



Mitos y realidades de la política monetaria

¿Puede la dolarización
solucionar los
desbalances
macroeconómicos?



Bibiana Taboada



Mauricio Villamizar

¿Puede la dolarización solucionar los desbalances macroeconómicos?

Escrito por Mauricio Villamizar y Bibiana Taboada

Esta nota tiene como objetivo explorar las ventajas y desventajas de la dolarización, sobre todo en un contexto donde se pierde credibilidad en la moneda. Como mensaje principal se concluye algo que sucede con la mayoría de los instrumentos monetarios -por no decir todos-, y es que no existe una receta mágica. 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.

Empecemos por definir ¿qué es? La dolarización significa 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.

En cambio, la dolarización vista como un proceso de sustitución informal (*de facto*), sucede en muchas 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 de la Tabla 1 muestra cómo en Bolivia, Nicaragua, Uruguay, Croacia, Rusia y Argentina, el efectivo en moneda extranjera representa más del 66% de la oferta monetaria¹. Como medida alterna, las otras dos columnas muestran la cantidad de depósitos en moneda extranjera, también como porcentaje de la oferta monetaria, para los años 1995 y 2000, respectivamente. Con estas medidas, países como Perú, Bulgaria y Latvia (Letonia) también sobresalen por el alto grado de dolarización informal.

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 de 1991, que fijaba una paridad de 1 peso igual a 1 dólar, colapsó 11 años después debido a varias razones. Entre estas, el fortalecimiento del dólar durante el auge tecnológico de los años 90 llevó a un fortalecimiento sin fundamento del peso, que golpeó las exportaciones y exacerbó la crisis. Los problemas fiscales permanecieron y en 1990 (ad portas del fin de la convertibilidad) la inflación anual se situó a niveles de cuatro dígitos. Desde 1991, la economía argentina ha experimentado una dolarización informal, con cerca del 70% de sus depósitos (y moneda de circulación) en dólares. A principios de 2024, Argentina enfrentaba una inflación anual del 200%, una tasa de interés de política del 133%, una deuda de 44 mil millones de dólares con el Fondo Monetario Internacional y perspectivas de una

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

fuerte recesión. Como se destaca más adelante, la dolarización resulta en una tarea compleja, especialmente porque, en diciembre de 2023, el Banco Central de Argentina tenía reservas internacionales netas negativas.

Otras experiencias de la dolarización. Panamá es el único país (fuera de los Estados Unidos) que adoptó el dólar y lo hizo desde su separación de Colombia en 1904². Por lo tanto, no hace parte de los países que decidieron adoptar el dólar por problemas de credibilidad en la moneda. En cambio, los casos de Ecuador y El Salvador se asemejan más al de Argentina. 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.

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 et al. (2019), en el 2016 había 96 países con regímenes de tipo de cambio fijo, con bandas o con 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.

Tabla 1. Diferentes métricas de la dolarización informal

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

* Valores corresponden al año de 1995.

Fuente: Edgar L. Fiege (Universidad de Wisconsin-Madison).

² En Panamá circula una moneda metálica doméstica denominada “el 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.

¿Por qué hay países que terminan por dolarizar? La mayoría de las razones que conducen a la dolarización están relacionadas con problemas inflacionarios. Situaciones de hiperinflación, son a menudo 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 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 algunos beneficios es precisamente porque las personas lo perciben como una medida permanente. A continuación, hacemos un breve análisis de estos costos y beneficios.

Algunos de los beneficios de la dolarización incluyen:

- 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 & 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 & Rogoff (1995), durante los 1990s 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.

Algunos de los costos de la dolarización incluyen:

- El abandono de la política monetaria. Esto 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 inter-temporal). 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 (e.g., Argentina en los años 90s) 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 lograr 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.
- Además, se pierde el señoreaje, que son 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 además sin intereses. Con este dinero se compran las reservas internacionales y activos domésticos, los cuales rinden intereses⁵. Es poco probable que Estados Unidos comparta estas ganancias con el país que dolariza (aunque sí ha sido el caso de Sud África con Lesotho, Namibia y Swaziland al adoptar el *rand*, y también del Banco Central Europeo con los países que han adoptado el euro).
- Por último, 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,

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, Bogetić (2000) estima que para el caso argentino el señoreaje representa 0.5% del PIB cada año.

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.

¿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 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 ni 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 ventana 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 14 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 & Berg, 2000).

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 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.

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 et al. (2003), 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 para hacerlo si hubiese una pérdida de credibilidad en la moneda, ya que son más susceptibles a choques y a la volatilidad cambiaria. Según Yeyati & Rey (2006), economías con un sistema financiero altamente dolarizado son más susceptibles a experimentar crisis bancarias luego de una depreciación de la moneda, y 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 Paul Krugman, es una forma peligrosa de pensamiento monetario mágico⁷.

⁷ Ver artículo de Paul Krugman en The New York Times diciembre 12, 2023, titulado “Some dangerous magical thinking in monetary policy”.

Referencias

- Bogetić, Ž. (2000). Full Dollarization: Fad or Future?. *Challenge*, 43(2), 17-48.
- Borensztein, M. E., & Berg, M. A. (2000). *Full dollarization: The pros and cons*. International Monetary Fund.
- Caravello, T., Martinez, P., & Werning, I., (2003). Chronicle of a dollarization foretold: inflation and exchange rate dynamics. *NBER*. No. w31763.
- Eichengreen, B. (1994). *International monetary arrangements for the 21st century*. Brookings Institution Press. Engel, C., & Rogers, J. (1996). How wide is the border? *American Economic Review*, Vol 86: 1112-1125
- Fischer, S. (2001). Distinguished lecture on economics in government—exchange rate regimes: is the bipolar view correct?. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 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*, 134(2), 599-646.
- Yeyati, E. L., & Rey, H. (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. *Economic Policy*, 21(45), 63–118.
- McCallum, J. (1993). *National Borders Matter: Regional Trade Patterns in North America*. McGill University, Department of Economics.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 73-96.