



16. ¿PUEDE LA DOLARIZACIÓN SOLUCIONAR LOS DESBALANCES MACROECONÓMICOS?

Mauricio Villamizar-Villegas
Bibiana Taboada Arango

En este capítulo exploramos las ventajas y desventajas de la dolarización, sobre todo en un contexto donde se pierde credibilidad en la moneda. Empecemos por definir qué es la dolarización. Es, sencillamente, la adopción del dólar estadounidense (dólar, de aquí en adelante) ya sea de forma total o parcial, como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor; características intrínsecas que debe tener cualquier dinero. Se oficializa (*de jure*) cuando, a través de una ley o reforma constitucional, el país reconoce al dólar como moneda de curso legal. También puede darse como un proceso de sustitución informal (*de facto*), algo que sucede en economías que mantienen un alto grado de circulación de dólares. Este es el caso de países como Somalia, Venezuela y Zimbabue (aunque hay pocas cifras oficiales).

Con cifras disponibles, la primera columna del Cuadro 16.1 muestra cómo en países como Bolivia, Nicaragua, Uruguay, Croacia, Rusia y Argentina, el efectivo en moneda extranjera representa más del 66% de la oferta monetaria¹. Como medida alterna, la otra columna muestra la cantidad de depósitos en moneda extranjera, también como porcentaje de la oferta monetaria. Con esta medida países como Perú, Bulgaria y Letonia también sobresalen por el alto grado de dolarización informal.

Como se presenta a continuación, la dolarización es un tema de interés público debido a sus posibles efectos en la estabilidad económica, los precios, la autonomía monetaria y el riesgo financiero. Sin embargo, es importante abordar este tema con un análisis cuidadoso y evitar caer en mitos o simplificaciones que puedan distorsionar la comprensión de sus implicaciones.

¹ La oferta monetaria definida como la suma del efectivo en moneda local, y los depósitos en moneda local y moneda extranjera.

Cuadro 16.1
Diferentes métricas de la dolarización informal

País	Efectivo en moneda extranjera como porcentaje de oferta monetaria (2003-2004)	Depósitos en moneda extranjera como porcentaje de oferta monetaria (2000)
Bolivia	84	84
Nicaragua	76	77
Uruguay	74	76*
Croacia	73	57*
Rusia	73	77
Argentina	69	69
Bielorrusia	59	31*
Perú	58	54
Bulgaria	56	50
Letonia	49	57
Costa Rica	48	41
Turquía	47	23
Armenia	45	36
Ucrania	45	26
Kirguistán	41	18

* Por falta de información, valores corresponden a 1995.
Fuente: Fiege (2003) y Baliño (2003).

1. EL CASO DE ARGENTINA

El caso de Argentina ha estado bajo reciente escrutinio, pero su historia en este aspecto es extensa. La Ley de Convertibilidad del Austral promulgada en 1991 que fijaba una paridad de 1 peso argentino igual a 1 dólar, colapsó 11 años después de su entrada en vigor debido a varias razones. Entre estas, el fortalecimiento del dólar durante el auge tecnológico de la década de los noventa que llevó a un fortalecimiento sin fundamento del peso, lo que golpeó las exportaciones. A finales de la década de los noventa, Argentina enfrentó problemas económicos y financieros, incluyendo altos niveles de deuda. La falta de flexibilidad monetaria contribuyó a empeorar la situación, exacerbando la crisis del 2001. En diciembre de ese año, Argentina declaró el *default* de su deuda soberana, incumpliendo con los pagos de sus bonos. Con la intención de evitar una fuga masiva de capitales, el Gobierno impuso varias medidas, entre ellas límites estrictos a la cantidad de dinero que los ciudadanos podían retirar de sus cuentas bancarias. Este episodio conocido como el “corralito” contribuyó

al agravamiento de la crisis económica y social, y eventualmente condujo al colapso del Gobierno y al fin de la convertibilidad en enero de 2002.

2. OTRAS EXPERIENCIAS DE LA DOLARIZACIÓN

Panamá es el único país (fuera de los Estados Unidos) que adoptó el dólar no por problemas de credibilidad en la moneda sino como parte del proceso de separación de Colombia en 1904 que implicó también su separación del peso colombiano como moneda². En cambio, países como Ecuador o El Salvador decidieron adoptar el dólar por problemas de credibilidad. Ambos países dolarizaron en el 2000 y 2001, respectivamente, después de una década de inflación elevada y una marcada depreciación cambiaria. Ecuador atravesaba varios desafíos, incluyendo el colapso de los precios del petróleo, una crisis en el sistema bancario, un fenómeno de El Niño con un impacto devastador en la producción y la infraestructura, y una inflación descontrolada. Por su parte, El Salvador decidió dolarizar en un contexto de crisis económica y financiera, donde la economía estaba enfrentando altos niveles de inflación, devaluación cambiaria y una falta de confianza en el colón como unidad de intercambio.

