en caja, por lo que vale la pena hacerse la pregunta respecto a si para un proceso de dolarización oficial es suficiente con cambiar sólo eso, o si es necesario pensar en definiciones de dinero que sean más amplias y consideren activos financieros cuya liquidez en los mercados es ascendentemente menor, en cuyo caso el costo financiero de la sola denominación de los títulos existentes en dólares aumentaría considerablemente.

Con la intención de analizar este costo, por cuenta propia se ha hecho el experimento de estimar el costo fijo de un reemplazo hipotético de la base monetaria mexicana en cada uno de los años de la década de los noventa. Pero además se ha tratado de comparar este costo con el egreso financiero que representaría si sustitución monetaria

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

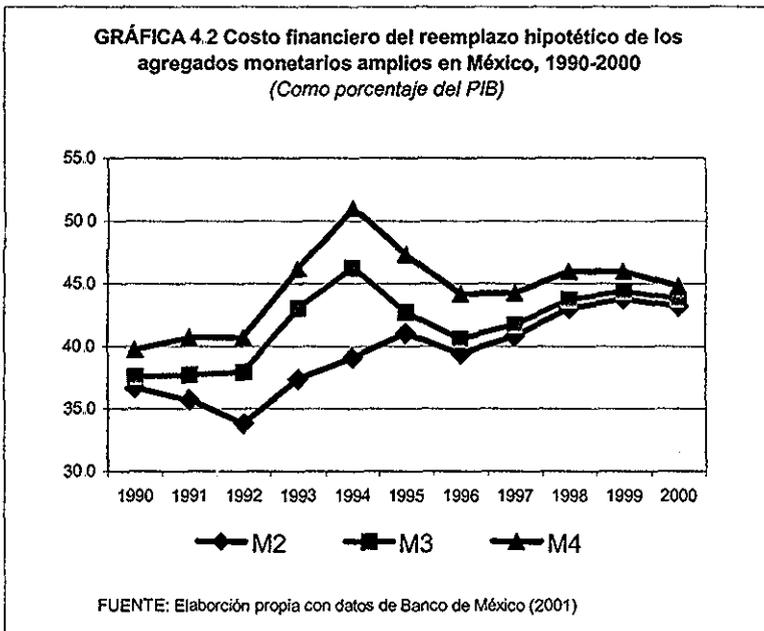
hubiese incluido agregados monetarios más amplios que van desde M1 hasta M4 según la definición que para ellos ha dado el Banco de México. Todos estos cálculos se han hecho siguiendo la metodología de Schmitt-Grohé y Uribe (1999) y se resumen la **Gráfica 4.1** y **Gráfica 4.2**.



Como puede apreciarse en la **Gráfica 4.1**, el costo que hubiera representado la adopción del dólar en la economía mexicana durante los años noventa por cuanto hace al solo costo de la “importación” de una base monetaria totalmente nueva en dólares habría representado cuatro por ciento del PIB; o lo que equivaldría aproximadamente a 22,000 millones de dólares considerando el producto del año 2000. Como la misma **Gráfica 4.1** lo presenta ese costo hubiese sido más o menos estable a lo largo de la década, lo que contrasta claramente con el costo del reemplazo del agregado M1 aplicando la misma

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

metodología de convertir dicho agregado monetario a su valor en dólares considerando un tipo de cambio representativo (A propósito, el tipo de cambio para efectuar todas estas conversiones fue el tipo de cambio "FIX", cuya serie se presenta en el cuadro).¹¹ El agregado monetario M1 depende del valor del multiplicador bancario así como del tipo de cambio cuando es expresado ya en dólares, por esa razón se explica por qué es menos estable respecto a la suma de billetes y monedas en circulación y a la base monetaria. Sin embargo, fuera de esta característica, también propia del resto de los agregados monetarios más amplios, lo que se debe resaltar es que el costo de sustitución de la moneda, entendida ésta como M1 ahora llega a alcanzar valores que en promedio rondan el diez por ciento del PIB mexicano si se hubiera realizado durante los noventa



¹¹ Muy a propósito del interés que pudiera existir por los datos empleados en el cálculo y demás estimaciones relativas al costo financiero de la dolarización, se remite al lector al Anexo estadístico al final de este capítulo elaborado precisamente para atender esa posible demanda

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

Por otra parte, los resultados que la estimación del costo del reemplazo del dinero, si considera además activos cuasi-líquidos como lo son los que conforman los agregados monetarios M2, M3 y M4, es algo que se dispara (Véase Gráfica 4.2) para alcanzar valores que, por ejemplo para el año 2000, representarían un valor próximo a 45 por ciento del PIB, lo que en términos de dólares sería algo como 250,000 millones de dólares; es decir ¡poco más de seis veces las reservas internacionales con que contó el Banco de México al término de 2000!¹²

Para el caso de la estimación del costo de flujo a que estará renunciando una nación dolarizada por unidad de tiempo, o mejor conocido como costo de señoreaje, se ha seguido el método propuesto por Bog tic (1999), Fischer (1982) y Schuler (1999). Estos autores parten del supuesto de que el ingreso por señoreaje se obtiene del rendimiento que generan las reservas internacionales para su poseedor, en este caso el estado, quien al percatarse de que las reservas mantenidas en una bóveda son estériles, ha decidido “invertirlas” mediante la compra de activos financieros que pagan un interés. Esto es lo que los lleva a medir el costo por señoreaje como el ingreso, en términos del rendimiento que pueden generar las reservas internacionales, que se dejaría de percibir cuando ya no existen reservas internacionales, que es un resultado inevitable de un modelo de economía oficialmente dolarizada. De ahí, se sugiere que medir la cuantía de ingresos por señoreaje que se estarán perdiendo puede ser tan diversa como tasas internacionales de interés existan en el mercado; sin embargo, el punto relevante de su metodología es que tomando dos conjuntos alternativos de datos se puede construir un costo mínimo o “piso” y un costo “máximo” a causa del señoreaje cedido, dando lugar a una especie de rango en la que se puede hallar el costo real por señoreaje. El límite inferior o *piso* según Schuler (1999) se mide en términos de la moneda en circulación —que en la teoría se considera sólo *una parte* de la base monetaria—, la cual se multiplica por una tasa de interés en activos extranjeros; en contraste, el límite superior o *techo* del costo por señoreaje considera a la base monetaria —que difiere de la moneda en circulación por que considera además las reservas que los bancos

¹² Una observación debe matizar este comentario, algunos de los activos financieros que consideran agregados como M2 a M4 ya se encuentran denominados en dólares; es decir, no se tendría que gastar tanto en el reemplazo de los activos financieros a dólares en el caso de que estos así ya se hayan emitido, por lo tanto el costo de la sustitución del dinero, al incluir cuasi-dinero debiera ser un inferior en la medida en la que ya exista un estado previo de *dolarización de mercado*

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

comerciales mantienen en el banco central¹³-, la cual se multiplica por una tasa de interés local.

El cálculo efectuado para el caso de México durante los años noventa de una hipotética situación en la que se hubiera tenido que ceder señoreaje por concepto de dolarización se mide en el Cuadro 4.1.

Cuadro 4.1 México, costo anual por señoreaje de una hipotética dolarización en los años noventa

Fin de periodo	Estimación "piso"	Estimación "techo"	Estimación "piso"	Estimación "techo"
	<i>(Millones de dólares)</i>		<i>(Como porcentaje del PIB)</i>	
1990	798	3,719	0.3	1.4
1991	705	2,457	0.2	0.8
1992	505	2,221	0.1	0.6
1993	479	2,271	0.1	0.6
1994	752	2,377	0.2	0.6
1995	621	5,041	0.2	1.8
1996	601	3,470	0.2	1.0
1997	775	2,723	0.2	0.7
1998	923	3,564	0.2	0.8
1999	1,098	4,226	0.2	0.9
2000	874	3,367	0.2	0.6

Fuente: Elaboración propia basado en la metodología de Schuler (1999) con datos de Banco de México y FMI.

Siguiendo los datos obtenidos del Cuadro 4.1, resulta que para México, en el supuesto escenario de que hubiese dolarizado durante los años noventa, su señoreaje perdido le habría representado anualmente entre 0.2 y aproximadamente uno por ciento del PIB, cifra que, dependiendo del PIB de un determinado año, pero que podría alcanzar unos 3,500 millones de dólares, cifra nada despreciable en términos de lo que podría representar para algún rubro prioritario del presupuesto.

En suma, financieramente hablando la adopción del dólar en la economía mexicana durante los años noventa no habría sido para nada algo barato.

¹³ Cf. Mántey (1994), p. 55 y 56.

La reversibilidad de los procesos de dolarización

¿Una vez dolarizada una economía, sea por la razón que fuere, es posible que pueda regresar a un esquema de economía con moneda propia? Esto es, ¿Puede haber fenómenos de “desdolarización”? Este cuestionamiento es importante toda vez que aun cuando se ha reemplazado la moneda local por el dólar norteamericano, es posible que la economía dolarizada siga padeciendo de los problemas de inestabilidad macroeconómica que precisamente llevaron a ella a sustituir su moneda local.

La ruptura del patrón oro en el periodo de entreguerras es el ejemplo de que una alternativa de salida es muy importante en presencia de choques agudos; durante la crisis de 1929 los países abandonaron el patrón oro, que era el tipo de cambio fijo de aquella época, y con ello consiguieron aliviar un poco los efectos devastadores que consigo tenía la Gran Depresión.

Pensar en la posibilidad de que una vez adoptado el dólar se podrá echar marcha atrás e instrumentar de nueva cuenta una moneda local se antoja difícil en contexto de la integración de los mercados financieros a nivel mundial, y además en la medida en que los estados nacionales han pasado de ser dependientes de estos flujos de capital de breve plazo para el sostenimiento de sus economías. Lo que antes era gobierno ahora es gobernado; lo que significa que los términos de la relación de poder se han invertido y eso dificulta la posibilidad de que una vez ponderados o sufridos los costos por la introducción del dólar pueda presentarse un proceso de desdolarización. Los mercados financieros interpretarían esto como una crisis total de confianza en los gobiernos locales, no en la moneda estadounidense. Sería la violación flagrante al orden establecido por el mundo financiero, que como suyo, ha adoptado ya también al dólar.

Cuando el inversionista va a invertir tiene dos opciones: invertir en monedas locales o en dólares (opción posible con la liberalización del capital). Invertirá en ellas sólo en la medida que pueda garantizársele seguridad y alto rendimiento, y elegirá la que le proporcione estas dos características: por supuesto que el dólar ha ganado ya esta batalla a las monedas locales de las naciones en desarrollo. Así, si a los inversionistas se les intenta de nueva cuenta imponer una moneda local cuando ya estaban habituados a contextos de

altos rendimientos y seguridad, eso les representaría el regreso a un mercado de capital cautivo en las redes nacionales; o sea una verdadera infracción a las reglas de libre mercado estipuladas por la teoría económica neoclásica

Por esa razón vale señalar que la opción de salida a un proceso de dolarización tiene que enfrentar inevitablemente un escenario en el que pueda efectuarse la regulación y control a los flujos de capital para de esta forma regresar a la autoridad oficial local la capacidad de garantizar con sus propios medios el valor de su moneda, y no que sea al revés, que sean los mercados quienes impongan su moneda a los gobiernos locales.

El caso de Ecuador durante su crisis económico financiera de 1999, aparte de la dosis de dramatismo que registró es muy ilustrativo; ahí los inversionistas tuvieron la opción de invertir en dólares o en sucres; prefirieron los dólares y en el momento en que desconfiaron del sistema bancario el estado no pudo actuar como garante de la solidez de dicho sistema; pero eso no es todo, lo peor ocurrió cuando el mercado desconfió ya no sólo de los bancos, sino también del estado. y lo que en otro tiempo era un pánico bancario doméstico, se precipitó en una corrida financiera sobre la moneda y en una salida importante del capital que ahí estaba invertido. De esto se hablará un poco más en la siguiente sección.

La función del prestamista de último recurso

Los bancos centrales actúan como prestamistas de último recurso (PUR) cuando hacen efectiva la capacidad que tienen de satisfacer la demanda excesiva por dinero se presenta cuando hay una crisis,¹⁴ previniendo de este modo las caídas abruptas en el nivel del medio circulante que ocurren ante una situación de pánico

La manera como realiza esta actividad el banco central es mediante la realización de compras de activos financieros a cambio de dinero de reciente emisión. Esta operación también la puede hacer a través de la concesión préstamos de emergencia a todos aquellos

¹⁴ Como se podrá advertir, la 'capacidad' que tiene el estado para satisfacer la demanda de dinero ante una eventualidad, se reduce drásticamente en economía abierta debido a la presencia de flujos de capital sin control alguno. El mercado elige la moneda en que querrá efectuar sus operaciones y en consecuencia la

bancos que se reconozcan en una situación de falta de liquidez y en riesgo de no poder hacer líquidos los depósitos de sus clientes en el caso de que éstos decidan exigirlos casi simultáneamente. Cuando una situación semejante se presenta, es común que antes el banco central advierta a los demás bancos que habrá de cobrarles una tasa de interés mayor a la normal o de castigo, o bien que les exigirá garantías cada vez más estrictas a cambio de estos préstamos. A la primera forma de intervención se le conoce como *operaciones de mercado abierto* en tanto a la segunda préstamos a través de la *ventana de descuento*

La función del PUR en lo ideal no tendría por qué ejecutarse, pues cuando los clientes han decidido retirar de golpe sus depósitos de los bancos es porque han dejado de confiar en él. La falta de confianza en un banco se da porque sus depositantes consideran que sus ahorros están en cualquier lado menos en las bóvedas de los bancos y por ende temen que si los hicieran exigibles al instante, el banco no podría responder. Una situación como esa puede ser el resultado de una mala política de otorgamiento de los préstamos por parte de los bancos, quienes pudieron haber otorgado mucho crédito y resultar que ellos son incobrables al momento. Visto así, el problema de la falta de confianza que podrían mantener los depositantes respecto a su banco desaparecería casi en el momento en que una autoridad superior a todos los bancos comerciales dijera: “No hay de que preocuparse, los depósitos de todos los ahorradores están asegurados, yo lo garantizo” Esta autoridad no puede ser otra que el estado, representado a través del banco central; esto implica, pues, que si los depositantes tienen confianza en su banco central, no tendrá éste por qué activar tanto las operaciones del mercado abierto ni la ventana de descuento para evitar que cunda el pánico.

