

Dolarización y la Integración de los Mercados Financieros

Introducción

El tema de la dolarización ha recibido mucha atención en América Latina en los últimos 2 años. El interés ha aumentado en los Estados Unidos también. Una propuesta (el plan Mack) para apoyar a los países dolarizados está en camino en el Congreso de los EE.UU. en este momento.

Para los países que actualmente consideran dolarizar sus economías, el argumento más importante es el ancla de estabilidad monetaria que el dólar puede proveer.¹ Este argumento está fuera de la teoría que tradicionalmente se ha ocupado del problema de las (des)ventajas de diferentes regímenes cambiarios. La teoría de las zonas monetarias óptimas² supone que la credibilidad de la política monetaria no está relacionada a la organización del tipo de cambio. Ignora todos los aspectos institucionales y políticos de su análisis y por eso no menciona la credibilidad de la política monetaria como un argumento en pro o en contra de un tipo de cambio fijo o una unión monetaria.

El autor es profesor de economía en la Universidad Francisco Marroquin (Quetzaltenango). Estoy agradecido a Joseph Keckeissen y Dennis Rodas por sus comentarios a una versión anterior de este artículo, y a Claudia de León por corregir los errores más flagrantes en el español.

La teoría de las zonas monetarias óptimas tampoco toma en cuenta los efectos de la dolarización para la integración de los mercados financieros nacionales en el mercado financiero mundial y olvida las consecuencias para la estructura del sector financiero nacional. Implícitamente supone que los mercados financieros en los países que deciden dolarizar ya tienen una organización eficiente, la cual sigue de la misma manera después de la unión. También supone que el nivel de integración de los mercados financieros es un tema independiente de la cuestión de qué tipo de cambio es preferible.

En este artículo analizamos las consecuencias de la dolarización para los mercados financieros, tema que la teoría tradicional ignora. Después comparamos la dolarización con el camino alternativo para lograr la liberalización e integración del sector financiero. Concluimos que la dolarización es la alternativa más rápida, más segura y más profunda para realizar estos objetivos. Esta conclusión implica una razón más para considerar la dolarización. Para países como Guatemala que no han tenido experiencias tan malas con la política monetaria como Argentina, las consecuencias de la dolarización para el sistema financiero son probablemente más relevantes que los beneficios de la reducción de la inflación.

La integración de los mercados financieros: Una primera vista

Es inevitable que la aceptación del dólar como moneda oficial en los países en América Latina resultará en una mayor integración de sus mercados financieros con el mercado financiero mundial. Los efectos para el nivel de la tasa de interés real y los flujos de inversión extranjera son potencialmente enormes.

Las crisis financieras y el caos en los mercados financieros de la región en los últimos 20 años han asustado a inversionistas extranjeros que en principio estarían muy interesados en los altos rendimientos que las inversiones aquí rinden. Con la dolarización de la economía el mayor obstáculo para las inversiones extranjeras en América Latina desaparece. Por definición no existiría más el riesgo de una devaluación o depreciación de la moneda nacional. Todavía quedarían otros riesgos. Las empresas y seguramente los gobiernos en América Latina pueden calificar como menos sólidos. El riesgo de que empresas y gobiernos entren más fácilmente en quiebra se traduce en un "rating" más bajo y en una compensación para este riesgo más alto que el promedio en los EE.UU. Pero básicamente la tasa de interés debe bajar hasta el nivel de los mercados financieros mundiales. Tal vez más impresionante sea el otro lado de la disminución de la tasa de interés. La cantidad de capital disponible para inversiones en los países dolarizados será virtualmente ilimitada. Las inversiones ya no dependerían del ahorro interno y de los regalos de agencias de desarrollo internacionales, sino que tendrían todo el capital en el mercado financiero internacional como fuente potencial.³

Parece una perspectiva muy bonita, aunque la realidad no es tan fácil. La integración de los mercados financieros domésticos en el mercado financiero mundial no depende solamente del uso de una sola moneda. También existen obstáculos institucionales y estructurales en los mercados actuales que hacen imposible el acceso al mercado financiero mundial para la mayoría de las empresas e inversionistas en América Latina. La dolarización en sí no abre las puertas para estos grupos. Para ver el alcance de la integración del sector financiero, tenemos que analizar cómo la dolarización afectaría la estructura de los mercados domésticos.