3. OTROS ESQUEMAS CAMBIARIOS

Existe un gran número de países que no han optado por la dolarización pero que mantienen un esquema cambiario rígido. Según Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019), en 2016 había 96 países con regímenes de tipo de cambio fijo, bandas o juntas monetarias³. De los países restantes, 45 contaban con bandas de devaluación estrecha (*crawling peg*), 32 con flotación dirigida o bandas flexibles y 18 con flotación libre.

4. ¿POR QUÉ HAY PAÍSES QUE TERMINAN POR DOLARIZAR?

La mayoría de las razones que conducen a la dolarización están relacionadas con problemas inflacionarios. Estas situaciones, normalmente de

2 En Panamá circula una moneda metálica doméstica llamada “balboa” pero no como moneda independiente, sino como variación de la unidad monetaria estadounidense.

3 Una junta monetaria es la “prima cercana” de la dolarización e, incluso, un posible paso intermedio. Específicamente, es un sistema que garantiza la conversión de la moneda con el respaldo de las reservas internacionales.

hiperinflación, a menudo son causadas por un manejo deficiente de la oferta monetaria, como la impresión excesiva de dinero, el financiamiento de grandes déficits fiscales recurrentes y la pérdida de credibilidad en la moneda.

Otras razones provienen de crisis cambiarias que, además de ejercer gran volatilidad sobre la tasa de cambio, generan riesgos financieros. Esto es evidente en relación con hogares y empresas endeudadas en dólares, cuya capacidad de pago puede verse comprometida por devaluaciones cambiarias fuertes o repentinas. También es el caso de inversionistas extranjeros que prefieren evitar riesgos excesivos y que redireccionan sus inversiones hacia otros países (o que deciden retirar lo ya invertido en el país).

La dolarización ofrece, entonces, un conjunto de costos y beneficios, los cuales deben ser sopesados con cautela ya que en la mayoría de los casos es irreversible. Es más, una de las razones por las cuales la dolarización trae beneficios es precisamente porque las personas lo perciben como una medida permanente. A continuación, hacemos un breve análisis de estos costos y beneficios.

4.1 Beneficios

- Una reducción instantánea de la inflación. En teoría, se importa la inflación de Estados Unidos, así persistan algunas diferencias provenientes de tarifas, costos de transacción y choques temporales o idiosincráticos.
- Una probable reducción del gasto público, al no poder continuar con su financiación vía la impresión de dinero. Esto enviaría señales de responsabilidad fiscal, y al no existir riesgo cambiario, el país podría lograr una mayor integración con los mercados de capitales internacionales.
- También es posible que se reduzcan algunas barreras al comercio. Con frecuencia, se utiliza el ejemplo del comercio entre provincias canadienses, que supera en más de 20 veces el comercio fronterizo entre provincias canadienses con Estados Unidos, aun después de corregir por varios factores comerciales (McCallum, 1995; Engel y Rogers, 1996). Aunque es necesario evaluar si existen sesgos o preferencias por la economía doméstica, mucho se atribuye a diferencias en la moneda.
- Finalmente, la dolarización elimina posibles crisis cambiarias, que cada vez son más frecuentes en un mundo globalizado y con crecientes flujos de capital. Según Eichengreen (1994) y Obstfeld y Rogoff (1995),

durante la década de los noventa se popularizó la “hipótesis bipolar”, donde los países preferían o dejar sus monedas flotar libremente o adoptar un régimen de tasa de cambio fijo. La intuición detrás de esta idea era que los países que perseguían algún comportamiento cambiario intermedio o blando (*soft pegs*) eran sujetos a ataques especulativos y, por ende, poco sostenibles⁴.