Aunque el término “prestamista de último recurso” (*lender of last resort*) apareció por vez primera en 1797 en un libro llamado *Observations on the Establishment of the Bank of England* escrito por Francis Baring, éste no fue desarrollado a detalle sino gracias a Henry Thornton y a Walter Bagehot, quienes separadamente lo presentaron a manera de algunas reglas básicas según las cuales el Banco Central debía actuar organizadamente para realizar tal función. Entre ellas destacan:

moneda local ve disminuido su potencial de servir como depósito de valor, lo cual en Finanzas no es poca cosa

- Tener la encomienda de proteger el acervo de circulante antes que a las instituciones privadas
- Mantener una política monetaria de convertibilidad respecto al oro y de crecimiento estable de la masa circulante.
- Dejar que los bancos insolventes quiebren.
- Apoyar sólo a instituciones que sean confiables.
- Tener la autoridad para poder cargar tasas de interés de penalización.
- Tener autoridad para exigir garantías de considerable valor por sus préstamos.
- Tener la capacidad para anunciar anticipadamente su política antes de que se desate una crisis, lo cual hará que se minimicen las probabilidades de un pánico bancario.

El propósito de estas reglas era por una parte reducir la incertidumbre de los depositantes, y por la otra advertir a los bancos que se abstuvieran de realizar operaciones de otorgamiento de préstamos riesgosas.

El modelo clásico de PUR es atribuible a Henry Thornton, a quien ya aludimos. En su trabajo de 1802 titulado *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* explica que la necesidad de un banco para los bancos se da por dos razones; primero, por la forma natural de desempeño de todo banco consistente en el mantenimiento de un nivel reservas que no respalda a la totalidad de los depósitos –de otra forma no habría posibilidad de hacer préstamos y los bancos serían simples almacenes de dinero–, y la otra debido a que en todo el sistema existe *sólo una* institución que tiene el privilegio de la acuñación de nueva moneda (sea esta en metal amonedado o billetes)

El coeficiente fraccionario de reservas –proporción de reservas a depósitos inferior a la unidad– puede ser el causante de graves reducciones en el acervo monetario básicamente porque cualquier momento de expectativas pesimistas puede hacer suponer a los depositantes que su dinero no está seguro dentro de los bancos y en consecuencia esta desconfianza hacer que vayan a reclamarlo a las ventanillas de los bancos. Si esta conducta se difunde todos los individuos querrán retirarlos generando así lo que se denomina una *corrida bancaria* y con ella una reducción de la cantidad de dinero que circula debido a que previsiblemente todos querrán atesorar su dinero en función de la creencia de que es más seguro en sus manos que en las de los bancos. En contraparte, los banqueros actuarán de tal forma que busquen a toda costa hacer convertibles los depósitos de sus clientes para así

erradicar la desconfianza que sobre ellos pesa, lo cual hará que se reduzcan los préstamos y por tanto el valor del multiplicador bancario. Ambos factores provocarán que la base monetaria se reduzca y que con ello se afecte el nivel global de actividad económica al verse ésta inmersa en un escenario deflacionario.

La importancia de la facultad del banco central para actuar como PUR radica en que nadie más que podrá satisfacer este exceso de demanda monetaria para compensar los sentimientos de desconfianza que sobre el sistema bancario pesan de parte del público usuario, haciendo que dichos sentimientos no afecten el valor ni la estabilidad del acervo monetario.

El modelo clásico de PUR que presenta Thornton señala que la encomienda fundamental del banco central es proteger la masa de medio circulante antes que a los bancos; si esto último ocurre es una consecuencia no premeditada, un efecto colateral. Así, el banco central es una entidad que está al pendiente de que por el lado monetario la economía no caiga en una potencial deflación causada por la manera de operar del sistema bancario.

Señalado lo anterior, la pregunta que nace es ¿Cómo puede el banco central de un país actuar como PUR en una economía cuya moneda es importada, que es el caso de las economías que eventualmente han dolarizado?

Como prestamistas de último recurso los bancos centrales tienen la posibilidad de proveer liquidez al sistema bancario en el caso de un retiro masivo de depósitos que afecte conjuntamente al sistema bancario a través del recurso que posee de creación de dinero; pero en un sistema dolarizado ya no es posible debido a que la compra o descuento de títulos en dólares tendrá el límite que precisamente le imponga el grado de confianza que en él deposite el mercado internacional de capital, que, dicho sea de paso, podrá sondearlo mediante un riguroso monitoreo del volumen de deuda pública de las naciones.

La capacidad de los bancos centrales de ser prestamistas de último recurso es un instrumento del cual han tenido que echar mano inclusive las economías de régimen de caja de conversión en momentos de dificultad: Por ejemplo, durante la crisis mexicana de 1994-1995 el banco central de Argentina tuvo que permitir una reducción -aunque sólo transitoria- en el volumen de reservas que servía para sostener la paridad de uno a uno del peso argentino con el dólar. Otro ejemplo es el caso de Hong Kong con la crisis asiática de

1997 en la que por los agudos ataques especulativos las autoridades monetarias de aquel país tuvieron que abrir una “ventana de descuento” para ofrecer recursos en préstamo a corto plazo para los bancos que se encontraban en problemas y de esa forma evitar el derrumbe del sistema de caja de conversión.

Tanto las economías dolarizadas como aquéllas que mantienen cajas de conversión tienen como alternativa al auxilio de un PUR, el recurrir a líneas de crédito externas en caso de emergencias en sus sistemas bancarios (como las del FMI en América Latina). Las fuentes de recursos en dólares, bien sabido que lo tienen los países latinoamericanos, son los organismos multilaterales como el FMI, además de la banca privada transnacional, son ellos los que fungen como PUR y quienes idean los mecanismos para evitar una sobre exposición de recursos en un país que experimenta crisis de serias proporciones.

Una forma sugerida de resolver esta ausencia de PUR en economías dolarizadas ha sido plantear que los gobiernos conformen un fondo de recursos fiscales para que cuando hayan adoptado la dolarización puedan hacer su uso. Evidentemente ello supone que el gobierno tiene un amplio margen de maniobra para elevar la captación tributaria que permitirá constituir dicho fondo. Pero no sólo eso, quienes simpatizan con la idea también estarían asumiendo que el monto del mismo es *ad infinitum*, pues sólo en el caso de que un gobierno cuente con recursos extraordinariamente grandes podrá garantizar los depósitos bancarios de los bancos locales y extranjeros domiciliados dentro de su territorio. Si en un escenario de no dolarización resulta oneroso un salvamento bancario; en términos de dólares el esfuerzo infringido a los contribuyentes sería mucho mayor.

Otras posturas en cambio señalan que, ese fondo (o cualquier modalidad de PUR) no será necesario en un contexto de dolarización debido a que dado que los bancos operarán en dólares, eso en sí mismo ayudará a disminuir la posibilidad de un pánico bancario. Sin embargo esta posición puede refutarse argumentando nuevamente lo ya vertido más arriba; un pánico está latente en todo momento debido a la naturaleza misma de la actividad bancaria sustentada en su negocio del préstamo. Sólo en un sistema bancario en donde todos los depósitos están en bóveda es un sistema seguro, lo que, sin embargo, deja de hacerlo sistema bancario para convertirlo en una cadena de almacenes.

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

Anexo estadístico

Cuadro 4.6 Indicadores empleados para el cálculo de costo de señoreaje en México

Año	PIB a precios corrientes ^{1/} (Millones de pesos)	Tasa de interés en activos extranjeros ^{2/}	Tasa de interés local ^{3/}	Billetes y monedas en circulación ^{1/}	Base monetaria ^{1/}	Tipo de cambio ^{4/}
1990	738,898.3	8.29	34.76	27,078	30,100	2.813
1991	949,148.2	5.90	19.28	36,172	38,600	3.029
1992	1,125,334.3	3.72	15.62	42,015	44,000	3.094
1993	1,256,196.0	3.16	14.99	47,193	47,200	3.115
1994	1,420,159.5	4.46	14.10	56,920	56,900	3.375
1995	1,837,019.1	5.97	48.44	66,809	66,800	6.419
1996	2,525,575.0	5.44	31.39	83,991	84,000	7.599
1997	3,174,275.2	5.64	19.80	108,736	108,900	7.918
1998	3,846,349.9	6.43	24.76	131,109	131,500	9.136
1999	4,583,762.3	5.56	21.41	188,718	188,700	9.561
2000	5,432,354.8	3.96	15.24	208,880	208,900	9.456

Fuente: Banco de México y Fondo Monetario Internacional

1/ Millones de pesos

2/ Tasa LIBOR anualizada para depósitos en dólares a un mes.

3/ Tasa anual de CETES 28 días (porcentaje), fin de periodo

4/ Pesos por dólar. Tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera en la República Mexicana, también conocido como Tipo de Cambio "FIX", datos promedio del periodo.

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

Cuadro 4.4 México. Agregados monetarios
Saldos en miles de millones de pesos

Fin de periodo	Billetes y monedas en circulación ^{1/}	Base monetaria ^{2/}	M1 ^{3/}	M2 ^{4/}	M3 ^{5/}	M4 ^{6/}
SalDOS nominales						
1990	27.1	30.1	51.0	271.2	277.8	293.7
1991	36.2	38.6	113.6	339.1	358.0	386.7
1992	42.0	44.0	131.7	380.5	426.9	458.4
1993	47.2	47.2	157.0	469.8	540.9	580.4
1994	56.9	56.9	163.8	554.9	657.1	724.2
1995	66.8	66.8	171.6	754.4	784.5	869.2
1996	84.0	84.0	245.3	995.2	1025.8	1116.1
1997	108.7	108.9	325.4	1295.1	1325.6	1405.4
1998	131.1	131.5	387.9	1656.1	1683.2	1769.0
1999	188.7	188.7	489.1	2007.2	2034.8	2108.5
2000	208.9	208.9	565.2	2347.5	2378.4	2435.1

FUENTE: Banco de México. Informe Anual 2000.

1/ Billetes y monedas en poder del público y en caja de los bancos

2/ La base monetaria es igual a los billetes y monedas en circulación más el saldo neto acreedor en la cuenta corriente de los bancos comerciales y de desarrollo en el Banco de México.

3/ M1 es igual a la suma de billetes y monedas en poder del público, los depósitos en cuentas de cheques del sector privado residente en México y los depósitos en cuenta corriente con derecho a retiro mediante del sector privado residente en México y los depósitos en cuenta corriente con derecho a retiro mediante tarjetas de débito.

4/ M2 es igual a M1 más la tenencia del sector privado residente en México de depósitos bancarios (diferentes de cheques y en cuenta corriente), valores emitidos por el Gobierno Federal, valores emitidos por entidades privadas y los fondos de ahorro para el retiro.

5/ M3 es igual a M2 más la tenencia de no residentes de depósitos bancarios a la vista y a plazo y valores del Gobierno Federal.

LOS COSTOS DE LA DOLARIZACIÓN

6/ M4 es igual a M3 más la captación de agencias en el extranjero de bancos residentes

Cuadro 4 5 México. Agregados monetarios
Saldos en millones de dólares

Fin de periodo	Billetes y monedas en circulación	Base monetaria	M1	M2	M3	M4
1990	9,626	10,700	18,130	96,410	98,756	104,408
1991	11,942	12,743	37,504	111,951	118,191	127,666
1992	13,580	14,221	42,566	122,980	137,977	148,158
1993	15,150	15,152	50,401	150,819	173,644	186,324
1994	16,865	16,859	48,533	164,415	194,696	214,578
1995	10,408	10,407	26,733	117,526	122,215	135,411
1996	11,053	11,054	32,281	130,965	134,991	146,875
1997	13,733	13,753	41,096	163,564	167,416	177,494
1998	14,351	14,394	42,458	181,272	184,238	193,630
1999	19,738	19,736	51,156	209,936	212,823	220,531
2000	22,090	22,092	59,772	248,255	251,523	257,519

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

5

Dolarización de mercado, caos financiero y hegemonía

La dolarización oficial, que goza de legitimidad a través de su aceptación dentro del marco legal de una nación, es sólo la expresión de un fenómeno menos evidente a primera vista, pero de mucha mayor trascendencia que es la dolarización de mercado. Esta dolarización de mercado, aquí también llamada “encubierta”, es la parte fundamental para comprender cómo es que un estado nacional se ve obligado a sacrificar su moneda en aras de ser miembro de juego financiero de dimensiones globales.