Mercados financieros reprimidos

Si funcionan bien, los mercados financieros generan una cantidad de ahorro óptimo y dirigen el capital disponible a los sectores que tienen mayor rendimiento. Si los mercados financieros no funcionan bien, resulta una limitación de la cantidad de inversión, combinado con una mala asignación del capital en sectores que no merecen inyecciones de capital. La consecuencia del mal funcionamiento de los mercados financieros es una baja tasa de crecimiento y distorsiones en la estructura económica. Existe suficiente evidencia⁴ para sospechar que la mala estructura del sector financiero en América Latina es una de las principales causas para el desempeño mediocre de esta región en los últimos 40 años.

Ronald McKinnon analizó la estructura y las deficiencias del sector financiero en muchos países en desarrollo en su libro, *The Order of Economic Liberalization*.⁵ McKinnon califica estos mercados como "reprimidos" (*repressed*). Un mercado financiero reprimido tiene las siguientes características:

1. Segmentación del mercado en diferentes sub-mercados. Cada sub-mercado está separado de los demás mercados y tiene su propia tasa de interés. Ciertos sectores en la economía pueden usar un sub-mercado, pero están fuera de los demás. Esto implica que el sistema financiero no puede asignar el capital de una manera eficiente. El capital ofrecido no es invertido primero en las inversiones de más alta prioridad y rendimiento en la economía, sino en las que son disponibles en el segmento particular del mercado. Normalmente (también en Guatemala) podemos distinguir los siguientes sub-mercados:

A. La bolsa para el sector público y algunas empresas grandes.

B. El sector de ONG's y proyectos financiados por el sector público. (En Guatemala, por ejemplo, los proyectos de FIS y de FONAPAZ.) Solamente proyectos que cumplen con ciertas condiciones son seleccionados. Las decisiones no son tomadas por actores privados según principios de rentabilidad y riesgo, sino por burócratas y políticos que miran prioridades políticas y 'sociales.'

C. El sector bancario. Empresas medianas y gente que quiere comprar casas pueden recibir préstamos de los bancos, pero no de los primeros dos segmentos mencionados. Por el poco capital disponible, las tasas de interés son elevadas.

D. La situación es peor para empresas pequeñas e individuos que no pueden prestar de los bancos. Lo único que pueden hacer es pedir a empresas financieras o al sector informal por financiamiento. Las condiciones para estos préstamos son draconianas (con tasas de hasta 4 a 5% al mes). Este último segmento de la economía es muy importante. Casi todas las nuevas empresas que deben empujar la economía son básicamente abandonadas

por el mercado financiero regular y dependen de prestamistas particulares o miembros de la familia de los empresarios. La única alternativa para las empresas pequeñas es generar su propio ahorro por medio de ganancias retenidas.⁶

2. En el sector bancario existe una diferencia grande entre la tasa activa de interés y la tasa pasiva. La razón más importante es la imposición de encajes sin compensación por parte de los bancos centrales sobre los bancos nacionales. Otra causa es la ineficiencia de los sistemas bancarios nacionales frecuentemente protegidos contra la competencia extranjera.

Una brecha tan grande tiene consecuencias serias para la disponibilidad de capital y la cantidad de inversión que se puede realizar en una economía. Las tasas pasivas que deben generar el ahorro nacional están bajo presión y en términos reales a veces son negativas. No logran atraer mucho ahorro de esta manera. Las tasas activas para los créditos se incrementan a niveles reales muy altos lo que encarece las inversiones.

3. Los déficits de los gobiernos absorben una gran parte del ahorro nacional. Después de todos los problemas mencionados, la cantidad de capital disponible para la inversión rentable en el sector privado queda reducida todavía más por la demanda del gobierno en el mercado financiero. Casi todos los gobiernos en el sub-continente tienen déficits grandes y los cubren en los mercados financieros nacionales.

