

## DOLARIZACIÓN OFICIAL DE LA ECONOMÍA

**Eduardo Méndez Quesada**

Funcionario de la División Económica del B.C.C.R.

---

### I. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

El objetivo de este artículo es presentar algunas ideas e inquietudes sobre el tema de la dolarización oficial de un país y en especial en cuanto a las consecuencias previsibles en diversos ámbitos de adoptar una medida monetaria y cambiaria de este tipo.

Debe mencionarse que, debido probablemente a que no existen en la historia reciente casos de dolarización plena, la literatura técnica sobre este tema específico es muy escasa<sup>2</sup>; más amplia es la referente a los procesos de dolarización originados por el debilitamiento del papel de las monedas nacionales en países que han sufrido largos episodios de inflación elevada, como es el caso de algunas naciones latinoamericanas.

Las ideas planteadas aquí tienen carácter preliminar y están sujetas a ser rectificadas y complementadas; además, por ese mismo motivo, no se toma explícitamente una posición sobre el tema. Asimismo, no se contemplan los aspectos legales ni constitucionales que conlleva una política de este tipo, ni los cambios institucionales como, por ejemplo, si desaparecería o permanecería el Banco Central aún sin la función emisora o si debería crearse o no otro tipo de organismo con algunas de las otras funciones que tradicionalmente llevan a cabo estas entidades.

### II. CONCEPTO DE DOLARIZACIÓN OFICIAL DE UNA ECONOMÍA

Primero debe hacerse la distinción entre lo que la literatura llama “dolarización” de lo que corresponde

a la “*sustitución de monedas*”, por ser términos que usualmente se emplean como sinónimos, y luego diferenciar ambos conceptos de lo que en este documento se llamará “*dolarización oficial, plena o completa*” de una economía, entendiéndose por ello la total supresión de la moneda local y la introducción de una moneda extranjera como medio legal de pago único, en carácter de escogencia explícita de política económica.

En esencia, las diferencias entre los tres términos yacen en el grado en el que la moneda foránea sustituye al dinero local en las diferentes funciones que éste cumple para los miembros de la comunidad: *medio de cambio comúnmente aceptado, unidad de cuenta y depósito de valor* y la condición jurídica de ser *moneda de curso legal*, esto es, de aceptación forzosa para el pago por bienes y servicios y para honrar obligaciones públicas y privadas, disposición que fuerza a los miembros de la sociedad al empleo de ese dinero. Como es sabido, las condiciones económicas existentes en una economía y en particular las consecuencias de tasas de inflación domésticas altas y variables por lapsos prolongados, desalientan a los agentes económicos a usar el dinero local en esas funciones e incluso pueden llevar a un país a operar en lo posible con activos diferentes al dinero de curso legal establecido, sobre todo en las operaciones privadas y de montos importantes. En esos casos, parece violarse la “Ley de Greshman” ya que el “dinero bueno” reemplaza al “dinero malo”.

El término “dolarización”<sup>3</sup> es usado principalmente para indicar que una moneda foránea es utilizada en un país como unidad de cuenta para valorar los activos, los bienes y los servicios y/o como depósito

---

<sup>1</sup> El artículo surgió como base para la discusión sobre la materia en el seno de la División Económica del Banco Central de Costa Rica.

<sup>2</sup> Se encuentran varios artículos publicados en el ámbito nacional que han tratado el tema, por ejemplo, La Prensa Libre (1995), Campos y Morera (1998) y Espinoza (1998).

---

<sup>3</sup> Obviamente, las monedas seleccionadas para esos fines son aquellas que han tendido a mantener su capacidad de compra en el tiempo como resultado de políticas económicas relativamente exitosas, como es el caso del dólar estadounidense, de donde se ha originado el nombre dolarización, aun cuando en la práctica pueden emplearse monedas diferentes.

de valor<sup>4</sup>. Sin embargo, incluso en una situación de este tipo, la generalidad de las transacciones podrían seguirse realizando en moneda local.

Por su parte, el fenómeno llamado “sustitución de moneda” consiste en el empleo como medio de cambio de monedas distintas a la local. Esta sería entonces la consecuencia última de episodios prolongados de inflación alta y una etapa posterior a la dolarización.