Si la tarea es buscar las raíces de todo proceso de dolarización legal, la búsqueda llegaría a su fin con el análisis de las condiciones que prevalecen en el ámbito de las relaciones monetarias y financieras internacionales a partir del final de la Segunda Guerra mundial; es decir, recurriendo al análisis histórico del papel que el dólar ha desempeñado desde que los Estados Unidos se han constituido en la potencia hegemónica en los terrenos no sólo económico, sino además político y militar.

La advertencia de tener que seguir un análisis por ese camino no es algo discrecional. El dinero es una institución social, que además tiene un vínculo estrecho respecto a otras instituciones como lo es el estado y la nación. Entonces resulta imposible hacer un estudio profundo del fenómeno del presumible dominio de un dinero sobre otros,

sin intentar entrar en aspectos relacionados con las relaciones de poder y de la importancia que tiene la constante evolución histórica del agente emisor del dólar, el gobierno de los Estados Unidos.

Los efectos de un sistema monetario internacional dominado unilateralmente

En términos históricos dos parecen ser los acontecimientos más relevantes que inauguraron la época de relaciones monetarias internacionales que en la actualidad, inicios del siglo XXI, prevalecen; el primero es la falta de un sistema monetario internacional cuya coordinación sea multipolar, el segundo es la expansión inédita del mundo de las finanzas y con ella el uso sin precedente del dinero de aceptación mundial. En estos dos acontecimientos el dólar es un protagonista indiscutible. Ambos acontecimientos históricos han, cada uno a su modo, determinado la incertidumbre financiera mundial y el predominio del dólar en este juego que Karl Polanyi¹ llamó la *haute finance* que no deja de inquietarnos por el grado de determinación que hoy como nunca ejerce sobre la economía global

El primero de estos grandes acontecimientos –la presencia de un sistema monetario internacional hegemónico por una sola nación– se fue configurando con la larga agonía del patrón oro, cuyo desenlace fue la ruptura del sistema monetario internacional de intercambio indirecto por oro establecido en 1944 en la Conferencia de Bretton Woods. Este solo suceso hizo posible el ejercicio de la *emisión fiduciaria* de medios de pago internacionales por quien en ese momento se tenía que ostentar como soberano sobre el resto de las naciones del planeta; o sean, los Estados Unidos. Debe advertirse que no es que los Estados Unidos hubiesen ganado esa capacidad de inundar al mundo con dólares a partir del incumplimiento de los acuerdos aludidos, más bien debe entenderse que ya desde antes la poseía, sólo que justo en el momento en el que cree amenazada una de las expresiones de

¹ Cf. Polanyi (1992), pp 17-69

su hegemonía, en este caso la hegemonía monetaria,² es que opta por retractarse de su palabra respecto al mecanismo de regulación de los medios de pago internacionales.

En este sentido, la creación de los Acuerdos de Bretton Woods no sirve sino para mostrar la imagen de disposición a aceptar cierto grado de regulación monetaria por parte la economía dominante al término de la Segunda Guerra Mundial. Es la especie de humildad encubierta del dominador sobre los dominados que se expresa mediante concesiones que por principio no atentan en contra de su poder. O como diría Gérard De Bernis, “[...] *por naturaleza, la economía que es dominante internacionalmente simpatiza siempre con el multilateralismo*”³ Claro, un multilateralismo acotado

Sin duda, la ruptura de los Acuerdos de Bretton Woods que se hizo ostensible desde los años sesenta, pero que no acabó de manifestarse sino hasta inicios de los setenta fue fundamental para entender que el desenvolvimiento económico mundial no podía quedar constreñido al corsé impuesto por una normatividad que exigía el respaldo indirecto de los medios internacionales de pago respecto al oro. Era realmente increíble que luego de la Gran Depresión de los años treinta, y más tarde durante el periodo de “escasez” de dólares (1949-1957), el concierto de las naciones aún considerara posible que el dinero mundial pudiera ser regulado cuando la necesidad de crecimiento que el mundo en general, y en lo particular los Estados Unidos, exigían; aquellos, para hacer posible la reconstrucción luego de la guerra; los norteamericanos, para patentizar con toda claridad no sólo su hegemonía política dentro del mundo occidental, sino también su liderazgo económico.

Desde esta perspectiva, Bretton Woods parece como la voluntad por reestablecer una situación de convivencia económica entre las naciones que en términos objetivos era ya irrealizable a causa de la gran expansión económica acumulada desde la irrupción tecnológica que materializó la Revolución Industrial siglos atrás. La inevitable expansión del capital, que incansablemente trata de ocupar nuevos espacios económicos para seguir con su reproducción condujo a la globalización de las relaciones económicas y con ella también la de los intercambios transnacionales. Frente a este proceso el antiguo patrón oro

² Para mediados de los años 60 y principios de los 70 tanto Japón como Asia ya se habían recuperado de las secuelas de la guerra y comenzaban a exigir al mundo su parte como beneficiarias del auge económico de posguerra, a lo cual no existe mejor mecanismo que a través del mecanismo monetario internacional.

³ De Bernis (1987) p 640

clásico, en realidad hecho a la medida de intercambios internacionales no tan amplios, se tornaba insuficiente. “Al crecer el niño, tendría que abandonar sus antiguas vestimentas”.

Si para el caso nacional se antoja difícil hacer compatibles crecimiento y medios de pago escasos, eso mismo puede aplicarse a la situación que fue viviendo el mundo desde el comienzo de la Primera Guerra Mundial hasta 1971 en que las naciones ya habían aceptado de buena o mala gana al dólar y que justo en ese momento, ante la falta e imposibilidad de lograr acuerdos, los Estados Unidos se reservan para sí el derecho de la emisión de dinero mundial, contribuyendo con parte al proceso de dolarización de mercado..., del mercado global.

Casi todos los autores coinciden en que un sistema monetario internacional es un acuerdo entre naciones⁴ y al mismo tiempo un conjunto de mecanismos e instituciones para efectuar los pagos internacionales.⁵ Considerando la definición ofrecida por Gérard De Bernis, encontramos que

“Por sistema monetario internacional se entiende el complejo conjunto de medios (instrumentos de pagos internacionales, instrumentos de crédito), las reglas (convenciones y usos, públicos o privados), además de las eventuales instituciones internacionales gracias a las cuales pueden efectuarse nexos en un determinado momento entre sistemas monetarios nacionales o entre grupos de sistemas monetarios nacionales de tal suerte que los movimientos de bienes y servicios y de capital no sean obstaculizados por dificultades de regulación

”El término sistema monetario internacional lleva en sí mismo el concepto de dominación, pues la existencia de un sistema monetario internacional presupone también la presencia de una nación, o un grupo de ellas, que tienden a imponer los medios, las reglas y las instituciones en que dicho sistema funcionará ”⁶

El sistema de Bretton Woods estipulaba que los activos de reserva para ser usados como medios internacionales de pago sería el oro, y además las monedas cuyo precio quedara estrictamente fijado respecto al metal en un monto pactado en la misma

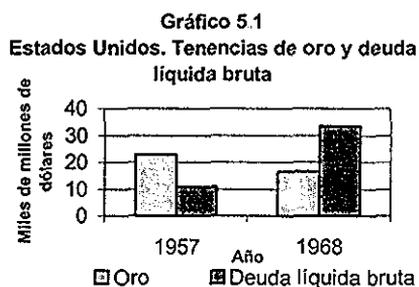
⁴ Cf. Mántey (1989), Crockett (1977) y Chapoy (2001).

⁵ Cf. De Bernis (1987), L’Huillier (1971) y Sandretto (1987)

conferencia realizada en ese lugar. La única moneda intermediaria entre el resto de las monedas y el oro fue el dólar norteamericano. Sin embargo, con el transcurrir de los años, sobre todo a partir de los años sesenta, el valor del dólar se estaba demostrando no podía permanecer inamovible con relación al oro; de ahí viene su "crisis".

El origen de la "crisis del dólar" surge de los problemas de balanza de pagos estadounidense. El mundo se halla frente a una derrama de dólares que el mercado es incapaz de controlar. El mismo funcionamiento del mercado vuelve ineficaces las medidas del gobierno norteamericano para ajustar sus desequilibrios externos y para soportar la paridad entre el dólar y el oro. Con esto, se llega al momento en que la movilidad de capitales y de mercancías no puede seguir absorbiendo tantos desequilibrios acumulados; se hacen inevitables las perturbaciones al sistema monetario que hasta entonces perduraban.

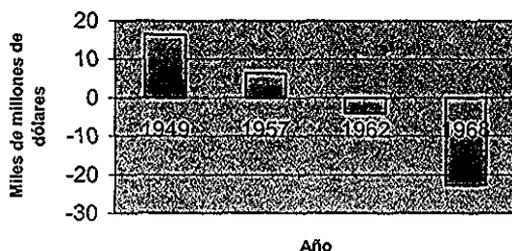
De 1949 a 1957 el acervo de oro estadounidense disminuyó relativamente poco; sin embargo, luego de 1957 la salida de oro es tal que ya se puede hablar de una "crisis del dólar", además luego de esa fecha la deuda líquida bruta aumenta rápidamente bajo la forma de "activos oficiales" que los bancos centrales de otros países mantienen como reservas en dólares. (véanse gráficos 5.1 y 5.2).



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de De Bernis (1987).

⁶ De Bernis, *Op. cit.* pp 446-447

Gráfico 5 2
Estados Unidos. Diferencia entre acervo de oro y
monto de deuda colocada en el extranjero



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de De Bernis (1987)

A finales de 1968 el acervo de oro norteamericano sólo respaldaba al 25 por ciento de los billetes en circulación, lo que equivale a decir que prácticamente ninguna de las obligaciones era posible de ser completamente cubierta.

El superávit comercial se redujo desde finales de la década de los 60's debido a la pérdida de productividad norteamericana y debido al gasto militar en Vietnam (que luego de 1964 ocasionó presiones inflacionarias a las cuales la FED respondió con aumentos en la tasa de interés, generando así un escenario recesivo). Estas adversidades provocaron una reversión hacia la baja de la tasa de ganancia de aquel país desde mediados de los años 60. De manera simultánea, las inversiones extranjeras directas de EU aumentan en el mismo periodo al pasar de mil 700 millones de dólares a 3 mil ⁷

Cuando el gobierno quiso disminuir estas salidas de capital, así como sus transferencias y gasto militar, ello se tradujo en una caída abrupta del superávit comercial (de 6 a 1 millón de dólares entre 1957 y 1959).⁸

Una parte de los activos mantenidos por países extranjeros, aquella que llegaba a los bancos centrales, se convertía en ganancias para los bancos comerciales a través del

⁷ De Bernis, *Op cit*

⁸ De Bernis, *Op cit*

mercado de eurodólares⁹ –pues a mayores reservas, mayor crédito a la banca comercial, y así mayores préstamos–. Esto ponía en riesgo el precario equilibrio de balanza de pagos estadounidense, al dejarlo en manos de algún banco central de otra latitud, o de un pánico especulativo sobre el dólar. La salida a este problema implicaba una de estas tres alternativas: Propiciar una deflación –de escala mundial–, rehacer las barreras aduanales o devaluar el dólar (o apreciar el oro, lo cual sería un atentado en contra del sistema de Bretton Woods) Como es bien conocido, ocurrió esto último.

En el ámbito internacional la “crisis del dólar” se manifiesta en dos situaciones: 1) el incipiente uso por parte de algunos países de monedas de reserva distintas al dólar, lo que intentaría propiciar una reforma al FMI y cuya intención sólo sacaría a la luz un conjunto de desacuerdos y la sospecha bien sustentada de que sería imposible mantener un sistema en el que el dólar gozase de una situación privilegiada. Las reformas el FMI habrían significado la pérdida de privilegios de los Estados Unidos y el papel estratégicamente esencial del dólar– y, finalmente, 2) La “crisis del dólar” se da en medio de una abundancia de medios de pago derramados por todo el mundo a causa del déficit externo reflejado en la balanza de pagos norteamericana. La conducta del sector privado norteamericano fue la de invertir en el exterior aprovechando que su moneda era de aceptación generalizada, lo que muestra que el déficit externo aludido se refería más a una masiva exportación de capitales, que a un exceso en el gasto en mercancías

La “crisis del dólar” en un hecho que tiene doble significado. Por un lado es una “crisis” respecto al patrón oro clásico; pero por otro, es una condición necesaria para hacer evidente el proceso de dolarización que desde el Sistema de la Reserva Federal norteamericano se estaba poniendo en marcha al momento de emitir documentos de deuda por todo el mundo sin un límite aparente. Era el nacimiento del dólar como dinero fiduciario mundial; es la clara muestra de que el dinero otorga un beneficio a su emisor; y que este beneficio es creciente en la medida en que más y más individuos están dispuestos a aceptarlo como tal.¹⁰ En pocas palabras, el exceso de gasto realizado durante esos años por

⁹ Eurodólar. Dinero creado por el sistema bancario comercial norteamericano cuya operación se realiza a través de agencias que mantiene en países distintos a los Estados Unidos. Es el producto de la transnacionalización de la banca norteamericana y de la adopción mundial del dólar como moneda de reserva.