La situación ha empeorado en las últimas décadas. Después de las crisis de deuda internacional en los años 80's, la posibilidad de los gobiernos de países en América Latina para prestar en el mercado internacional fue severamente reducida. Por eso su dependencia de los mer-

cados nacionales y el ahorro nacional es más grande ahora que antes.

Las consecuencias de la dolarización

¿Cómo afecta la dolarización la estructura de los mercados financieros? Miraremos a cada característica de la lista anterior para ver si la situación cambiaría después de la aceptación del dólar.

1. La segmentación de los mercados financieros va a disminuir, pero una liberalización del sistema bancario es probablemente necesaria para integrar los mercados completamente.

A. La situación después de la dolarización para las grandes empresas y el gobierno será totalmente diferente. Las empresas tendrán acceso directo e ilimitado a las bolsas financieras mundiales y podrán prestar a tasas menores que antes, aunque algunos gobiernos con altos niveles de deuda deberán pagar tasas más altas.

B. Los fondos que distribuyen créditos subsidiados para proyectos de desarrollo pueden seguir si las organizaciones quieren apoyarlos, pero no van a tener la misma importancia que antes por la ausencia del racionamiento de capital.

C. Si el sector bancario no es liberalizado y los bancos extranjeros no pueden entrar en el mercado nacional, las ineficiencias de los bancos nacionales seguirán vigentes y los beneficios para los grupos que dependen del sistema bancario serán limitados. Sin embargo, los bancos nacionales bajo el nuevo régimen tendrán acceso al mercado financiero mundial, y no dependerán del ahorro nacional para sus fondos. Los bancos nacionales mantendrán sus reservas en cuentas con los bancos internacionales y conectarán de

esta manera el sistema bancario nacional con el mercado interbancario internacional. Ellos podrán obtener fondos a una tasa internacional y redistribuirlos después a sus clientes. El precio para los clientes nacionales será más alto que el precio internacional, pero mucho menor que la tasa de interés actual.

D. Lo mismo ocurre para las empresas pequeñas y los individuos que ahora dependen del sector financiero informal. Después de la dolarización los bancos nacionales tendrán fondos suficientes para prestar a estos grupos también.

2. La brecha entre tasa activas y pasivas se reducirá. Con un sistema dolarizado, el banco central nacional pierde su función. Los bancos nacionales mantienen sus reservas con bancos internacionales y los encajes con el banco central desaparecen. Con la liberalización del mercado bancario se pueden aumentar los beneficios todavía más si esto resultara en una reducción de la ineficiencia de los bancos nacionales. Los bancos van a tener costos extras también. Un costo importante será la sustitución de la función del prestamista de última instancia ("*lender of last resort*") del banco central nacional con otro tipo de seguridad. Al final del artículo regresaremos a este tema.

3. El estado estará limitado en sus déficits por la restricción de financiamiento neutro (no-monetario). Si tiene déficits, podrá prestar directamente en el mercado internacional sin causar "*crowding out*" de las inversiones privadas.

Podemos concluir que la dolarización en sí implicará un cambio drástico en la estructura de los mercados financieros y resultará en la realización de una gran parte de los beneficios de la integración que hemos mencionado en la primera vista. Estos beneficios serán aún más grandes si la dolarización viene acom-

pañada con una liberalización del sistema bancario. Con la entrada de los bancos internacionales en el mercado nacional, la eficiencia y la accesibilidad del capital internacional para todos los sectores mejorará aún más y las ventajas de la integración en el mercado financiero mundial serán completas.

Si el mercado nacional no está abierto para bancos extranjeros, la integración del sector bancario nacional con el sistema bancario internacional será indirecta a través de la participación de los bancos nacionales en el mercado financiero mundial. Los bancos nacionales obtendrán sus fondos en el mercado inter-bancario internacional y las tasas de interés en ese mercado determinarán indirectamente las tasas de interés domésticas. Esto implica que aunque bancos extranjeros no son permitidos de operar libremente en el mercado nacional, los sectores que dependen de créditos bancarios pueden obtener capital a condiciones comparables a las condiciones internacionales.

