

La dolarización no es una panacea

FIDEL JARAMILLO B.

La decisión de adoptar el dólar norteamericano como la moneda de curso legal en Ecuador ("dolarización"), y las experiencias más recientes de El Salvador y Guatemala, han reavivado el debate sobre los sistemas cambiarios en América Latina y han reforzado una corriente de opinión que propugna la adopción de este sistema como un paso lógico para asegurar la estabilidad monetaria en la región y fortalecer la integración hemisférica en el marco del ALCA (Asociación de Libre Comercio de las Américas).

Antes de apresurarnos a adoptar esta corriente como una dirección monetaria unívoca en la región, es importante hacer una reflexión sobre las repercusiones que una dolarización tiene sobre el manejo de la política económica de un país y las alternativas de arreglos monetarios vigentes en la región.

Un primer hecho relevante es la desaparición de los regímenes cambiarios intermedios y la polarización de los sistemas entre los fijos o "extrafijos", como la dolarización o la caja de conversión, y los sistemas de libre flotación. Regímenes como el de bandas cambiarias o las mini-devaluaciones prácticamente han desaparecido. De hecho, Venezuela es el último país en América Latina con bandas cambiarias, luego de que en los últimos tres años fueron abandonadas por Colombia, Brasil, Chile y Ecuador.

En consecuencia, el debate también se ha polarizado entre quienes defienden los esquemas fijos, como los vigentes en Argentina, Ecuador o Panamá, y aquellos que propugnan sistemas flexibles, como Brasil, México, o Chile.

Si bien existen ciertas similitudes desde el punto de vista macroeconómico, vale la pena distinguir entre un sistema de caja de conversión, como el argentino, y uno de dolarización, como el ecuatoriano o panameño. En el sistema de caja de conversión, se establece una regla de conversión fija entre la moneda doméstica y una divisa extranjera. En todo momento, la emisión de moneda doméstica debe estar respaldada por igual cantidad de divisas, lo cual garantiza la viabilidad de la paridad fija y su credibilidad. Los agentes económicos están en libertad de utilizar cualquier moneda y convertir su moneda doméstica en divisas en cualquier momento.

La dolarización

La dolarización va más allá y elimina la utilización de la moneda doméstica. El dólar se convierte en la unidad de cuenta, medio de pago y acumulación de valor, es decir, que asume todas las funciones del dinero. Para quienes apoyan la adopción de este esquema, la dolarización trae varios beneficios:

Se elimina el riesgo cambiario, es decir, el riesgo de devaluación y consiguiente pérdida de valor del dinero y de todos los activos denominados en moneda local. Al eliminar el riesgo de devaluación, también se reduce la volatilidad cambiaria.

Las tasas de interés en el mercado interno tienden a reducirse, tanto por la eliminación de riesgo cambiario,

como por la reducción del riesgo país, que se obtiene tras eliminar potenciales fuentes de inestabilidad monetaria y financiera.

El sistema financiero no incurre en descalce de monedas, esto es captar en dólares y prestar en moneda doméstica. Esto le da mayor estabilidad al sistema bancario y es una de las principales fuentes de reducción del riesgo país.

Al eliminarse el peligro de una devaluación, se promueve el ahorro de largo plazo. Ello permite al sistema financiero reducir el descalce de plazos (captar a corto plazo y prestar a largo plazo), y promover los mercados de crédito de largo plazo.

La inflación converge a niveles internacionales. Esto es especialmente importante para países con historia de períodos de alta inflación.

Por último, se argumenta que la estabilidad (cambiaría, de precios, financiera y de tasas de interés) promueve crecimiento económico.

Finalmente, es importante anotar que con la dolarización se reducen los costos de transacción, se facilitan los flujos de comercio e inversión internacionales, y se transparentan balances de las empresas, bancos y sector público.

Con tantos argumentos favorables, la pregunta es ¿qué esperan los gobiernos de América Latina para adoptar un sistema que trae tantos beneficios?

En realidad no todo es color de rosa. La dolarización no es la panacea. Al abandonar la moneda doméstica, se pierde la capacidad de utilizar la política monetaria para enfrentar choques adversos, como por ejemplo la caída en los precios de los principales productos de exportación. Dichos choques se absorberían directamente por el sector real (producción y empleo). Economías pequeñas abiertas y sujetas a choques externos perderían un instrumento clave (manejo monetario-cambiario) para mitigar los efectos de estos choques. En consecuencia, se pierde la autonomía monetaria.¹

Al dolarizar, el país pierde la capacidad de imprimir su propio dinero y por tanto pierde el señoríaje, que es el ingreso que obtienen los países por tener el derecho exclusivo de imprimir

mir moneda doméstica. Para el caso venezolano podría ser de aproximadamente 1% del PIB. En consecuencia, el sector público deja de percibir una importante fuente de ingresos.