¹⁰ En este sentido cobra de nueva cuenta importancia la definición del dinero desde la perspectiva postkeynesiana, que en palabras de Hyman Minsky nos recordaría que “... Cualquiera puede crear dinero, el problema es hacer que se lo acepten” (Minsky, 1986, p. 228). Y efectivamente no hay dinero si tampoco hay

parte de los Estados Unidos no hubiera sido posible si éstos se hubieran acatado a las disposiciones de Bretton Woods.

El reconocimiento oficial de la disolución del sistema de Bretton Woods se dio a través del Acuerdo Smithsoniano de finales de 1971 y ya luego en las Reuniones Monetarias de Jamaica (1976), en ellas los Estados Unidos reconocían, para su beneficio, la imposibilidad de implementar un SMI regulado a partir del oro como activo de reserva. Los países debían, pues, aceptar con esa dolarización la centralización absoluta del poder monetario mundial de los Estados Unidos, quienes quedarían como el único país capaz de poder ejercer una política monetaria nacional que considera objetivos internos; es decir, empleo y/o desequilibrios comerciales exteriores para cualquier nivel que alcance el tipo de cambio del dólar. Y como contraparte, al resto del mundo le queda el papel de ser testigo resignado de las compras con dólares por doquier de bienes y servicios tangibles, además de infraestructura de capital que a cambio es pagada con dólares cuyo único respaldo son las instituciones norteamericanas. Sin embargo, a partir de esa ruptura de los acuerdos de Bretton Woods se estaba poniendo de manifiesto un gran problema para las relaciones económicas internacionales que se puede sintetizar con el siguiente señalamiento hecho por Juan Castaingts:

“Aunque Bretton Woods funcionó adecuadamente durante muchos años, tenía un problema intrínseco que lo llevaría a su perdición: la base de la reserva de todas las monedas nacionales, no era una moneda internacional sino que era una moneda nacional que se había impuesto como internacional por efecto del poder político militar y económico de una sola nación: los EUA”¹¹ [Las negritas son añadidas]

Los intentos por incorporar reglas al sistema de paridades flotantes que ha quedado luego del sistema de Bretton Woods han sido infructuosos. Ningún acuerdo internacional ha podido oficialmente reemplazar el actual patrón internacional dólar. Este entorno ha llevado una buena parte de los países periféricos, en Asia, en África, y también en América Latina a la idea de reemplazar sus monedas locales por monedas fuertes, principalmente el dólar.

quien quiera aceptarlo. Los Estados Unidos ya lo habían conseguido desde la Segunda Guerra Mundial y no renunciarían a ser el “emisor mundial” de dinero.

Ni una duda queda de la importancia que el dólar ocupa a nivel mundial.

El dólar es la principal moneda de cuenta internacional en los mercados. En 1993 dos terceras partes del comercio mundial se realizaron con dólares, además de que tres cuartas partes de los créditos bancarios internacionales se efectuaron en esa moneda. En el mercado de cambios, alrededor de 80 por ciento de las transacciones hechas entre bancos fue en dólares.¹² En resumen, la moneda norteamericana ocupa un lugar central en las transacciones internacionales. A pesar de la sistemática devaluación que ha sufrido el dólar con relación a monedas como el marco alemán y el yen japonés –sobre todo después de 1985–, ello no ha en absoluto obstaculizado el financiamiento del déficit externo de los Estados Unidos logrado en virtud de los préstamos alemanes y japoneses concedidos, ni tampoco ha frenado la colocación en el extranjero de grandes fondos de pensión y demás instituciones financieras americanas. El dólar ha sido una arma muy importante para la protección comercial de los Estados Unidos.

El sostenimiento del dólar en la cima de la pirámide de las monedas le otorga a los Estados Unidos un poder financiero innegable dentro de los mercados financieros, y de igual manera a los bancos multinacionales que para sus operaciones emplean esta divisa.

Dólar y turbulencia

Así como la caída del sistema Bretton Woods representó la destrucción del último obstáculo para la dolarización de una buena parte de las transacciones en el ámbito mundial, lo que facilitó su expansión a dimensiones globales en un periodo relativamente corto de tiempo fueron las finanzas, cuya actividad desde antes ya pretendía hacerse transnacional, empero el hecho de tener que buscar su desarrollo en medio de una gran infinidad de divisas se lo dificultaba.

En relación con el obstáculo que para el desenvolvimiento no sólo de las finanzas, sino de toda actividad económica representa la existencia de múltiples monedas y patrones

¹¹ Castaingts (2001), p. 245.

¹² De Brunhoff (1996), p. 50.

de medida ha señalado Friederich Engels, en alusión a la desesperada situación que prevalecía en el territorio germano anterior al arribo del poder de Bismark que:

“En cada uno de los pequeños estados había, además, diferentes monedas, pesos y medidas, a menudo de dos a tres tipos distintos en un mismo estado. Y ni una sola de estas incontables variedades de monedas, pesos y medidas era reconocida en el mercado mundial. Como consecuencia, los comerciantes y los fabricantes que traficaban en el mercado mundial o que tenían que competir con bienes importados, se veían obligados, además de usar todas estas diferentes monedas, pesos y medidas, a usar también monedas, pesos y medidas extranjeras ...¿Cómo iban a funcionar las grandes instituciones de crédito en esas regiones monetarias tan pequeñas con cuentas bancarias en florines aquí, en táleros prusianos por allá, junto con táleros de oro... todo esto complicado por interminables cálculos monetarios y fluctuaciones en las tasas de cambio?”¹³

La homogeneización monetaria de las operaciones financieras, que desembocó en la dolarización de mercado a la cual aquí aludimos, era una necesidad del gran capital que existía incluso desde los albores del siglo XX. Las actividades dedicadas al préstamo y la obtención de interés tenía como desafío dismantelar el patrón oro que limitaba las operaciones de los grandes bancos comerciales que en esa época estaban domiciliados en la city de Londres

Si el negocio bancario es redituable es en la medida de su capacidad por extender su base crediticia; sin embargo, estos bancos, al igual que la incipiente burguesía germana que describe Engels en el texto ya antes citado, requiere unidad; unidad monetaria que hace que las transacciones se faciliten. Las condiciones históricas que gradualmente se fueron fraguando, hicieron que esta homogeneización se decantara hacia la moneda de los Estados Unidos. Ahí confluyeron razón de estado y razón de mercado para imponer una hegemonía que hasta hoy, cada vez con más dificultades, perdura.

¹³ Engels (1971), pp 28-29

La gestión unilateral del dólar, las implicaciones mundiales y el desarrollo económico de posguerra

Frente al mundo en el que están vinculadas estrechamente las distintas economías, el flujo de bienes y servicios se realiza paradójicamente a través de una moneda que no es resultado de esta globalización, que antes bien, se expresa más nacional que nunca.

Sin enjuiciar el carácter de este fenómeno de globalización, lo menos que puede decirse es que es incompleto en razón de que no existe lo que se denomina una “globalización monetaria”; ésta va en retraso respecto a la que se observa en el mercado y en las empresas; no ha habido una transición que haga pasar al mundo de monedas nacionales, en uno de moneda transnacional. Existe una moneda vehículo; mas no una moneda mundial. Y eso ha definido el desarrollo económico de la posguerra, dominado por la hegemonía del dólar, que desde el término de la Segunda Guerra Mundial ha jugado el doble papel moneda nacional de los Estados Unidos, y asimismo el de divisa vehículo en las transacciones internacionales. Desde Bretton Woods hasta nuestros días el dólar se ha constituido en el medio de pago internacional más importante, sólo que desde entonces a la fecha la credibilidad en él se ha ido erosionando.

La evidencia de que el dólar ha dejado de ser “tan bueno como el oro” se aprecia en que cada vez son más volátiles los tipos de cambio con relación a él, lo mismo que las tasas de interés; sin embargo toda esta inestabilidad tiene su origen en la ejecución de política económica interna de los propios Estados Unidos, la cual olvida que cuando se propone ciertas metas económicas internas afecta al mundo entero debido al papel que su moneda en el exterior.

Como moneda mundial el dólar es un medio de liquidez internacional y un “numerario” para los flujos y acervos supranacionales. El sistema financiero internacional le ha encomendado funciones tales como la de expresar el precio de mercancías negociadas internacionalmente (como el petróleo), la denominación de activos y obligaciones financieras más importantes, y también la de servir de moneda vehículo para todo tipo de operaciones, lo que le otorga un papel fundamental en el mercado cambiario internacional.

Los cambios en tasas de interés ligadas al dólar, así como de tipos de cambio con referencia en él tienen dos tipos de consecuencias: en su papel de moneda nacional, se afectan las relaciones económicas de los Estados Unidos respecto al resto del mundo; pero

como moneda mundial, las modificaciones en tasas de interés y en tipo de cambio también afectan el precio relativo de las mercancías negociadas en los mercados internacionales y con ello los términos de intercambio entre naciones en vías de desarrollo respecto a las ya industrializadas, la velocidad de la inflación y deflación en el comercio mundial y finalmente el nivel de la tasa de interés real de préstamos internacionales.

Es este sentido, bien podrían ser atribuidos muchos de los más importantes eventos económicos mundiales de la Posguerra a este doble papel del dólar así como también a la forma autónoma interna de gestión de la política económica de los Estados Unidos, la cual responde exclusivamente a necesidades macroeconómicas internas y no necesariamente globales. Entre los eventos mundiales más importantes en los que el papel del dólar no puede negar su paternidad están desde los choques en el precio del petróleo en los años setenta, las crisis financieras de América Latina a inicios de los ochenta, hasta la crisis financiera del Asia a finales de los noventa

Como una interpretación de largo plazo, la evolución económica mundial de posguerra se ha caracterizado por esta relación contradictoria del dólar como la moneda de una nación específica, y que al mismo tiempo hace las veces de moneda de uso mundial.

La importancia del dólar en la fijación de precios de bienes comerciables

Si en el mundo existe una divisa que pueda denominarse “moneda vehículo” del comercio mundial ésta es, sin duda, el dólar norteamericano. Gran cantidad de bienes, materias primas y manufacturas terminadas, emplean el dólar de los Estados Unidos como la moneda que sirve para la expresión de sus precios en los mercados internacionales. Este hecho hace que la manera como se maneje la política cambiaria del dólar respecto a las demás monedas cobre una extrema importancia

Si el precio de una mercancía en términos de cualquier moneda local, con excepción de la moneda estadounidense, está dado por P^* , entonces su precio en términos de dólares norteamericanos será

$$P = e \cdot P^*$$

donde P es el precio de esa misma mercancía expresado en dólares, y e es el tipo de cambio expresado en el número de dólares requeridos para obtener una unidad de moneda en la que se valúa originalmente la mercancía aludida.

Esta sencilla relación permite observar que cuando los precios en monedas locales se mantienen fijos (P^* fijo), pero se da una devaluación del dólar (e aumenta), se produce un aumento de los precios tasados en dólares. De manera inversa, una apreciación del dólar (e disminuye) hace que los precios de las mercancías tasadas en dólares disminuyan. Si suponemos que estos precios son los que observan el conjunto de bienes y servicios comerciados internacionalmente, que se miden en términos de dólares, entonces se percibe con absoluta claridad que la gestión del dólar respecto a su paridad respecto al resto de las monedas es fundamental para explicar movimientos inflacionarios o deflacionarios a nivel de los bienes de comercio mundial, y que la resolución de estos problemas, en todo caso, no es una cuestión que considere el interés o una preocupación mundial, sino más bien el interés doméstico de la nación que ostenta el poder de expresar los precios internacionales en su moneda, los Estados Unidos.

Por esta misma vía, se puede inclusive afectar los términos de intercambio de los países exportadores de bienes cuyo precio está expresado en dólares, entre los más importantes, los países exportadores de petróleo.

Si los Estados Unidos decide devaluar su moneda —por sólo poner un ejemplo— respecto al euro, ello provocará una caída de los términos de intercambio,¹⁴ medidos en dólares, de los Estados Unidos con relación a la Unión Europea. Este es el efecto convencional que se produce cuando una moneda nacional se deprecia respecto a otra. Sin embargo, la devaluación del dólar —que es una moneda que sirve de referencia para tasar el precio de mercancías comerciadas a nivel internacional como son los energéticos— también

¹⁴ Por *términos de intercambio* de una nación se entiende la relación de precios entre bienes exportados por ese país respecto al precio de los bienes que importa. Estos precios se construyen a través de índices compuestos por las principales mercancías comerciadas y utilizan como criterio de homogeneización una misma moneda, por lo tanto no están desprovistos de la influencia que sobre ellos tiene el tipo de cambio. En términos burdos, pueden expresarse algebraicamente de la siguiente manera: $T_{a,b} = \frac{P_x}{e P_M^*}$, donde T son los

términos de intercambio del país a en relación al país b . P_x es el precio de las exportaciones de a medidos en su propia moneda, P_M^* es el precio de las importaciones de a , medido en términos de la moneda del país b . y e es el tipo de cambio expresado en el número de monedas del país a que se tienen que dar a cambio de una de las monedas del país b .

empeorará los términos de intercambio de las naciones productoras del hidrocarburo respecto a la Unión Europea, por poner un ejemplo Venezuela o Arabia Saudita.