El camino alternativo

Para presentar las consecuencias para el sistema financiero nacional como méritos de la dolarización tenemos que preguntarnos si no hay alternativas—tal vez mejores alternativas—para lograr nuestros objetivos. Si existen otras posibilidades para realizar la liberalización y la integración de los mercados financieros, no tenemos que considerar los beneficios resultantes como ventajas de la dolarización, sino como el resultado de progreso realizable independientemente.

Existen alternativas para llegar a un mercado financiero liberalizado. McKinnon⁷ da un análisis teórico de cómo realizarlo. El proceso de la liberalización

ni es rápido, ni es fácil. Su conclusión es que debemos liberalizar la economía en cierto orden. Liberar los mercados financieros sin tomar en cuenta otros sectores de la economía es muy peligroso y puede resultar en una crisis del sistema bancario, pánicos, inflación y “crashes.” Tenemos suficientes ejemplos de crisis financieras en las últimas décadas para ilustrar los riesgos de una liberalización mal implementada. Los costos de estos fracasos han sido devastadores.⁸

El problema fundamental es la vulnerabilidad de economías en transición. Un mercado financiero libre, sin controles e integrado en el mercado mundial, ha demostrado ser capaz de reflejar y amplificar distorsiones que persistieron en la economía. Las fuerzas en los mercados financieros son tan grandes que pueden castigar estas fallas de una manera espectacular. El consejo de McKinnon es liberalizar los mercados financieros solamente después de haber logrado estabilidad en la macroeconomía, particularmente con respecto de la inflación y los déficits fiscales. El orden de liberalización que él propone es el siguiente:

Fase 1. Eliminar los déficits del gobierno. En un sistema financiero liberalizado el gobierno ya no tiene acceso privilegiado a capital. Para impedir que los gobiernos sean “forzados” a imprimir dinero para cubrir sus déficits, el estado debe cortar sus déficits y construir un sistema tributario robusto.

Fase 2. Bajar la tasa de inflación. La inflación causa mucha inseguridad en los mercados, aumenta los costos de inversión y puede causar depreciaciones fuertes en el tipo de cambio de la moneda nacional.

Fase 3. Liberalizar el sector financiero doméstico. El gobierno tendrá que buscar cómo evitar la segmentación del mercado

interno, eliminar los fondos de inversión subsidiados y dejar de interferir en el sector bancario. De esta manera el sector bancario podrá generar suficientes fondos para las inversiones de las empresas privadas y competir con los bancos extranjeros. La Fase 3 debe empezar solamente después de haber cumplido con las primeras dos fases. No es una buena idea liberalizar el mercado financiero durante turbulencia monetaria. Los bancos deben tener expectativas seguras de la inflación y el desarrollo a largo plazo, para que puedan tomar decisiones correctas de inversión, y para poder fijar la determinación de las tasas de interés a plazo.

Fase 4. Abrir el sector financiero para capital extranjero a corto plazo y a largo plazo. Solamente después de haber logrado las primeras 3 fases, podemos pensar en una integración completa en el mercado financiero mundial. Hacerlo antes es muy peligroso. Esto fue ilustrado por varios países que siguieron este orden y liberalizaron los mercados financieros demasiado rápido: Rusia, Brasil, Chile y especialmente México nos avisan que las consecuencias de estos errores son muy graves.

Comparación de las alternativas

Si comparamos los dos caminos, la dolarización sale como ganador. El orden de liberalización propuesto por McKinnon es lento y riesgoso: Hay que pensar en por lo menos 5 años. Además, la dolarización tiene algunas ventajas que la alternativa carece. Estas ventajas son las siguientes:

1. Con la liberalización de los mercados nacionales sin dolarización, todavía seguirían las monedas distintas. Los riesgos cambiarios para los inversionistas interna-

cionales no desaparecen y esto se traduce en diferencias en las tasas de interés. Visto de otra manera, la integración de los mercados financieros en una unión monetaria (léase "dolarización") es completa, no así la integración de mercados financieros que usan diferentes monedas. Las tasas de interés en los países en América Latina después de la aceptación del dólar como moneda común serán más bajas que en el otro caso.