4.2 Costos

- El abandono de la política monetaria implica no poder incidir en choques que afecten precios relativos ni tampoco sobre la sustitución de consumo, ahorro e inversión a través del tiempo (*i. e.*, de forma intertemporal). Además, la política monetaria de Estados Unidos no tiene por qué coincidir (ni en objetivos ni en instrumentos) con la del país que dolariza. Para ilustrar, sirve pensar en un país que quiso dolarizar y entró en una recesión, mientras que Estados Unidos disfrutaba de un *boom* económico. En este caso, la política monetaria estadounidense contractiva para controlar su auge solo empeoró la situación precaria del país recién dolarizado. Además, el país pierde herramientas (o grados de libertad) para manejar y absorber choques negativos.
- Si bien se enumeró como beneficio el limitante de imprimir dinero para financiar el gasto fiscal, es posible que el país opte por un mayor endeudamiento, lo que podría aumentar el riesgo país y comprometer su capacidad de repago. En esencia, dolarizar no implica un cambio repentino en austeridad ni reformas estructurales. Destacamos que la dolarización no elimina necesariamente el riesgo de crisis externas, ya que inversionistas (locales y extranjeros) podrían retirarse debido a problemas de sostenibilidad fiscal o solidez del sistema financiero, y como tal, una crisis de esta índole podría ser igualmente perjudicial.
- Se pierde el señoreaje, las ganancias que obtiene un banco central por ser el emisor de la moneda. Es decir, el dinero hace parte de los pasivos del banco y se produce a un costo muy bajo (más bajo que el valor facial del dinero) y sin intereses. Con este dinero se compran las reservas internacionales y activos domésticos, los cuales rinden intereses⁵.

4 Fischer (2001) luego reivindica la sostenibilidad de varios regímenes cambiarios flexibles.

5 La pérdida de recursos por abandonar el señoreaje puede ser significativa, por ejemplo, Bogetic (2000) estima que para el caso argentino el señoreaje representaba el 0,5% del PIB cada año.

Es poco probable que Estados Unidos comparta estas ganancias con el país que dolariza (aunque sí ha sido el caso de Sudáfrica con Lesoto, Namibia y Suazilandia al adoptar el rand así como del Banco Central Europeo con los países que han adoptado el euro).

- La estabilidad financiera podría verse comprometida si no se cuenta con un banco central que actúe como prestamista de última instancia (una de las ventajas de poder emitir dinero). Para contrarrestar (parcialmente) esta dificultad, un banco central de una economía dolarizada debe tener activos líquidos en dólares, lo cual es costoso en términos de oportunidad (se podría tener esos activos en otras inversiones más rentables) o garantizar líneas de crédito con bancos internacionales. Si bien esto permitiría proveer liquidez al sistema financiero o prestar recursos a algunos bancos que estén estresados, se volvería una tarea casi imposible si se tratara de choques sistémicos o que afecten a gran parte del sistema. Ante una pérdida generalizada de credibilidad, las autoridades monetarias probablemente no tendrían recursos suficientes para soportar el sistema de pagos.

5. ¿CÓMO SE LLEVA A CABO LA DOLARIZACIÓN?

La estabilidad de una economía dolarizada depende de un flujo constante de dólares para satisfacer sus necesidades monetarias. Por esta razón, una escasez de dólares, debido a cambios en las políticas estadounidenses o factores externos, podría plantear desafíos para la economía.

La primera fase de la dolarización implica la sustitución de la base monetaria por dólares. En general, cuando el proceso de dolarización se da por pérdida de confianza (como los casos de Argentina, Ecuador, El Salvador y Venezuela) lo primero que se dolariza son los depósitos a plazo, que caracterizan los agregados monetarios más amplios. La forma más inmediata de lograr esta primera fase es vendiendo las reservas internacionales del banco central, en caso de que las tenga. Esto incluye vender todo tipo de activos, desde oro hasta papeles de deuda soberana de Estados Unidos u otros países. Esta operación técnicamente se categoriza como una intervención cambiaria y solo difiere, en comparación con la mayoría de las intervenciones, en no ser “esterilizada”⁶. Si se cuenta

6 Normalmente, las intervenciones cambiarias se hacen de forma “esterilizada”, para dejar inalterada la base monetaria. Un ejemplo es la venta de dólares con una compra simultánea (en el valor equivalente) de bonos del tesoro domésticos (TES en el caso colombiano). De esta manera los

con suficientes reservas, se establecería un periodo de conversión (donde la banca comercial ayudaría a intercambiar los dólares) y en algunos casos con límites diarios para suavizar el proceso.

El problema surge cuando no hay suficientes reservas internacionales disponibles. En este caso, se presentan tres opciones, ninguna de ellas muy alentadora. La primera opción implica que el país logre mantener superávits en la cuenta corriente de forma sostenida hasta acumular suficientes dólares. Esta opción es problemática (y poco realista) por múltiples razones, empezando porque cambiar la dinámica de la cuenta corriente no es fácil ni tampoco sucede de forma inmediata (Colombia por ejemplo ha tenido una balanza comercial negativa por más de una década). También requeriría desajustes sectoriales para lograrlo, y posiblemente alejarse de sendas comerciales óptimas.