Esto puede apreciarse también algebraicamente de la siguiente manera:

Sean los términos de intercambio entre Estados Unidos y la Unión Europea iguales

a

$$T_{US\ EU} = \frac{P_X}{e \cdot P_M}$$

donde P_X son los precios de las exportaciones medidos en dólares y P_M los precios de las importaciones norteamericanas desde la Unión Europea medidos en euros; multiplicando el denominador de esa fracción por e , que es el tipo de cambio medido en términos del número de dólares que se tiene que dar a cambio de un euro, entonces los términos de intercambio quedan totalmente expresados en la moneda estadounidense. Así, una depreciación del dólar respecto al euro, aumento de e , ocasiona una reducción de $T_{US,EU}$

Sin embargo, como ya se mencionó, las implicaciones de la devaluación también arrojan consecuencias para naciones como aquellas para las cuales sus bienes de exportación están siempre fijados en dólares, que es el caso –por ejemplo– de las naciones exportadoras de petróleo. Para estas naciones ocurre con sus términos de intercambio exactamente lo mismo que para los Estados Unidos cuando éste decide devaluar su moneda. Así, debido al elevado componente que representan para aquellas naciones las exportaciones petroleras, una depreciación del dólar respecto a otra moneda, provocará el deterioro de los términos de intercambio, y por tanto, siguiendo con el ejemplo anterior, la devaluación del dólar hará que simultáneamente caigan también los términos de intercambio de Arabia Saudita respecto a la Unión Europea. En todo caso, el problema para este tipo de naciones es que sus términos de intercambio están indisolublemente atados al destino de la moneda norteamericana.

De este modo, una medida cuyos efectos directos se pretendía que sólo afectara a norteamericanos y europeos, también terminó por perjudicar a los productores de petróleo *vis-à-vis* la Unión Europea sin que las naciones productoras del hidrocarburo tuviesen absolutamente nada ver.

El problema con los países exportadores de materias primas de uso mundial es que casi todas hacen depender su comercio exterior de uno o dos tipos de estas mercancías y,

para su desfortuna el precio de ellas se determina por la oferta y demanda internacional que toma al dólar como unidad de cuenta. Con esto, las decisiones tomadas en Estados Unidos respecto al tipo de cambio los afectan directamente. Por este motivo, es factible que ante un escenario devaluatorio del dólar inducido desde los Estados Unidos, las naciones exportadoras de materias primas busquen resarcir la caída de sus términos de intercambio – caída cuyo origen es involuntario y ajeno a ellas– a través del aumento del precio de sus exportaciones; sean estas petróleo, azúcar, cobre, café o cualquier otra siempre que tengan el poder de control de mercado suficiente, alentado por esta vía una espiral inflacionaria explosiva en la lucha por la disputa del ingreso mundial.

Una variación del tipo de cambio del dólar respecto a las monedas de los países participantes del comercio internacional, sean estos productores de manufacturas o de materias primas, tendría pues, dos efectos visibles en el campo del comercio mundial: 1) Su depreciación (apreciación) provoca una elevación (disminución) de precios de los bienes en términos de dólares a nivel global. 2) Provoca una mayor desigualdad en cuanto al reparto de los ingresos generados por ese comercio en perjuicio de los países exportadores de materias primas y en beneficio de las naciones que los proveen de mercancías de importación, este último efecto reflejado en los términos de intercambio

Para probar que en la realidad este mecanismo ha tenido un alto nivel de observancia, más adelante se abunda cómo históricamente los movimientos del tipo de cambio del dólar, consustanciales a la era monetaria inaugurada con la ruptura del sistema Bretton Woods han engendrado las condiciones para un desquiciamiento del orden relativo previo en cuanto a equilibrios de balanza de pagos entre las naciones, y también cómo esto mismo ha provocado disturbios económicos mundiales tales como los dos choques petroleros de los años setenta y las recurrentes crisis financieras de inicios de los años ochenta en América Latina y en Asia a finales de los noventa

Sin embargo, antes de ello, es preciso conocer también cómo las fluctuaciones del tipo de interés sobre los préstamos otorgados en dólares, tiene repercusiones cruciales sobre el desempeño de la economía global

Efectos de variaciones en el tipo de cambio del dólar sobre los precios de bienes cotizados mundialmente

- $\Delta e > 0 \Rightarrow \Delta P > 0$ La depreciación del dólar hace que los precios cotizados internacionalmente se eleven debido a que $P = e \cdot P^*$ en donde e es el tipo de cambio –número de dólares a cambio de una moneda nacional distinta al dólar–, P son los precios en dólares y P^* son los precios en monedas distintas a la de los Estados Unidos.
- Pero como los términos de intercambio, definidos como $T = \frac{P_x}{e \cdot P_M}$, igualmente se afectan (en el denominador de la fracción), entonces la $\Delta e > 0 \Rightarrow \Delta T < 0$, la depreciación provocará una caída de los términos de intercambio; no sólo de los Estados Unidos, sino también de los países exportadores de bienes comerciados internacionalmente.
- Si los terceros países afectados con la devaluación del dólar poseen suficiente poder de mercado sobre sus productos de exportación, buscarán recuperarse de la pérdida de ingreso originada por $\Delta T < 0$, elevando aún más los precios de sus productos. Lo que atizará aún más la inflación mundial, ya de por sí inducida por la devaluación del dólar.
- Conclusión: Una devaluación del dólar impone inflación en los mercados de bienes internacionales y contrae los términos de intercambio no sólo de los EU, sino de los productores que participan del comercio internacional. En cambio, una apreciación de la divisa norteamericana impone deflación al comercio mundial siguiendo el mismo razonamiento.

El dólar, la tasa de interés norteamericana y la fijación de precios de activos financieros

Los movimientos del tipo de cambio del dólar respecto a otras monedas no sólo tienen relevancia en el mercado de bienes de intercambio mundial, sino también dentro del mercado de capital en función de que muchos de los activos financieros internacionales

están denominados en esa moneda. El ejemplo más claro de ello lo representa la dimensión de los mercados de deuda internacionales en los que el capital de préstamo es en dólares. Así, por ejemplo, la deuda de los países latinoamericanos está contratada en dólares, y los movimientos en el tipo de cambio del dólar respecto a las monedas de estos países les afecta en términos del monto de deuda que deberán cubrir si se mide ésta en moneda local. Esto quiere decir que si –verbigracia– México ha contratado un adeudo por 500 dólares, e inicialmente el tipo de cambio es $e = 0.5$ dólares por 1 peso mexicano, su deuda medida en pesos mexicanos será de 1000 pesos; sin embargo, si en ese momento ocurre una depreciación del dólar, de tal forma que el nuevo tipo de cambio es un dólar igual a un peso, entonces la deuda mexicana medida en pesos será de 500 pesos, es decir, se habría reducido en la mitad. Por supuesto que en caso de una apreciación del dólar el valor de la deuda medida en pesos en vez de disminuir, aumentaría.

En general la relación de endeudamiento en términos de la moneda local respecto al tipo de cambio queda descrita por esta relación sencilla

$$d = \frac{d^*}{e}$$

en donde d es la deuda medida en moneda local, e es el tipo de cambio medido en cantidad de dólares que se tienen que pagar por una unidad monetaria local, y d^* es la deuda medida en dólares. Así queda claro que *ceteris paribus*, una devaluación del dólar (aumento de e) ocasiona una depreciación del valor de la deuda medida en moneda local y que contrariamente, una apreciación del dólar provoca una apreciación de la deuda en moneda local.

Sin embargo la expansión del mercado mundial de capital al adoptar como moneda base para sus operaciones al dólar, también le ha concedido una importancia crucial a la tasa de interés de préstamos en esa moneda. De hecho, no sólo resulta importante para los deudores lo que ocurre con el tipo de cambio de sus monedas respecto al dólar a efectos de ver qué ocurre con la cantidad de “principal” a ser amortizado en sus obligaciones; también es de su atención la evolución de la tasa de interés que deberá pagarse en función de que de ella dependen las decisiones de contratar o no créditos externos. Además, el nivel de la tasa de interés marca en definitiva las posibilidades de que eventualmente pudiera caerse en una

situación de insolvencia en las obligaciones, o bien de asegurar la amortización plena de los créditos contratados.

La tasa de interés de los Estados Unidos es una variable macroeconómica que tiene la peculiaridad de poder ser manipulada exógenamente por las autoridades monetarias de ese país en notable contraste a lo que ocurre con la mayoría de las economías del planeta. Para analizar la serie de implicaciones que tienen los movimientos de la tasa de interés de préstamos en dólares sobre los niveles de endeudamiento, debe señalarse previamente que una nación decide incurrir en la colocación de documentos de deuda en los mercados internacionales de capital para disponer de recursos que puede utilizar en múltiples formas, una de las cuales es el financiamiento del crecimiento. Como es de esperarse, la contratación y otorgamiento de créditos toma en consideración la capacidad de pago del potencial agente de deudor; sin embargo, para el caso de los gobiernos soberanos el punto de referencia a tomar en consideración es su potencial exportador, el cual los proveerá de las divisas, en este caso dólares, requeridas para hacer frente a los pagos por intereses y amortización de los créditos concedidos; en particular se espera que el potencial agente de crédito mantenga una relación deuda/exportaciones como señal de adecuada solvencia.

Los movimientos en la tasa nominal de interés afectan al tipo de cambio por la vía de la cuenta de capital de la balanza de pagos; a medida que la tasa de interés disminuye, se observa una gradual salida de capital que buscará posicionarse en plazas que le ofrezcan mayores rendimientos, lo que produce una oferta excedente de moneda local y así lleve, pronto —o no tanto—, a la depreciación de la moneda, en este caso específico el dólar.

A partir de aquí las implicaciones que produce esta devaluación inducida por movimientos de la tasa nominal de interés van en dos direcciones: en primer lugar a la capacidad exportadora de la nación (“una devaluación abarata las exportaciones y encarece las importaciones”),¹⁵ y en segundo sitio, a través del mecanismo explicado anteriormente, a los precios mundiales dado que estamos hablando de la moneda de uso global en el comercio internacional (recuérdese el razonamiento esbozado por la ecuación $P = e \cdot P^*$ cuando hay una devaluación) Pero así las cosas, este segundo tipo de implicación habrá arrojado un resultado poco conocido: una caída de la tasa nominal de

interés ha llevado finalmente a una elevación internacional del nivel de precios medidos en dólares. Evidentemente esto se contrapone con la convencional aseveración de que la tasa nominal de interés y los precios se mueven en la misma dirección,¹⁶ y simultáneamente deja entrever que lo que puede ser válido al interior de una economía en particular no aplica necesariamente para la economía mundial. La “hipótesis de Fisher” se contradice absolutamente.

Por tanto, si la tasa de interés nominal se reduce, y ello resulta en aumento de los precios mundiales medidos en dólares, empleando la misma expresión de Fisher

$$r \equiv i - p$$

se podrá uno percatar que la tasa real de interés caerá drásticamente como consecuencia de ambos efectos que se dan encadenados. En realidad la tasa de interés real caerá más que proporcionalmente a la caída sufrida por la tasa nominal.

Esta serie de acontecimientos hace que se generen, dependiendo de los movimientos de la tasa nominal de interés, dos escenarios en el mercado internacional de capital: Cuando la tasa nominal de interés cae, se presenta un ambiente de crédito barato; en oposición, cuando la tasa nominal aumenta, el crédito se hace excesivamente caro. Por esta razón, a escala internacional, la gestión de la política monetaria unilateral desde el Sistema de la Reserva Federal, pone en funcionamiento un ciclo mundial en el mercado de crédito en el que en época de financiamiento barato hay un sobreendeudamiento, y cuando el crédito se hace caro se presenta no sólo un panorama en el que nadie desea endeudarse, sino que quienes en una etapa previa ya estaban endeudados, ahora enfrentan duras crisis financieras y en el extremo insolvencia.¹⁷

Tomando en consideración este marco de análisis se puede dar una explicación del desarrollo económico mundial ocurrido desde la posguerra basado en la gestión unilateral, pero de implicaciones mundiales

¹⁵ Por supuesto que no sólo de los Estados Unidos, sino también de todas aquellas naciones que exportan bienes tasados en dólares en el mercado mundial; aquí ya se ha hecho alusión a las naciones exportadoras de petróleo.

¹⁶ Eso es lo que supone la denominada Ecuación de Fisher que establece que al ser la tasa real de interés una constante en el tiempo, y al considerarse a ésta como la tasa nominal de interés menos la tasa de crecimiento de los precios, los movimientos de la primera son compensados con movimientos en la segunda en la misma dirección y presumiblemente en la misma proporción ($r = i - p$, en donde r es la tasa real de interés, i es la tasa nominal y p es la tasa de crecimiento de los precios)

¹⁷ Este postulado está muy presente en autores como Minsky (1982) y Kregel (1993)

Efecto internacional de movimientos en la tasa nominal de interés sobre la tasa real y sobre el nivel de endeudamiento externo

- Puesto que $\frac{de}{di} < 0$ (por efecto de tasa de interés sobre balanza de capital), $\Delta i < 0 \Rightarrow \Delta e > 0$ (reducción de tasa nominal de interés lleva a devaluación del dólar).
- De ahí, $\Delta e > 0$ hace que $\Delta P > 0$ o sea que los precios de los bienes en términos de dólares se dilatan ($P = e \cdot P^*$), provocándose inflación global.
- Así, la tasa real de interés sobre préstamos contratados en dólares cae no sólo por la caída de la tasa nominal, sino también por el incremento del nivel de precios ($r \equiv i - p$, Ecuación de Fisher).
- La devaluación provoca un relativo auge exportador que combinado con bajas tasas reales de interés hacen atractivo el endeudamiento en dólares.
- Conclusión: Disminuciones en la tasa nominal de interés provocan una reducción más que proporcional en la tasa real de créditos, generándose así un ambiente de *crédito barato*; por el contrario, aumentos en la tasa nominal de interés llevan a una elevación más que proporcional en la tasa real, lo que *encarece el crédito* sobremanera, restringe el potencial exportador de los países ya endeudados a través de la influencia de la tasa de interés sobre el tipo de cambio y eventualmente los hace caer en insolvencia debido a la obstrucción del canal que les permite acceder a los recursos para cubrir sus obligaciones, o sea el de las exportaciones.