El camino lógico hacia la sustitución de la moneda (en especial si existen pocas restricciones a la tenencia de divisas por parte de la población) se inicia con la tendencia hacia la protección del valor de la riqueza por parte de los individuos y empresas reemplazando la moneda local por la extranjera como depósito de valor<sup>5</sup>, ya sea mediante la posesión de la divisa o de activos denominados en ella. Conforme avanza el proceso inflacionario, el valor de los activos, inicialmente los de alto precio y luego muchos otros, se cotizan en moneda extranjera. Posiblemente ya para entonces, algunas transacciones comienzan a realizarse empleando propiamente la moneda foránea, en especial las que implican grandes transferencias de fondos.

Sin embargo, aún al llegar a esa situación, la moneda local puede seguir manteniendo sus funciones tanto de unidad de cuenta como de medio de cambio para la mayor parte de las transacciones de bienes no duraderos, de escaso valor, y muy especialmente para las operaciones con el Estado como el pago de impuestos y por bienes y servicios públicos ya que obviamente el sector público continuaría realizando sus pagos en la moneda oficial (compras de bienes y servicios, salarios, intereses y amortizaciones de deuda). Por esos motivos, la sustitución de la moneda local por la divisa podría llegar a ser en caso extremo muy generalizada pero posiblemente no absoluta, a menos de que el gobierno renuncie totalmente a la soberanía monetaria y adopte para todos los efectos la moneda extranjera, incluso para realizar los pagos y hacer los cobros gubernamentales.

En cuanto al tipo de “dolarización” que interesa en este documento existe con respecto a los antes mencionados una diferencia básica, ya que en la dolarización oficial, plena o completa, la sustitución de la moneda local se constituiría en una decisión

<sup>4</sup> A la dolarización del portafolio se le denomina también “sustitución de activos”.

<sup>5</sup> Ello debido a que, de las tres funciones básicas que cumple el dinero, la de servir como acumulador de riqueza es probablemente en la que la moneda es más vulnerable.

gubernamental, explícita, de adoptar esa medida de política económica. Ello implicaría una modificación fundamental del régimen monetario y cambiario puesto que significa establecer una moneda extranjera como dinero de curso forzoso en el territorio de un país en la forma de disposición legal<sup>6</sup>. Además, por ser una medida extrema que conlleva cambios estructurales e institucionales profundos es probable que se requiera realizar cambios legales y constitucionales.

Es claro entonces que una dolarización oficial de la economía puede originarse en los mismos motivos que una sustitución de monedas, esto es, forzada por una situación inflacionaria que lleve a las autoridades a adoptarla para convalidar un proceso de sustitución de moneda irreversible propiciado por el sector privado como reacción a las consecuencias de la inflación y la incertidumbre, o una escogencia entre sistemas monetarios y cambiarios en una situación menos grave. En este último caso, deben evaluarse cuidadosamente de previo sus consecuencias positivas y negativas así como las posibilidades de sostener la medida en el tiempo ante cambios significativos en el ámbito interno y especialmente en el caso de choques externos, y tomar en cuenta que, como se verá, a la par de sus beneficios, impondría restricciones a la gestión pública y haría más vulnerable al sistema financiero.

### III. ARGUMENTOS GENERALES EN PRO Y EN CONTRA DE LA DOLARIZACIÓN PLENA

Existen varios grados de compromiso en los sistemas de fijación cambiaria:

- El más fuerte compromiso se da en el régimen de patrón oro, en el sentido de que la moneda local debía estar respaldada totalmente por oro, por lo que el gobierno no podía manipular la oferta monetaria y los cambios en la paridad cambiaria eran poco frecuentes.
- Una caja de conversión representa un compromiso un poco más débil ya que la moneda doméstica podría ser respaldada sólo parcialmente por activos externos y, aunque sería libremente convertible a un tipo de cambio fijo, existe la opción de modificar eventualmente la paridad cambiaria.
- Aún más débil compromiso había bajo el sistema de cambios fijos de Bretton Woods debido a que

<sup>6</sup> En un caso menos extremo, podrían coexistir ambas monedas con la condición de curso legal en un esquema de caja de conversión, por ejemplo. El caso de la caja de conversión fue analizado en Méndez (1997).

los bancos centrales no estaban obligados a respaldar la emisión de dinero con activos externos y se aceptaban las devaluaciones como parte de las reglas del juego en especial para solventar desbalances externos.