La segunda opción consiste en crear una ventanilla de liquidez con Estados Unidos, algo que nunca se ha llevado a cabo y que requeriría no solo una relación política cercana, sino también una relación comercial fuerte. Este es el caso del franco, de la Comunidad Financiera Africana (CFA), con el cual catorce países africanos han logrado una paridad con el euro con la ayuda del Gobierno francés. En especial, la convertibilidad está garantizada por disposiciones para sobregiros y el requisito de que un porcentaje de los pasivos monetarios locales esté respaldado por reservas de divisas depositadas en el tesoro francés (Borensztein y Berg, 2000).

Finalmente, la tercera opción es la de endeudarse en dólares. La paradoja de esta última opción radica en que es posible que el endeudamiento previo haya sido la causa de la dolarización. Esta instancia es peligrosa, puesto que el riesgo país aumentaría y generaría posibles crisis de deuda en el futuro cercano.

Cualquiera de las tres opciones mencionadas probablemente conllevaría a una transición complicada. Como señalan Caravello, Martínez-Bruera y Werning (2023), cuando no hay suficientes dólares que respalden una promesa de conversión, el mercado podría reaccionar ante la noticia de dolarizar con un aumento abrupto en los precios, un déficit fiscal más elevado y una depreciación cambiaria, exacerbando aún más los problemas que condujeron a la consideración de la dolarizar.

Ahora bien, tal vez de forma contraintuitiva, las economías que ya se encuentren altamente dolarizadas pueden enfrentar una mayor urgencia

pesos que “salen” de la economía por parte del sector financiero o real al comprar los dólares al banco central, “retornan” al venderse los títulos soberanos.

para hacerlo si hubiese una pérdida de credibilidad en la moneda, ya que son más susceptibles a choques y a la volatilidad cambiaria. Según Levy-Yeyati (2006), economías con un sistema financiero altamente dolarizado son más susceptibles a experimentar crisis bancarias luego de una depreciación de la moneda y a tener un crecimiento económico más débil y volátil.

CONCLUSIÓN

En resumen, la dolarización es una solución extrema, a un problema extremo. Su gran atractivo, el de controlar la inflación, viene con costos considerables, siendo uno de ellos el abandono de la autonomía monetaria. Pensar que la dolarización es la solución a los problemas económicos de un país, como lo señala Krugman (2023), es una forma peligrosa de pensamiento mágico en política monetaria.

Es probable que los problemas subyacentes que lleven a dolarizar una economía persistan incluso después de que esta se lleve a cabo. Paradójicamente, abordar con éxito los problemas fundamentales que llevan a pensar en una posible dolarización disminuiría las razones para optar por la misma.

REFERENCIAS

- Baliño, T. J.T. (2003). "Dollarization: A Primer", en International Monetary Fund (ed.), *Current Developments in Monetary and Financial Law*, vol. 2, Washington D. C.: International Monetary Fund.
- Bogetić, Ž. (2000). "Full Dollarization: Fad or Future?", *Challenge*, vol. 43, núm. 2, pp. 17-48.
- Borensztein, M. E.; Berg, M. A. (2000). *Full dollarization: The pros and cons*. Washington D. C.: International Monetary Fund.
- Caravello, T.; Martínez-Bruera, P.; Werning, I. (2023). "Chronicle of a Dollarization Foretold: Inflation and Exchange Rate Dynamics", documento de trabajo, núm. 31763, National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. Virginia: Brookings Institution Press.
- Engel, C.; Rogers, J. H. (1996). "How Wide is the Border?", *American Economic Review*, vol. 86, núm. 5, pp. 1112-1125.
- Feige, E. (2003). "The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition Countries", *Macroeconomics*, núm. 0305003.

- Fischer, S. (2001). "Distinguished Lecture on Economics in Government. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, núm. 2, pp. 3-24.
- Ilzetzki, E.; Reinhart, C. M.; Rogoff, K. S. (2019). "Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold?", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, núm. 2, pp. 599-646.
- Krugman, P. (2023). "Do You Believe in Monetary Magic?", *New York Times*, diciembre.
- Levy-Yeyati, E. (2006). "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences", *Economic Policy*, vol. 21, núm. 45, pp. 62-118.
- McCallum, J. (1995). "National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns", *The American Economic Review*, vol. 85, núm. 3, pp. 615-623.
- Obstfeld, M.; Rogoff, K. (1995). "The mirage of fixed exchange rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, pp. 73-96.