La inestabilidad financiera mundial y la moneda vehículo

Sin perder de vista los mecanismos de transmisión que tienen la política cambiaria del dólar, así como la gestión de la tasa de interés –en última instancia política monetaria

estadounidense— sobre la economía mundial, los cuales han sido esbozados previamente, ahora podemos emplear estos mismos razonamientos para observar hasta qué punto los acontecimientos económicos mundiales más importantes han tenido que ver con la hegemonía que acumuló el dólar. Es fundamentalmente desde la ruptura del sistema monetario de Bretton Woods a inicios de la década de los setenta y cuya manifestación es a través de su papel dual: moneda vehículo a escala internacional, pero gestionada según los intereses particulares de la nación a que pertenece.

Una considerable cantidad de autores¹⁸ ha hecho ya un recuento basado en el análisis de series estadísticas disponibles para el periodo de la Posguerra y los hallazgos de sus trabajos encajan perfectamente con los mecanismos de transmisión de las políticas monetaria y cambiaria de los Estados Unidos anteriormente presentados. De hecho, su análisis lleva a concluir que eventos tan importantes en la evolución económica del mundo como son los dos choques petroleros de los años setenta (1973 y 1979), así como las crisis financieras tanto de América Latina a inicios de los ochenta y de Asia y Rusia en la segunda mitad de los noventa adoptan toda su paternidad en la manera de gestión unilateral del dólar, en la “diplomacia del dólar”, lo que nos permite reafirmar la hipótesis de que un mundo con un sistema monetario internacional unipolar tendrá que ser necesariamente para beneficio del polo que lo hegemoniza.

Así, entre mediados de 1971 y mediados de 1973, periodo de ruptura del antiguo sistema monetario de Bretton Woods, el dólar se depreció con relación a las cuatro monedas más importantes (marco, yen, libra esterlina y franco francés) al menos en 25%, ello condujo a un aumento en el precio de las manufacturas comercializadas internacionalmente del orden de 30-4%¹⁹. Este acontecimiento a su vez originó una caída en los términos de intercambio de los países exportadores de petróleo, más notoria en los países de Medio Oriente que los hizo reaccionar elevando el precio del energético para así compensar el deterioro de sus ingresos ocasionado por la pérdida del valor del dólar. De esta suerte, para finales de 1973 los precios del petróleo se habían triplicado, dando lugar al primer “choque petrolero” y a una escalada inflacionista mundial incontenible. La explicación de que el precio del petróleo haya podido aumentarse en respuesta a la

¹⁸ Algunos de ellos son Correa (1995), De Bernis (1987), Schulmeister (2000) y Tavares (1997)

¹⁹ Schulmeister, *Op. cit.* p. 368

depreciación del dólar radica en que por esas fechas buena parte de la producción del petróleo estaba en manos de miembros del cártel organizado y fuerte que representaba la OPEP, además de la turbulencia político militar en Oriente Medio por la disputa de territorios entre árabes y judíos

Más tarde, entre 1974 y 1976 el dólar pareció estabilizarse; sin embargo los dos años siguientes volvió a sufrir una fuerte depreciación que ahora de nueva cuenta pusieron en marcha una inflación en los precios medidos en dólares de las manufacturas —esta vez aumentaron en alrededor de 21.6%²⁰— que consecuentemente haría reaccionar a la alza el precio de las materias primas, entre ellas el petróleo. Sin embargo, el aumento del precio del petróleo no fue inmediato, fue hasta finales de 1979 en que la coyuntura político militar favoreció a los miembros de la OPEP para tomar esa medida.²¹ A este nuevo periodo de inflación se le denominó “segundo choque petrolero”.

La siguiente fase que siguió a la evolución del dólar fue de una sostenida apreciación entre 1980 y 1985 que no sólo hizo que los precios del petróleo regresaran a sus niveles normales, sino que además impuso una deflación total al comercio mundial.

Las fases de vaivén entre depreciación-apreciación del dólar e inflación-deflación del comercio mundial siguieron siendo observables de 1985 a la fecha, pudiéndose rastrear los periodos siguientes²²: 1988-1993, relativa estabilidad del dólar; 1993-1995 depreciación con inflación,²³ 1995 a la fecha, gradual apreciación con tenue tendencia a la deflación. Así, un hallazgo fundamental de este tipo de razonamiento es que la volatilidad experimentada por el dólar desde principios de los años setenta ha puesto al mundo entre la inflación y la deflación cuyos resultados más notables al respecto fueron los “choques” petroleros de los años setenta cuya fuente se presumía era de carácter “exógeno” según la teoría convencional.

Adicionalmente, como ya se mencionó, la política monetaria norteamericana también ha tenido implicaciones, las más importantes sobre los niveles de endeudamiento a través de las fluctuaciones engendradas dentro de los mismos Estados Unidos. Siguiendo

²⁰ *Ibid*

²¹ A finales de 1979 arriban al poder en Irán los *Ayatollahs* y eso da lugar a una prolongada guerra entre Irán e Irak.

²² Schulmeister. *Op cit*

DOLARIZACIÓN, CAOS Y HEGEMONÍA

con el razonamiento anteriormente construido según el cual aumentos de interés hacen costoso el capital de préstamo, y viceversa. El desempeño de la economía en la posguerra igualmente ha sido determinado por esta otra forma interna de gestión de la moneda vehículo del mundo.

CUADRO 5.1 Resumen de la evolución económica a partir de la ruptura del sistema monetario internacional de Bretton Woods (porcentajes)

	1971-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-1998
Tasa de interés del mercado de eurodólares (<i>i</i>)	8.5	11.7	7.8	4.7	5.6
Variaciones promedio del tipo de cambio del dólar (Yen, Marco, Franco, libra respecto al dólar) (Δe)	-3.9	11.0	-9.1	-1.2	4.7
Variaciones en los precios mundiales de bienes de exportación (ΔP)	15.0	-2.8	6.1	1.2	-2.9
Tasa real de interés de la deuda externa	-6.5	14.5	1.7	3.5	8.5
Tasa de crecimiento del crecimiento mundial de las exportaciones (ΔX)	4.7	2.3	7.0	7.8	7.0

Fuente: Tomado de Schulmeister (2001).

En los años setenta privaba un escenario de tasas de interés relativamente bajas sobre los préstamos en dólares (véase **cuadro 5.1**). Ello significó que los costos por crédito fueran extremadamente bajos para los países en vías de desarrollo, quienes por otra parte estaban experimentando elevadas tasas de crecimiento sobre todo por cuanto se refiere a las regiones de América Latina y Asia. Este crecimiento tenía como soporte el asequible mercado de capitales externo combinado con una evolución de sus exportaciones que en el mediano plazo les volvía agentes de crédito confiables. Las tasas de crecimiento de estas regiones, reflejadas en los incesantes déficit en cuenta corriente eran efectivamente financiados con endeudamiento externo. Esa fue la tónica por lo menos hasta finales de los

²³ Los periodos de depreciación del dólar-inflación de los precios mundiales tienen la peculiaridad de ya no presentarse bajo la modalidad de "choques" petroleros en la medida en que durante los años ochenta la OPEP

años ochenta. A partir de esa década, y luego en 1981, las tasas de interés sobre la deuda de los países latinoamericanos aumentaron casi en 30 por ciento. Al mismo tiempo se observó la apreciación del tipo de cambio del dólar y eso llevó a una caída en los precios de los bienes comerciados. En consecuencia los ingresos por exportaciones de los países que participan del comercio internacional disminuyeron, y eso mismo llevó a que las relaciones deuda a exportaciones de muchos países se deteriorara, destacando el caso de los países latinoamericanos.

A este escenario los acreedores respondieron cerrando el acceso a nuevos créditos y con ello dieron paso a que la región latinoamericana sufriera lo que el mundo financiero dio en llamar la “crisis de la deuda” en 1982. Aunque estos países tuvieron que pasar de posiciones deficitarias en sus cuentas externas a otras de superávit, sus relaciones deuda a exportaciones no presentaron mejoría pronta en función de la persistente política cambiaria norteamericana cuyos intereses se inclinaban hacia mantenerlo sobrevaluado.

Fue sólo hasta 1985 en que el mundo volvió a transitar de una fase de dólares caros a otra de dólares baratos. Los tipos de cambio respecto al dólar volvieron a depreciarse y los precios de los bienes comerciados retornaron a su tendencia ascendente. Con esto como antecedente las tasas reales de interés disminuyeron permitiendo así la disminución de la relación deuda-exportaciones de los países anteriormente en problemas de sobreendeudamiento y permitiéndose por tanto una reapertura gradual de los países latinoamericanos a los mercados de capital, básicamente a inicios de los años noventa.

Mientras que las fluctuaciones del dólar de inicios de los ochenta afectaron gravemente en lo financiero a la región latinoamericana, la situación de Asia fue un tanto diferente. Ellas prosiguieron con la tendencia al crecimiento y continuaron el proceso de relativa sustitución de importaciones que en el caso latinoamericano fue abruptamente interrumpido por efectos de la crisis de la deuda. Aunque Asia continuó creciendo –y en particular el caso que no deja de sorprender es el de Corea del Sur–, así también lo fueron haciendo sus déficit externos sobre todo en la década que va de 1986 a 1996.²⁴ Naturalmente que eso fue acentuado aún más por el periodo de bajos costos del capital a los

fue perdiendo todo poder sobre el mercado en cuanto a la determinación de precio para el hidrocarburo.

²⁴ Siguiendo con el caso coreano; si bien entre 1982 y 1997 pudo crecer a tasas promedio de 8 a 9 por ciento, sus importaciones y exportaciones también lo hicieron en forma muy dinámica, alcanzando promedios superiores al 10 por ciento

que ya se aludió, que permitieron el financiamiento de las compras al exterior por parte de las naciones de Asia. Evidentemente estos fueron antecedentes sobre los cuales se pudo ir generando la crisis financiera de 1997.

La primer señal que se dio en esta dirección fue el relativo debilitamiento de las posiciones en la cuenta corriente de los llamados “tigres” asiáticos. Sus déficits se dilataron en forma considerable entre 1993 y 1994 y para su financiamiento requerían los créditos en dólares que les proporcionaban hasta entonces bancos domiciliados en Europa,²⁵ sin embargo, Europa estaba viviendo una serie de transformaciones respecto a la construcción de su unión monetaria que hizo que en muchos de los casos la tasa de interés cobrada por nuevos préstamos se elevara. Por su lado, Japón experimentó la apreciación de su moneda y un *boom* especulativo en su mercado financiero y de bienes y raíces que impusieron a esa economía crecimientos cada vez más pequeños.

Pero el último, y más crucial de todos los ingredientes para la configuración de un escenario de crisis lo puso el aumento de la tasa de interés por parte de los Estados Unidos. La Reserva Federal comenzó a elevar las tasas líderes de interés en 1994 y ello habría de afectar en semejante dirección al mercado de crédito de eurodólares, de cual muchos de los créditos asiáticos habían sido solicitados. De inicios de 1994 a inicios de 1995 la tasa del mercado de eurodólares pasó de 3.5 a 6.2.

Con ese resultado todo el mecanismo volvió a ponerse en marcha: apreciación del dólar, deflación en los mercados internacionales, elevación más que proporcional en la tasa real de interés y por lo tanto aumento en el valor de la deuda de los países que previamente habían contratado créditos, ahora Asia, y como efectivamente ocurrió, los condujo a posiciones de insolvencia. Es decir, el mecanismo que atribuye la responsabilidad de la crisis de la deuda de América Latina a la gestión interna de las políticas monetaria y cambiaria del dólar, si se puede ver de este modo, igualmente fue la causa del desajuste financiero de finales de los noventa ahora en el continente asiático.

El papel del dólar en las transacciones comerciales y financieras mundiales, como ya se ha dicho, es innegable. La metáfora que hizo famosa Adam Smith en el sentido de que el dinero se asemeja al lenguaje es inmejorable para explicar lo fundamental del dólar en la economía global de hoy por lo que se puede adaptar a las actuales circunstancias:

²⁵ Schulmeister (2001), p. 380

DOLARIZACIÓN, CAOS Y HEGEMONÍA

existen múltiples idiomas (monedas), pero el mundo ha elegido para efectos de comunicación no imponer el aprendizaje obligatorio para todos de un idioma universal (un "esperanto" monetario) sino antes bien aceptar la hegemonía de una sola lengua de las ya existentes (el inglés, dólar), para a través de ella hacer traducciones simultáneas. El problema es que del monopolio comunicativo que ostenta esa lengua, sus hablantes nativos han obtenido beneficios que no ha compartido con todos los participantes de esta conversación que son las relaciones económicas internacionales.