2. Existe evidencia⁹ que sugiere que una tasa baja de la inflación en sí misma es un factor importante para desarrollar y profundizar el sistema financiero. Para la introducción de nuevos instrumentos, préstamos a largo plazo y la estabilidad del sector financiero, la estabilidad monetaria es un prerequisite. La dolarización promueve la integración/liberalización del sector financiero y una baja tasa de inflación en el mismo paquete. En la alternativa son dos caminos separados.

3. El mercado financiero mundial de dólares tiene ventajas de escala que los mercados domésticos en América Latina nunca podrán lograr. Especialmente para las bolsas financieras es esencial tener suficiente liquidez para desarrollar nuevos instrumentos financieros como opciones, "swaps" y "repos," que son cruciales para las operaciones de empresas multinacionales. Las bolsas nacionales en el subcontinente ahora son nada más que un acceso confortable para depositar papel del estado en lugar de financiar inversión privada.

El problema del prestamista de última instancia

La dolarización no resuelve todos los problemas. El cambio de la moneda nacional al dólar significa que el banco cen-

tral nacional deja de funcionar como banco de bancos. Los bancos domésticos mantienen sus propias reservas con grandes bancos internacionales que son intermediarios entre los bancos nacionales y la Reserva Federal (FED). La FED ya ha indicado¹⁰ que no está interesada en participar en el sistema bancario nacional de otros países y creo que esta posición es inevitable. La Reserva Federal no tiene jurisdicción para controlar los bancos extranjeros, y no quiere pagar la cuenta de los fracasos fuera de su jurisdicción.

Bajo este sistema los bancos nacionales no pueden contar con una función tradicional del banco central: el prestamista de última instancia. El prestamista de última instancia ayuda a un banco (o al sistema bancario en conjunto) en caso de una crisis de liquidez, inyectando nuevo dinero. Una crisis de confianza en un banco se convierte rápidamente en una corrida para sacar efectivo de las cuentas bancarias de ese banco particular. Luego, si el banco no puede cumplir con las obligaciones que tiene con los demás bancos, la crisis de confianza puede infectar a todo el sistema bancario y resultar en una crisis general.

Una crisis de liquidez debe ser distinguida de una crisis de solvencia de un banco. Liquidez es un problema de corto plazo que resulta del sistema de reservas fraccionales. Un banco solamente tiene un porcentaje limitado en reservas líquidas para cubrir sus pasivos. Convertir otros activos menos líquidos en reservas líquidas toma tiempo, tiempo del que no se dispone en una crisis de confianza. La ayuda del banco central entonces como prestamista de última instancia es temporal y no es lo mismo que rescatar un banco que está en quiebra.

¿Cuáles son las alternativas para reemplazar esta función del banco central después de la dolarización? Mencione unas:¹¹

1. Los bancos mismos pueden crear un fondo para emergencias de este tipo. El fondo tiene activos (por ejemplo "*Treasury bills*") que son fáciles de convertir a dólares en el mercado internacional. Las desventajas son que solamente tiene una capacidad limitada, y que mantener un fondo implica costos para los bancos.

2. La segunda posibilidad es que el estado todavía ofrezca algún tipo de seguridad. Una propuesta del plan Mack¹² es de proveer una compensación a los países que decidan dolarizar oficialmente contra la pérdida de los ingresos de señoreaje. Esta compensación debe tener la forma de bonos perpetuos (*consols*) emitidos por el gobierno de los Estados Unidos. Una sugerencia es de usar esta compensación como colateral para obtener liquidez en tiempos de problemas. La cantidad del colateral debe ser suficientemente grande.

3. Los bancos pueden arreglar líneas de crédito de emergencia con los grandes bancos internacionales. Los bancos nacionales ya tienen sus depósitos de dólares con esos bancos y las líneas de crédito son simplemente una extensión de esta relación. En Panamá esta última posibilidad parece que ha funcionado bien.

La experiencia de Panamá

Para ilustrar que un sistema financiero dolarizado combinado con la integración completa en el mercado financiero mundial puede funcionar bien en la práctica, miramos a la experiencia de Panamá que ya por casi un siglo está oficialmente dolarizada.