- Los sistemas de fijación cambiaria para anclar la inflación, como las de los programas de estabilización puestos en práctica en muchos países latinoamericanos, son aún más débiles dado que usualmente se acepta de manera implícita que la regla de fijación podría variar en caso de que persistan la inflación o los desbalances externos.

La dolarización completa ha sido considerada como posible instrumento para reducir la inflación después de que han fallado varios programas de estabilización ortodoxos puesto que conlleva uno de los más fuertes compromisos; aún cuando serían mayores las restricciones del gobierno, sería más exitoso influir favorablemente sobre las expectativas inflacionarias y reducir la incertidumbre general, dado el costo político de revertir el sistema<sup>7</sup>.

Su propósito principal es eliminar la potestad del banco central de generar dinero de alto poder, con lo cual se espera detener la inflación en sus orígenes. En principio, la inflación de una economía plenamente dolarizada debería converger a la del país cuya moneda adopta. Los que apoyan esta medida ponen como ejemplo a Panamá donde el sistema ha operado razonablemente bien<sup>8</sup>; la tasa de inflación acumulada desde 1991 hasta 1997 no superó el 7,5% tanto con base en el índice de precios al por mayor como al consumidor, lo que contrasta con el 18% acumulado en ese lapso por Estados Unidos<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Los altos costos políticos de la reversión pueden explicar por qué la dolarización plena como política de estabilización no ha sido empleada en la historia reciente. Es claro, sin embargo, que este régimen como cualquier otro puede ser también abandonado ante eventos (como pueden ser choques externos de gran magnitud o problemas políticos internos) que hagan decidir al gobierno emitir nuevamente la moneda nacional. Debe mencionarse que aún el fuerte compromiso dentro del patrón oro fue ignorado por algunos países suspendiendo la convertibilidad de la moneda local o devaluando ante choques externos severos (Cukierman y otros, 1992).

<sup>8</sup> El Banco Nacional de Panamá ejecuta sólo algunas funciones de banco central, por ejemplo, agente fiscal del gobierno, cámara de compensación para bancos comerciales, tenencia de reservas internacionales y posiciones en el FMI. El dinero en ese país comprende billetes y monedas estadounidenses, moneda panameña y depósitos en cuenta corriente; sin embargo, el monto de la moneda nacional en circulación es insignificante en comparación con la estadounidense (FMI, 1998).

Como puede verse en el caso de Panamá, la dolarización plena no garantiza la convergencia de la tasa de inflación interna con la externa. Para ese país, sorprende la menor tasa de crecimiento de los precios con respecto a los Estados Unidos, lo que parece indicar que la inflación en el sector de bienes no transables internacionalmente es inferior a la de los transables y que ha ocurrido una depreciación del tipo de cambio real, definido como la relación entre los precios de los transables y los no transables. En una economía dolarizada suficientemente abierta al exterior, sin la influencia de un tipo de cambio nominal, la convergencia de las tasas de inflación estaría determinada por el comportamiento de los no transables y por tanto de las condiciones propias de los mercados internos de esos bienes, que usualmente, a diferencia de lo parece haber ocurrido en Panamá, tiende a generar crecimientos de precios superiores a los internacionales por no estar sujetos a la competencia externa.

Se argumenta también que el uso de una moneda foránea obligaría a una mayor disciplina fiscal ya que un gobierno que no puede recurrir al financiamiento inflacionario buscaría fuentes alternativas de recursos más sanas pero más limitadas.

Sin embargo, la dolarización plena puede ser criticada desde varios puntos de vista<sup>9</sup>: **i)** nunca habrá una garantía completa de que el sistema no sea revertido en el futuro (en caso de una crisis de liquidez, una guerra o un choque externo grande que induzca al gobierno a imprimir masivamente o a recobrar el uso del tipo de cambio como instrumento de política); **ii)** sería ingenuo esperar que la dolarización resulte en una rápida igualación de los precios y de las tasas de interés con el resto del mundo si el problema de la credibilidad no se resuelve; **iii)** el argumento tradicional de que gobierno renunciaría a sus ingresos por impuesto inflacionario; **iv)** como crítica más importante, que con una dolarización completa, el sistema financiero se vería forzado a operar sin un "prestamista de última instancia".