Conclusiones

Luego de haber visto las distintas modalidades en que puede clasificarse la dolarización resulta inevitable a la hora de estudiar o de comentar acerca del tema preguntarse por principio a qué tipo de dolarización se está uno refiriendo. El concepto que hoy en día discuten con mayor frecuencia los economistas encargados del diseño de políticas económicas, y en particular de aquellos encargados de la política cambiaria, es el que se refiere al de la dolarización oficial. Sin embargo, reducir la discusión a si “dólar sí” o “dólar no”, sería un ejercicio de análisis si no incorrecto, por lo menos sí demasiado superficial y trunco. La importancia que hoy en día tiene el fenómeno de la integración de regiones a partir de su comercio y de sus finanzas sería inconcebible sin un “equivalente general” que hiciera ello posible. El dinero es el que da esa posibilidad y es probable que sea a él al que se le tenga que reprochar –si es que hay algo que se le deba reprochar– a esos fenómenos de integración económica.

Así pues, la integración económica debió tener su origen en el dinero; haya éste adoptado históricamente las formas más variadas como lo fueron los metales preciosos, o la pura confianza entre los participantes en los contratos de adquisición-entrega de bienes y servicios. De ser así, que es la hipótesis que ha tratado de poner a discusión la presente investigación, la dolarización es algo más que el puro reemplazo físico de monedas; en cambio, es un problema que tiene que ver directamente con el papel del dinero y con las tendencias en el tiempo hacia las que ha evolucionado el sistema económico capitalista. De

CONCLUSIONES

un lado exige, pues, el estudio del origen del dinero y por otro, reconocer que si algo caracteriza al actual capitalismo es su inconformidad a quedar constreñido a espacios locales; es un capitalismo que se expande, que aspira a ser global. La globalidad del capitalismo se presenta como algo casi irrefutable cuando se advierte de la existencia de mercados comerciales “integrados”, así como del ámbito –hoy tan importante– de las finanzas “internacionales”.

Parafraseando a Maquiavelo, tuvimos que ir a los lugares más bajos de la llanura para poder estudiar la naturaleza de las montañas y los lugares altos, pues el haberlo hecho desde la cima habría mermado con mucho nuestro poder de análisis. A partir de ese método, simple pero eficaz, fue que se descubrió que la dolarización oficial sólo es una manera en la que se expresa un acontecimiento que de forma tácita ha estado presente desde tiempo atrás, al menos para el caso latinoamericano.

Si somos estrictos, las monedas locales perdieron terreno en la medida en que fue avanzando el proceso de liberalización financiera y comercial; pero esos acontecimientos se aceleraron en la medida en que se constituyó un sistema monetario internacional que hizo posibles tales eventos; este sistema, a saber, es el que resulta de la ruptura del sistema de Bretton Woods y que se caracteriza por ser un sistema monetario gestionado centralizadamente desde los Estados Unidos. El que el sistema *global* opere con una moneda vehículo de acuñación *nacional* es la paradoja más sorprendente y característica de las relaciones económicas de nuestros días. Esta misma paradoja es la que sirve para entender cómo es que los estados económicamente débiles tienden a ceder la potestad de acuñación del medio de cambio con el que se realizan las compras y ventas al interior de sus fronteras toda vez que no tienen alternativa a dejar de ser parte del juego liberalizador.

Crear pues que lo ocurrido en Ecuador, en El Salvador y en Panamá es un acontecimiento que ha sido la consecuencia de una acertada decisión encaminada a modificar patrones de estancamiento y recesión económicas que se han venido padeciendo desde hace décadas resultaría ingenuo; antes bien, es la expresión del avance hacia una nueva etapa de consolidación de ese proceso de “globalización” económica.

En Panamá era inútil el uso de una moneda soberana cuando desde inicios de siglo XX quienes ahí hacían el comercio eran extranjeros que creían en instituciones distintas a aquéllas que pretendían imponer soberanía localmente. En Ecuador se volvió inútil la

CONCLUSIONES

moneda local en el momento en el que por el grado de penetración, sobre todo en las finanzas, que tuvo la moneda extranjera el órgano estatal no pudo otorgar la confianza que el público exigía del circulante, y que en cambio sí se la proporcionaba otro “señor”, uno con mayor poder, uno con mayor credibilidad. El caso de El Salvador es un poco distinto, sin haber tenido que sufrir su estado una crisis de confianza del público hacia la moneda, por lo menos no hasta el momento en que decidió unilateralmente desaparecer el colón, esta nación adoptó como suya una promesa, la promesa de que a mayor cosmopolitismo económico, mayor sería su potencial de desarrollo en el corto plazo. Para Ecuador y El Salvador la prueba de que tomaron la decisión correcta sólo la dará el tiempo, sin embargo hay fenómenos que ponen todavía en duda que la dolarización que ya están instrumentando haya servido para corregir los problemas que los agobian. Ecuador sigue siendo una de las economías latinoamericanas con mayor inflación anual y en la que el 70 % de su población vive por debajo de la línea de pobreza. Los malos resultados económicos ofrecidos por la República de El Salvador han puesto en tela de juicio la perdurabilidad del sistema de economía dolarizada al verse duramente cuestionado por amplios sectores sociales.

El caso de Panamá, en cambio, ya da mucho para poder ser valorado en términos de sus resultados en función de que su programa de dolarización pronto cumplirá un siglo. Se ha creado un país cuyo sistema bancario está altamente vinculado al exterior, pero que en términos de desempeño económico no difiere demasiado del que han registrado otras naciones latinoamericanas que aún conservan su moneda. Por ejemplo, Panamá posee coeficientes de deuda externa que representan de ordinario la mitad de su Producto Interno Bruto; lo mismo que abundantes déficits fiscales (sobre todo en los años ochenta) y un escaso crecimiento, el crecimiento per capita de Panamá apenas es del orden del uno por ciento desde 1995. A ello se debe añadir que Panamá es la nación latinoamericana con mayor número de programas de ajuste implementados bajo los auspicios del FMI y eso mismo lo ha colocado en un país a la cabeza de las más altas tasas de desempleo en toda la región.

Más Panamá, Ecuador y El Salvador tienen todas las características macroeconómicas propias al resto de la región latinoamericana, por ese motivo su dolarización oficial ni los hace extraordinarios, ni nos hace creer que ellos vayan a convertirse en una especie de “tigres” latinoamericanos. Por señalar un par de ejemplos

CONCLUSIONES

vivos: Argentina –aun no dolarizada– actualmente padece mucha de la sintomatología que se observaba en Ecuador durante 1998, justo antes de su crisis bancaria y de su declaración de moratoria de 1999; México –aun no dolarizado–, está padeciendo la actual crisis económica norteamericana tanto como la está sufriendo Panamá debido al elevado nivel de penetración de la economía estadounidense en ambas; aunque eso sí, penetración manufacturada de manera distinta

Así pues, los males económicos que aquejan a América Latina no son a causa de que sus economías debieron haber nacido ya dolarizadas, para que con ello el “blindaje” de la moneda de Estados Unidos las hiciera indemnes al principal problema que hoy las agobia y que es el de cómo abrirse sin que tener que ser afectadas por las turbulencias que vienen de afuera. Antes bien, Latinoamérica –como otras regiones del planeta– se liberalizó y se encontró con un entorno de relaciones monetarias y mercantiles caótico y dominado unipolarmente, frente al cual la fuerza de sus pequeños estados se diluía y con ello su poder de acuñar y hacer valer su moneda. La liberalización obligó a una dolarización compulsiva, que si bien pudo ser disfrazada por los mercados internacionales de divisas, hoy en día, el nivel de especulación que priva en esos mismos mercados, junto con la del mercado de capitales –del cual no es ocasión aquí para hablar– exige, de parte de los nuevos paladines de la estabilidad macroeconómica, su eliminación, que al menos teórica y lógicamente es hacia donde conduce todo afán por dolarizar.

Precisamente a esa dolarización compulsiva es a la que esta tesis quiso dar mayor importancia; a la dolarización que no requirió de decretos ni leyes, sino que el mismo mercado optó por instaurarla sin el permiso de estado alguno. Esa dolarización sólo pudo consolidarse al abatirse el antiguo sistema del patrón oro, lo que se logró totalmente cuando Bretton Woods pasó a recordarse como un buen intento de cooperación monetaria mundial. Frente a eso, lo que actualmente se tiene es una especie de ley de la selva en la que el lugar del dinero como dinero mundial lo ocupa el dólar. Al reconocimiento de esa circunstancia debemos entonces admitir como ciertas las palabras de John Kenneth Galbraith en el sentido de que “la historia del dinero viene a parar al dólar y, de momento, termina en el dólar”

Vistas así las cosas, la pregunta que se formulan, y sobre la cual cavilan y han debatido recientemente, los asesores para América Latina del FMI y otros economistas

CONCLUSIONES

respecto a si un determinado país latinoamericano debe dolarizar su economía o no, es superflua; América Latina, como otras regiones del mundo, *ya está dolarizada*. El mercado eligió con mucha anterioridad qué habría de ser dinero mundial y qué no; el mercado se adelantó con su infalible instinto a lo que hoy nosotros los economistas, muy ufanos, pretendemos sugerir que se haga desde un punto de vista solo técnico

Si esta dolarización de mercado, producto de la economía global, irá a perdurar ya para siempre es algo que no está muy claro en función de que el dinero posee una característica misteriosa —que debe sumarse a las muchas otras características misteriosas que hacen del él un objeto de estudio apasionante—; ésta es que aunque sirve para los fines económicos *es un producto social*, una institución enraizada profundamente en la estructura estatal de las naciones. La vigencia del adagio según el cual “A cada señor una moneda y cada moneda para un señor” sigue estando presente aún a pesar de qué tan globalizada esté la economía. En la arena monetaria se suscita una lucha en la que se hacen y deshacen alianzas con el sólo propósito de tratar de ceder lo menos posible, así lo ha demostrado la presencia de zonas monetarias hegemónicas por la libra, el yen, el marco, el euro y por supuesto el dólar. Hoy en día el dólar domina el escenario de las relaciones monetarias internacionales, pero la completa y total dolarización del mundo, para que pudiera ser realizable deberá borrar la existencia de las naciones, pues de lo contrario ella tendrá un carácter temporal por muy evidente que sea su dominio. Porque la necesidad de funcionamiento adecuado de la economía se relativiza considerando el desempeño en términos de desarrollo de cada nación y de los intereses de sus habitantes

La necesidad económica del capitalismo por expandirse conduce a la homogeneización monetaria, a la dolarización o euroización, pero tales intereses del sistema económico se contraponen a la esencia misma del dinero en el sentido de que éste es dinero indisolublemente nacional, *dinero de estado*. Esta es una fuerte contradicción que quizá sólo encuentre solución aceptando la presencia de un *estado mundial*, gestor de una política monetaria que se impone al resto del mundo pero que organiza las decisiones siguiendo la vieja usanza, como dinero nacional. Al haber afectados de esta situación ese dinero mundial conduce las relaciones monetarias internacionales en un equilibrio inestable. Lo que indudablemente abre la posibilidad de procesos de desdolarización si y sólo si se renuncia a ese cosmopolitismo económico que tanto criticó Frederick List en el

CONCLUSIONES

siglo XIX de economistas como Smith y que hundió a sus ideas en un olvido del que quizá valiera la pena por lo menos recapitular hoy en día

Bibliografía

- Alcaraz Ortiz, Eduardo y Gabriela Alcaraz Prous (2001), "TLCAN, Sector agropecuario mexicano y comercio desleal" en *Comercio Exterior*, vol 51, núm. 6, México, junio
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador (2000), *Ley de Integración Monetaria*, Decreto No. 201, San Salvador, noviembre 30. Documento consultable en línea: www.bcr.gob.sv
- Baliño, Tomás J.I. (1997), *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, IMF Occasional Paper, núm. 151.
- Banco Central de Reserva de El Salvador (2000), *Indicadores Económicos Anuales 1993-2000*. Documento consultable en línea: www.bcr.gob.sv/boletin.htm
- Bell, Stephanie (1998), *The Hierarchy of Money*, UMKC Working Paper no. 231, University of Missouri, Kansas City, abril
- Berg, Andrew y Eduardo Borensztein (2000), "The Dollarization Debate" en *Finance and Development* Vol. 37, núm 1, marzo; también consultable en línea www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/berg.htm
- Bog tíc, Zeljko (1999), *Official or "full" Dollarization: Recent Issues and Experiences*. documento consultable en línea, <http://users.erols.com/kurrency/bogdllr.htm>
- Calvo, Guillermo (1999), *On Dollarization*, Working Paper University of Maryland, Abril
- Camarazza, Francesco y Jahangir Aziz (1998), *Fixed or flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*, Economic Issues, Núm 13, International Monetary Fund, Washington D.C., abril
- Caprio, Gerard (1994), *The Lender of Last Resort Function under a Currency Board: The Case of Argentina*, Policy Research Working Paper Series, núm 1648

BIBLIOGRAFÍA

- Castaingts Teillery, Juan (2000), *Los sistemas comerciales y monetarios en la triada excluyente, un punto de vista latinoamericano*, México, Universidad Autónoma Metropolitana-Plaza y Valdés Editores.
- CEPAL (1990), *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe*, CEPAL, Santiago
- Chapman, Guillermo (1999), "Las raíces históricas y legales del dólar en Panamá", trabajo presentado en el seminario *Opciones cambiarias para la región*, 23-24 de julio de 1999, Ciudad de Panamá, Panamá, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Chapoy Bonifaz, Alma (2001) *El sistema monetario internacional*, México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM-Miguel Ángel Porrúa
- Chesnais, François (1996), *La mondialization financière*, Paris, Syros
- Chesnais, François (1997), *La mondialization du capital*, Paris, Syros.
- Cohen, Benjamin J. (1997), "Optimum Currency Area Theory: Bringing the Market Back in", en Cohen, Benjamin J. (Ed.), *International Trade and Finance, New Frontiers for Research. Essays in Honour of Peter B. Kenen*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 216-244.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2001), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2000; El Salvador*, CEPAL, Santiago Documento consultable en línea: www.eclac.org/publicaciones
- Corden, W. Max (1972), "Monetary Integration" en *Essays in International Finance*, núm. 93, abril, Princeton, Princeton University
- Correa, Eugenia (1992), *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- Correa, Eugenia (1998), *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores.
- Crockett, Andrew (1977), *International Money, Issues and Analysis*, Southampton, Reino Unido.
- De Bernis, Gérard (1987), *Relations économiques internationales*, Paris, Dalloz, quinta edición.
- De Bernis, Gérard D. (1988), *El capitalismo contemporáneo*, México, Nuestro Tiempo
- De Brunhoff, Suzanne (1996), "L'Instabilité monétaire internationale" en Chesnais, François, *La mondialization financière*, Paris, 1996, Ed. Syros, pp 33-57.