El sector financiero de Panamá tiene las siguientes características:¹³

- Panamá tiene la dolarización de todo el sistema monetario combinada con integración completa de sus mercados financieros en el mercado financiero mundial. El gobierno no interviene de ninguna manera y no existe un banco central (*sic*).
- Los bancos internacionales juegan un papel muy importante en el sector bancario y forman el "link" con el mercado mundial.
- Las tasas de interés activas y pasivas están muy cerca de las tasas de interés internacionales en dólares.¹⁴
- La inflación promedio ha sido de 3 % en los últimos 40 años, menor que la tasa de inflación en los EE.UU. en este período. (En los últimos años la tasa de inflación ha sido aún menor, cerca de 1%.)
- Los bancos nacionales no tienen sus reservas con la Reserva Federal, y la Reserva Federal no tiene ninguna jurisdicción sobre los bancos panameños. Los bancos nacionales mantienen sus reservas con bancos internacionales. Estos bancos nacionales también toman la función de prestamista de última instancia en tiempos de problemas. Parece funcionar. La cantidad de crisis bancarias en Panamá ha sido muy limitada. Solamente durante el boicot de los EE.UU. en tiempos del General Noriega cerraron los bancos sus puertas.

El caso exitoso de Panamá nos indica que un sistema dolarizado con integración completa puede funcionar, y que en la práctica ha funcionado mucho mejor que los sistemas monetarios nacionales de los demás países en América Latina.

Conclusiones

La tendencia hacia la unificación monetaria no es solamente observable en nuestra región. Países en todo el mundo buscan anclas monetarias para lograr estabilidad monetaria y participar en la economía global. En Europa hay una cola de espera de países que quieren entrar en la zona del *euro*. Muchos países en Asia consideran la mejor forma de relacionar su moneda nacional al dólar. La discusión sobre la dolarización (y su hermano menor, el *currency board*¹⁵) en América Latina es parte de esta tendencia. El tema de la dolarización no es un capricho que no sobrevivirá al siguiente ciclo académico. La opción de dolarizar da respuestas serias a problemas serios. Este artículo intenta contribuir un argumento que para muchos países en nuestra región debería ser muy importante.¹⁶ La dolarización hace posible la integración y liberalización de mercados financieros nacionales que hasta ahora están reprimidos. El camino de la dolarización es más rápido, tiene menos riesgos y va más lejos que el camino alternativo para liberalizar los mercados financieros independientemente. Los beneficios que pueden resultar de la dolarización son potencialmente enormes.

NOTAS

¹Calvo (2000) menciona el argumento en las pp. 3 y 20. También Hanke (1999).

²Véase Mundell (1961) para el artículo clásico sobre la materia. De Grauwe (1994) da un resumen moderno de la teoría. La teoría de las zonas monetarias óptimas analiza las ventajas y las desventajas de diferentes tipos de cambio y trata de identificar los factores relevantes para estas ventajas y desventajas. Si los beneficios de un tipo de cambio fijo son mayores que los costos, los países bajo investigación forman una zona monetaria óptima. La aceptación oficial del dólar podemos ver como el último paso en la aceptación de un tipo de cambio fijo: la realización de una unión monetaria. Los beneficios de una unión monetaria resultan en menos costos de información para empresas y consumidores, menos costos de transacción en el comercio internacional y menos riesgo cambiario para comercio e inversiones internacionales. Estos beneficios serán más altos si los países tienen un grado de integración económica elevado. Tiene más sentido, por ejemplo, para los países en Latinoamérica de formar una unión monetaria con los EE.UU. que con Japón. Los costos de una unión monetaria se refieren principalmente a los costos de ajuste después de "shocks" reales. Los costos de ajustar la economía después de un "shock" en la demanda o en la producción son mayores bajo un tipo de cambio fijo que bajo un tipo de cambio flotante. Un tipo de cambio flotante puede insular la economía en caso de un "shock" real a través de una depreciación o una apreciación nominal de la moneda, mientras que una economía con tipo de cambio fijo tiene que ajustarse a través de un proceso lento y doloroso de cambios en los precios y salarios nacionales. En la práctica esto significa que el país entra en una recesión o en un auge. Países que tienen una estructura económica concentrada en unos sectores que dependen del clima y de los precios internacionales son muy vulnerables para "shocks" reales. Si comparamos los costos y los beneficios de una unión monetaria entre los países en Latino-