Un elemento muy importante a considerar es que, al adoptar una moneda extranjera para estabilizar una alta inflación, el político renuncia a dos beneficios: **i)** la capacidad de obtener señoreaje y **ii)** la capacidad de devaluar. Aunque muchos economistas argumentan que la pérdida de los ingresos por señoreaje es el argumento principal para mantener la moneda local, el renunciar a una política cambiaria activa podría ser la consideración más importante. Otros mencionan aspectos de soberanía y de orgullo nacional e incluso

<sup>9</sup> Calvo y Végh, 1992.

hay algunos que proponen como motivo para no adoptar la dolarización oficial, las dificultades y los costos políticos inherentes a incumplir el compromiso cuando el país enfrenta choques internos o externos adversos de alguna magnitud y duración, cuyos efectos nocivos pueden ser aliviados, al menos temporalmente, mediante una devaluación.

Según plantean Calvo y Végh (1992), la dolarización plena parece ser sólo una solución parcial y aún contraproducente al problema de la inflación y de la sustitución de la moneda ya que su efectividad requiere en gran medida de la solución simultánea del desequilibrio fiscal fundamental y, aún en ese caso, la dolarización pondría a los bancos en desventaja con respecto a los bancos extranjeros, dado que éstos tienen normalmente el beneficio de contar con un prestamista de última instancia. Más aún, si el gobierno está dispuesto de todas maneras a solucionar el desbalance fiscal, la dolarización plena impondría restricciones innecesarias a la economía, a menos de que se vea como un mecanismo eficaz para imponer disciplina a los gobiernos futuros.

#### IV. INQUIETUDES PARTICULARES SOBRE LA DOLARIZACIÓN OFICIAL

Existen algunos campos en los cuales una dolarización plena y oficial de la economía hace surgir inquietudes en cuanto a sus consecuencias previsibles:

##### 1. Papel tradicional del Banco Central

- Ente emisor

Una de las consecuencias importantes de suprimir la facultad de emitir de los bancos centrales es el costo de oportunidad para la economía de emplear una moneda extranjera como medio de pago, por la tasa de interés externa que se sacrifica por dedicar divisas a ese uso, costo que se sumaría al pago por impuesto inflacionario al país emisor y a los eventuales costos financieros si alguna proporción de la masa monetaria para iniciar el sistema proviene de endeudamiento externo. Según cifras a finales de enero de 1999, el valor de M1 a esa fecha (¢289.641 millones) equivaldrían a \$ 1057 millones lo cual, a una tasa del 5% representarían un rendimiento de \$ 58 millones al año<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> A manera de referencia, a esa fecha, las reservas internacionales netas en poder del Banco Central alcanzaban \$950 millones, las líquidas \$674 millones, lo que contrasta con los depósitos en moneda extranjera de los bancos en el Banco Central que conformaban un pasivo de \$860 millones.

- Prestamista de última instancia

Esta labor de la banca central sería sumamente restringida en caso de una dolarización completa debido a que, al renunciar a su capacidad de emisión, el apoyo al sistema bancario en casos de iliquidez estaría condicionado a la disponibilidad de reservas en su poder (las que serían naturalmente reducidas debido a que no le corresponde mantener un nivel o pauta cambiaria) o a sus posibilidades de endeudamiento.

Si bien se puede considerar que la carencia de un prestamista de última instancia impondría mayor disciplina al sistema bancario ya que haría que las instituciones financieras fueran más cautelosas en la administración de fondos, las pondría en desigualdad de condiciones con la banca extranjera que posiblemente sí cuente con un apoyo potencial de este tipo. Esta es una de las críticas más importantes al régimen de dolarización.

Se podría argumentar además que la fragilidad del sistema financiero podría ir en contra del mismo régimen de dolarización ya que en caso de síntomas de colapso bancario, podrían relajarse las reglas llevando incluso a un abandono del régimen. Ello ocurriría especialmente si no se hubieran resuelto los desbalances fiscales subyacentes al momento de adoptar la dolarización y la crisis surgiera por la presión financiera del gobierno y el deterioro de la cartera crediticia de los bancos.

En ese contexto, cobra mucha importancia una adecuada supervisión prudencial del sistema financiero ya que, aunque podría disminuir el riesgo moral por la inexistencia de un seguro implícito de depósito, existirían bajo el régimen muy reducidos y costosos instrumentos<sup>11</sup> para enfrentar una crisis en la industria bancaria de cierta magnitud.