BIBLIOGRAFÍA

- De Grouwe, Paul (1996), *International Money*, Oxford, segunda edición, Oxford University Press
- Dornbusch, Rudiger (1997), "Fiscal Aspects of Monetary Integration", en *American Economic Review*, vol. 87, núm. 2, mayo. pp 221-223.
- El Clarín* (diario), Buenos Aires, enero 12 de 2001.
- El Diario de Hoy* (periódico), San Salvador, varios números, noviembre 2000 a marzo de 2001.
- El Universo* (diario), Quito, varios números, enero a abril 2000 y enero 2001.
- Engels, Friedrich (1971), *El papel de la violencia en la historia*, México, Hadise.
- Fischer, Stanley (1982), "Seigniorage and the Case for a National Money", en *Journal of Political Economy*, vol 90, no. 2, abril, pp. 295-313.
- Fondo Monetario Internacional (1990), *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington, D.C.
- Friedman, Milton (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates" en Milton Friedman, *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press.
- Friedman, Milton (1982), *Capitalist and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde y Holger C. Wolf (1998), *Currency Boards: The Ultimate Fix?*, IMF Working Paper WP/98/8, Washington, junio.
- Girón, Alicia (1992), *Fin de siglo y deuda externa. Historia sin fin, Argentina, Brasil y México*, México, Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional Autónoma de México
- Gomis-Porqueras, Pere; Carlos Serrano y Alejandro Somuano (1999), *Currency Substitution in Latin America: Lessons from the 1990s*, documento consultable en línea, de la base de información de la Social Science Research Network: www.ssrn.com
- Grahl, John (2001). "Globalized Finance, The Challenge to the Euro", en *New Left Review*, núm. 8, marzo-abril, pp 23-47.
- Guidotti, Pablo E., y Carlos A. Rodríguez (1992) "Dollarization in Latin America, Gresham's Law in Reverse?", en *IMF Staff Papers*, Vol 39, no 3, septiembre, pp 518-544.

BIBLIOGRAFÍA

- Guillén Romo, Arturo (2001), "Flujos comerciales en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte" en *Comercio Exterior*, vol. 51, núm. 6, México, junio.
- Hahn, Frank (1982), *Money and Inflation*, Oxford, Basil Blackwell.
- Hausmann, Ricardo y Andrew Powell (1998), *Dollarization: Issues of Implementation*, documento en línea, de la base de información de la Social Science Research Network.
- Heinsohn, G. y Steiger, O. (1989), "The Veil of Barter: The Solution to the «Task of Obtaining Representations of An Economy en Which Money is Essential»", en *Inflation, Income Distribution and Capitalist Crisis*, Kregel, Jan A. (edit.), Londres, Macmillan, pp. 175-204.
- Huerta Durán, Carlos Emiliano (1998), *La tasa de interés. Teoría y análisis empírico, el caso de México (1998-1996)*, Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM.
- Ingram, J. C. (1962), *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Chapell Hill, University of North Carolina Press
- International Monetary Fund (1998), *Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions*, Washington, D C.
- International Monetary Fund (1999), *IMF Article IV Consultation with El Salvador* Washington, D.C., Public Information Notice (PIN) No. 99/104, noviembre
- International Monetary Fund (1999a), *IMF Staff Country Report, El Salvador Statistical Annex*, Washington D C., no. 99/145, diciembre
- International Monetary Fund (2000a), *Article IV Consultation with Ecuador*, Executive Board, Washington, Public Information Notice No. 00/75, 7 de septiembre.
- International Monetary Fund (2000b), *Ecuador Selected Issues and Statistical Annex*, Staff Country Report, Washington, Country Report No. 00/125, octubre
- International Monetary Fund (2000c), *World Economic Outlook*, Washington.
- Jarque, Carlos M. y Luis Téllez K (1993), *El combate a la inflación, El éxito de la fórmula mexicana*, Grjalbo, México
- Kawai, Masahiro (1992), "Optimum Currency Areas" en Eatwell, J. y Milgate M. *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. II Macmillan, Londres, pp. 78-81
- Keynes, John M (1930), *A Treatise on Money*, London, Macmillan.

BIBLIOGRAFÍA

- Kiguel, Miguel (1999), intervención en el Foro Económico del FMI: *Dollarization, Fad or Future for Latin America?*, Washington D.C., junio 24. Documento consultable en línea en la página del FMI: www.imf.org
- Kregel, Jan A. (1993), *Financial Fragility and the Structure of Financial Markets*, Documento de trabajo No. 157, Università degli Studi di Bologna.
- L'Huillier, J. (1971), *Le système monétaire international. Aspects économiques*, A. Colin, Paris
- Laidler, David (1987), "Fiat Money" en *The New Palgrave Dictionary on Money and Finance*, John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman (eds.), New York y Londres, W.W Norton, pp 20-21.
- Lavoie, Marc (1985), 'Credit and Money: The Dynamic Circuit, Overdraft Economics and Post Keynesian Economics', en Jarsulic, Marc (Ed.), *Money and Macro Policy*, Boston-Dordrecht-Lancaster, Kluwer-Nijhoff Publishing
- Loría, Eduardo (1999), "Efectos de la apertura comercial en la manufactura mexicana, 1980-1998" en *Investigación Económica*, vol. LIX, núm. 230, octubre-diciembre, pp. 55-82
- Mansell Carstens, Catherine (1994), *Las nuevas finanzas en México*, México, Milenio-IMEF-ITAM, pp. 53-126
- Mánthey, Guadalupe (1989), *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*, México, Facultad de Economía-Unidad Académica de los Ciclos Profesional y de Posgrado del Colegio de Ciencias y Humanidades, UNAM.
- Mánthey, Guadalupe (1994), *Lecciones de Economía Monetaria*, México, Unidad Académica de los Ciclos Profesional y de Posgrado del Colegio de Ciencias y Humanidades, UNAM.
- McKinnon, Ronald I. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 53, pp 717-725.
- McKinnon, Ronald I. (1985), "Two Concepts of International Currency Substitution" en Colony, M. D. y McDermott, J., (eds) *The Economics of the Caribbean Basin*, Nueva York. Praeger, pp. 101-113.
- Minsky, Hyman (1982) *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York, M.E Sharpe.
- Minsky, Hyman (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, New Heaven, Yale University Press

BIBLIOGRAFÍA

- Molano, Walter I. (1999), *Addressing the Symptoms and Ignoring the Causes: A View from Wall Street on Dollarization*, documento consultable en línea, de la base de información de la Social Science Research Network: www.ssrn.com
- Montiel, Gina (2001), *El Salvador, Situación Económica y Prospectos*, Banco Interamericano de Desarrollo, marzo Documento consultable en línea: www.iadb.org/regions/re2/sep/es-sep.htm
- Moore, Basil J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Morales Castañeda, Raúl (2001), "Unión monetaria de América del Norte. Una perspectiva", en *Comercio Exterior* (revista), vol. 51, núm. 6, México, junio, pp. 480-494
- Mundell, Robert (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", en *American Economic Review*, vol. 51, núm. 4, septiembre. pp. 657-665
- Mussa, Michael (1997), "Political and Institutional Commitment to a Common Currency", en *American Economic Review*, vol. 87, núm. 2, mayo. pp. 217-220.
- Ortiz, Guillermo (1999), intervención en el Foro Económico del FMI: *Dollarization, Fad or Future for Latin America?*, Washington D.C., junio 24 de 1999. Documento consultable en línea en la página del FMI: www.imf.org
- Parguez, Alain (1999), "The Myth. of the European Monetary Union", en *Economic Reform*, julio.
- Parguez, Alain, Mario Seccareccia y Claude Gnos (2001), *The Theory and Practice of European Monetary Integration: Lessons for North America*, documento de trabajo sin publicar.
- Patinkin, Don (1989), *Money, Interest and Prices*, Cambridge Mass., Massachusetts Institute of Technology Press.
- Pazos, Felipe (1987) "¿Qué modificaciones a su política económica deben hacer los países de la América Latina?" en *El Trimestre Económico*, México, octubre-diciembre, vol. LIV, núm. 216, pp. 830
- Peña González, Martín (2001), *El FMI y la crisis global*, Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM.
- Pigou, A.C. (1949), *The Veil of Money*, MacMillan, London
- Polanyi, Karl (1992), *La gran transformación*, México, Juan Pablos Editor, Segunda Edición.

BIBLIOGRAFÍA

- Porter, Richard y Ruth Judson (1996), "The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad?", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 82, núm. 10, octubre, pp. 883-903.
- Rivera-Bátiz, Francisco y Luis Rivera-Bátiz (1985), *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, Macmillan.
- Rogers, Colin (1989), *Money, Interest and Capital, A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Salvatore, Dominick (1997), "The Common Unresolved Problem with the EMS and EMU", en *American Economic Review*, vol. 87, núm. 2, mayo pp. 224-226.
- Sandretto, René (1987), *Le pouvoir et la monnaie*, París, Economica, segunda edición.
- Schmitt-Grohé, Stephanie y Martín Uribe (1999), *Dollarization and Seignorage: How Much Is at Stake?*, documento de trabajo, julio 9, consultable en línea, de la base de información de la Social Science Research Network, www.ssrn.com.
- Schuler, Kurt (1999), *Fundamentos de la dolarización*, Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos, julio de 1999, <http://www.senate.gov/~jec/basicssp.htm>.
- Schulmeister, Stephan (2000), «Globalization without Global Money: The Double Role of the Dollar as National Currency and World Currency» en *Journal of Postkeynesian Economics*, primavera, vol. 22, No. 3, pp. 365-395.
- Schumpeter, Joseph A. (1954), *Historia del análisis económico*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Schwartz, Ana J. (1993), *Currency Boards. Their Past, Present and Possible Future Role*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pp. 147-187.
- Schwartz, Ana J. (1994), "¿Tienen futuro las juntas monetarias?" en *Boletín del CEMLA*, CEMLA, enero-febrero, pp. 1-8.
- Soto, Roberto (1997), *Mercados emergentes: Argentina, Brasil y México*, Tesis de Licenciatura. Facultad de Economía, UNAM.
- Tavares, María da Conceição (1997), «A retomada da hegemonia norte-americana» en Tavares, Maria da Conceição y José Luis Fiori (Comps.), *Poder e dinheiro, Uma Economia Política da Globalização*, Petrópolis, ed. Vozes, pp. 27-86.
- U.S. Department of State (1999), *Background Notes: El Salvador*, publicado por el Bureau of Western Hemisphere Affairs, enero 20.
- U.S. Department of State (2001), *Background Note. Panamá*, publicado por el Bureau of Western Hemisphere Affairs, abril 2001.

BIBLIOGRAFÍA

- Vernengo, Matias y Louis Philippe Rochon (2000), *Exchange Rate Regimes and Capital Controls: A Left Keynesian View*, Working Paper, Center for Macroeconomic and Development Policy, Kalamazoo College, Kalamazoo, Michigan, diciembre
- Von Furstenberg, George M. y Alexander, Volbert (2000), *The U.S.-Dollarization Approach to Regional Currency Consolidation: Second-Best in the Short Run, Doomed in the Long Run*, documento consultable en línea, de la base de información de la Social Science Research Network: www.ssrn.com
- Williamson, John (ed.) (1990), *Latin American Adjustment, How much has Happened?*, Institute for International Economics, Washington, abril.
- World Bank (1999), *World Development Indicators*, Washington, D.C.
- Wray, Randall L. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies, The Endogenous Money Approach*, London, Edward Elgar.