américa y los EE.UU., parece que los costos son mayores. Los países latinos, tal vez con la excepción de México, no son suficientemente integrados con los EE.UU. y sus economías son vulnerables para shocks reales. La teoría tradicional entonces concluye que no forman una zona monetaria óptima. Cooly (2000) y Delnegro (2000) encuentran la misma conclusión.

³Delnegro (2000, p. 3) menciona estos efectos para México.

⁴Vea McKinnon (1991, p. 13) y Levine (2000, p. 4).

⁵McKinnon (1991), especialmente los primeros capítulos.

⁶*ibid.*, capítulo 4.

⁷*ibid.*, capítulos 6, 9 y 10.

⁸Calvo ha escrito varios artículos sobre el tema. El los menciona en Calvo (1999, p. 2), y en Calvo (2000), capítulo 2.

⁹Levine (2000) estima los efectos de una reducción de la inflación para el desarrollo de los mercados financieros.

¹⁰En la guía del "Monetary Stability Act" (el plan Mack), está mencionado explícitamente en la página 3.

¹¹Calvo (2000) da unas sugerencias en la sección VI, p. 21.

¹²La propuesta del "Monetary Stability Act" es de usar bonos perpetuos (*consols*) para compensar la pérdida del señoreage, secciones 4 y 5. Schuler (2000) explica la propuesta en las pp. 13-14.

¹³Mencionadas en Moreno (1999).

¹⁴La tasa flotante para depósitos en promedio está 0.5% puntos encima de la tasa estándar internacional (LIBOR). La tasa para préstamos comerciales en promedio está 2% puntos encima del "prime rate" en los EE.UU. La brecha entre tasas activas y tasas pasivas está alrededor de 4% (Moreno, 1999, p. 3).

¹⁵Un *currency board* podemos ver como una versión "término medio" de la dolarización oficial. Realiza muchas de las ventajas de una dolarización completa, pero no todas por las siguientes razones:

a. A largo plazo existe incertidumbre sobre la continuidad del *currency board*. Por eso siempre queda un riesgo cambiario. Este riesgo se traduce en tasas de interés más altas (Hanke 1999).

b. La estructura del sector financiero no cambia por el *currency board* si la implementación del *currency board* no es acompañada por otras medidas. Esto implica que el sector financiero todavía es reprimido: el sistema bancario nacional no está conectado con el mercado interbancario internacional, los encajes se mantienen, las bolsas nacionales son pequeñas, etc.

c. Inseguridad sobre la voluntad política para continuar el sistema lo hace vulnerable a la especulación (Hanke 1999).

¹⁶Sobre los demás argumentos que todavía no hemos mencionado, la cuestión de la supuesta pérdida de soberanía y autonomía recibe mucha atención. Tenemos que distinguir entre los dos:

– *Autonomía* refleja el poder de las autoridades monetarias para manejar la política monetaria independientemente del extranjero. Fue una consideración importante en los tiempos keynesianos cuando los economistas y políticos todavía pensaban que podían influir en el ciclo económico con "fine tuning." Ya no es relevante porque el consenso actual es de dirigir la política monetaria hacia la estabilidad monetaria. La dolarización es una manera (tal vez la mejor) para tratar de lograr este objetivo a largo plazo.