Sin embargo, al cerrar los bancos centrales, no solamente se pierde el señoraje, sino también la capacidad de ser prestamista de última instancia para el sistema bancario. Por ello, si se produce una corrida o pánico bancario, o si hay un ataque especulativo, el Banco Central no tiene mecanismos para mitigarlo, generando una crisis muy grave.²

Al renunciar a la política monetaria, los países quedan a expensas de la política monetaria de EE.UU., cuyas acciones tienen que ver con el curso del ciclo económico en ese país, y no necesariamente en el ciclo de nuestros países. Por ejemplo, el año pasado, con el crecimiento acelerado de la economía norteamericana, el Banco de la Reserva Federal (FED) subió las tasas de interés. Esto afectó a países como Argentina, que más bien estaba pasando un ciclo recesivo y que, por lo tanto, habría requerido una política monetaria más flexible.

Por otra parte, la inflación no necesariamente converge a niveles internacionales de manera automática. Se deben corregir las distorsiones de los precios relativos lo más rápidamente posible y mantener políticas de control de la demanda agregada interna para evitar presiones en los precios de los bienes no transables (comercio y servicios, principalmente).

Si la inflación no baja a niveles internacionales, el tipo de cambio real³ se aprecia, se pierde competitividad, aumentan las importaciones y caen las exportaciones, generando una brecha externa creciente. Para recuperar esa competitividad y ajustar la brecha interna, los precios deberían bajar (deflación) lo que no es fácil que ocurra, pues hay inflexibilidad en los precios nominales, especialmente en los salarios. En consecuencia, el ajuste externo se da vía reducción del producto y las importaciones. Eso significa recesión y desempleo.

Los países deberán hacer una cuidadosa evaluación de los beneficios de dolarizar sus economías versus los potenciales riesgos aparejadas con este esquema. No existe un régimen

cambiario ideal para todos los países y para todo los momentos. Depende del análisis de sus características y del entorno. Si un país opta por la dolarización, es fundamental que esté consciente de sus limitaciones y del conjunto de políticas económicas que debe llevar adelante para mitigar sus riesgos.

La dolarización y sus fortalezas

Una de las principales fortalezas de la dolarización es su carácter irreversible, que le da credibilidad entre los agentes económicos y permite afianzar los beneficios de estabilidad, descritos anteriormente. Sin embargo, esta irreversibilidad también es uno de sus peores riesgos: no existe una opción de salida clara. Un eventual colapso del sistema es catastrófico. La reimplantación de una moneda propia, por ejemplo, pasaría por una serie de controles inmanejables con una significativa pérdida de eficiencia, producción y empleo, además del inmenso costo en reconstruir instituciones, contabilidad y regulaciones.

De allí que las autoridades deberán asegurarse para reducir el riesgo de colapso de la dolarización. A la luz del análisis realizado aquí, para que un sistema de dolarización sea exitoso se requieren, al menos, los siguientes requisitos:

1. Sostenibilidad fiscal: puesto que el déficit público no puede ser financiado directa o indirectamente por el Banco Central y la capacidad de endeudamiento público está limitada a su poder de repago de divisas, es crucial que se garanticen mecanismos de responsabilidad fiscal que aseguren la transparencia y la sostenibilidad de las finanzas públicas. En consecuencia, se debe confiar en tributos internos y en reformas estructurales que mejoren el uso de los recursos fiscales.

2. Sanidad financiera: puesto que el Banco Central pierde su capacidad de prestamista de última instancia, es fundamental garantizar la estabilidad y eficiencia del sistema financiero. Se deben mantener mejores reglas y supervisión para tener un sistema líquido y solvente. Igualmente, se debe buscar un sustituto a un prestamista de última instancia, como fondos de contingencia.

3. Mecanismos de estabilización (externa y fiscal): fondos de estabilización macroeconómica o fondos patrimoniales pueden minimizar el impacto de los choques externos adversos. Son necesarias reglas transparentes para la acumulación y utilización de dichos fondos de tal manera que se minimicen los efectos adversos de la volatilidad de los términos de intercambio.

4. Flexibilidad laboral y mercados competitivos: son fundamentales para que la economía dolarizada pueda adecuarse a condiciones cambiantes, mantener la competitividad y la solidez de las cuentas externas, sin que todo el costo de choques externos o cambios en los precios relativos sean absorbidos por el producto y el empleo.

Si un país puede asegurar estos requisitos, es muy probable que un sistema como el de la dolarización sea viable y exitoso, pues se minimizan sus desventajas. Sin embargo, es evidente que si se cumplen con estos requisitos, un sistema flexible también es exitoso.

La conclusión de esta reflexión es que lo importante no es centrarse en el debate de la conveniencia de un sistema cambiario, sino en trabajar en las políticas macroeconómicas fundamentales que aseguren su viabilidad.

FIDEL JARAMILLO B.

VICEPRESIDENTE DE ESTRATEGIAS DE DESARROLLO DE LA CAF

- 1 Para los defensores de la dolarización, más que una crítica, este es una de las principales ventajas: el hecho de impedir que los gobiernos utilicen la política monetaria es bueno, porque en el pasado han hecho un mal uso, han desatado hiperinflaciones y devaluaciones.
- 2 Similarmente, los defensores de la dolarización argumentan que el rol del Banco Central como prestamista de última instancia fue abusado y se convirtió en mecanismo de rescate de los bancos y desestabilización macroeconómica.
- 3 En rigor, se debería hablar del tipo de cambio implícito, pues en un sistema de dolarización desaparece el concepto de tipo de cambio.