– *Soberanía* es la independencia formal de la política nacional de tomar sus propias decisiones. Esto no cambia con la aceptación del dólar. Ya hemos mencionado que el FED no tiene ninguna autoridad en los países dolarizados. Además, la decisión para dolarizar es unilateral. No requiere un tratado con los EE.UU. Un aspecto relacionado es la convicción que la moneda propia es un símbolo

de la soberanía nacional. La introducción de dinero extranjero representa una pérdida de orgullo nacional y de soberanía. Esto es verdad hasta cierto punto. Efectivamente, el poder de poner la cara del príncipe en las monedas nacionales siempre ha sido un símbolo potente de los derechos y la independencia del estado nacional. Pero no es correcto incluir dentro de este derecho tradicional el *poder de producir dinero en las cantidades que el estado quiera*. Hasta 1930 el valor del dinero fue vinculado al valor del oro y el estado no podía producir cualquier cantidad de oro. La posibilidad de producir dinero fue inventada para incrementar el poder del estado, no para incrementar la soberanía de la nación. Para proteger el símbolo de la soberanía en el primer sentido tradicional solamente se tiene que imprimir la versión nacional del dólar con la cara del príncipe preferido. Esto es el caso en Panamá que tiene monedas con el retrato de Balboa.

Bibliografía Selectiva

- Bencivenga, V. y E. Huybens (2000). *Dollarization and the Integration of International Capital Markets; a Contribution to the Theory of Optimal Currency Areas*. Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).
- Calvo, G. y C. Reinhart (1999). "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization," *Finance and Development*, Sept 1999.
- Calvo, G. (2000). *Capital Markets and the Exchange Rate with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America*. Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).

- De Grauwe, P. (1994). *The Economics of Monetary Integration*, 2^{da} ed. New York: Oxford University Press.
- Del Negro, M. y E. Huybens (2000). *Should Mexico Adopt the US Dollar as Legal Tender?* Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).
- Eichengreen, B. (2000). *When to Dollarize?* Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).
- Hanke, S. y K. Schuler (1999). *A Dollarization Blueprint for Argentina*. Cato Institute, Mayo 1999.
- Hanke, S. (2000). *Dolarización en Ecuador*. Cato Institute, Enero 2000.
- Hanke, S. (2000). *How did the Market Respond to the Dollarization?* Cato Institute, Marzo 2000.
- Instituto Ecuatoriano de Economía Política (2000). *La Dolarización*. Enero 2000.
- Joachín Godínez, P. (1999). *Dolarización de la Economía*. Tesis, Universidad de San Carlos, Guatemala, Octubre 1999.
- Levine, R. y M. Carkovic (2000). *How much Bang for the Buck?* Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).
- Mack, C. (2000). *The International Monetary Stability Act, Bill to Promote International Stability and to Share Seigniorage with Officially Dollarized Countries: Proposal to the Senate of the United States of America*, 24-2-2000.
- McKinnon, R. (1991). *The Order of Economic Liberalization*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Mendoza, E. (2000), *On the Benefits of Dollarization when Stabilization Policy is not Credible and Financial Markets are Imperfect*. Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).
- Moreno Villalaz, J.L. (1999). *Lecciones de la Experiencia Monetaria Panameña, una Economía Dolarizada con Integración Financiera* (http://www.elcato.org/dolar_integracion.htm). Original: *Cato Journal*, Winter 1999.
- Mundell, R. (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, Sept 1961.
- Rose, A. (2000). *One Money, one Market; Estimating the Effect of Common Currencies on Trade*. Trabajo presentado en la conferencia de la ITAM: *Optimal Monetary Institutions for Mexico*, Febrero 2000 (<http://master.ster.itam.mx/~delnegro/dolar.htm>).
- Rubini, H. (1998). *La dolarización y Moneda Unica en el Mercosur* (www.aaep.org.ar/espaa/anales/resumen_98/rubini.htm).
- Schuler, K. (1999). *Encouraging Official Dollarization*. Staff Report, Joint Economic Committee, U.S. Congress, Julio 1999 (<http://www.senate.gov/~jec/dollarization.htm>).
- Schuler, K. (1999). *Basics of Dollarization*. Staff Report, Joint Economic Committee, U.S. Congress, Julio 1999 (<http://www.Senate.gov/~jec/basics.html>).
- Schuler, K. y R. Stein (2000). *The Mack Dollarization Plan: An Analysis*. Trabajo presentado en la conferencia de la APEE en Las Vegas, Nevada, Abril 2000.