- Regulador de la liquidez y de las tasas de interés

La apertura de la economía que requeriría el régimen, en especial en el ámbito financiero, provocaría una tendencia hacia la igualación de las tasas de interés internas y externas ajustadas posiblemente sólo por el premio por riesgo país. El control de la liquidez y de las tasas de interés sería poco eficaz; eventuales medidas de contracción de la liquidez (ventas de títulos en moneda extranjera a tasas de interés más altas que las internacionales, por ejemplo) absorberían circulante en manos de nacionales pero también implicarían ingresos de capitales que

<sup>11</sup> Como podría ser el endeudamiento externo.

requerirían montos de absorción mayores a los planeados con costos para la banca central debido al diferencial entre los rendimientos internos y los externos más bajos. Ese arbitraje haría converger nuevamente la tasa a la internacional.

- Regulador del crédito

Al parecer la dolarización le conferiría a las reservas bancarias su antiguo papel de reserva para liquidez y resalta nuevamente la importancia de la supervisión prudencial del sistema bancario debido a que, a falta de un prestamista de última instancia, los bancos deben ser más cautelosos en la administración del crédito, el manejo de la estructura por plazos de los activos y pasivos a fin de guardar un adecuado calce de plazos, etc.

Cabe la posibilidad entonces, que se requiera algún contralor superior del crédito si se temiera que la banca no tienda a mantener reservas voluntarias suficientes o si las políticas crediticias se consideraran riesgosas.

- Medición y monitoreo de los agregados monetarios

La medición de la oferta monetaria podría requerir definición especial. Por ejemplo, en Panamá el dinero *"comprende los billetes y monedas de EEUU, moneda panameña y depósitos a la vista. La moneda en dólares de EEUU de los Bancos y sus depósitos en los EEUU se incluyen en Activos sobre el Exterior. En Panamá la mayor parte de las tenencias de billetes en manos privadas y monedas de EEUU, se utiliza ya sea como moneda local o para el financiamiento de pagos al exterior; su cantidad no se conoce y por eso no se trata de calcular el monto de dinero en Panamá. El monto de moneda panameña en circulación es pequeño en comparación al monto de moneda de EEUU"*<sup>12</sup>.

Como puede verse, podrían existir problemas para cuantificar agregados monetarios cuando se utiliza una reserva internacional como dinero de curso legal. Aun cuando no exista instituto emisor, es necesario que alguna entidad estime la riqueza financiera y sus componentes, por su utilidad como indicadores económicos, pero especialmente para determinar posibles problemas de liquidez que afecten el funcionamiento económico<sup>13</sup> y la solvencia de la

banca y como base general para la política gubernamental.

## 2. Efectos sobre el sistema financiero

- Sobre la valoración de activos y pasivos de los bancos

El sector financiero sería uno de los más vulnerables ante un proceso de dolarización. Aparte de la carencia de un prestamista de última instancia, la fragilidad se reflejaría también en la calidad de la cartera de los bancos versus la de sus pasivos. Parece lógico suponer que los pasivos de los bancos deban ser valorados a su valor nominal en moneda extranjera, por ser la base del sistema de pagos de la economía, pero la cartera podría estar sujeta a mayores descuentos por calidad y riesgo que afectarían la solidez de esas entidades y requerirían reservas por contingencias de mayor magnitud que en caso de que rigiera la moneda nacional.

- Riesgo de corridas bancarias

Si bien los billetes y monedas en circulación estarían determinados por el balance de comercio y por los resultados de la cuenta de capital de la balanza de pagos, preocupa la vulnerabilidad de la industria bancaria que se generaría por la creación de dinero secundario debido a que la expansión de los depósitos en cuenta corriente en moneda extranjera haría que obviamente la masa monetaria superara al monto de numerario, lo que aumentaría la fragilidad ante corridas bancarias.

La ausencia de un prestamista de última instancia podría condicionar desfavorablemente las expectativas de los agentes económicos ante situaciones aún leves de iliquidez de los bancos; el "banco central" no sería una fuente de recursos debido a que no requeriría mantener reservas internacionales para sostener un tipo de cambio (sólo las necesarias para llevar a cabo sus operaciones normales) y sería muy costoso que las tuviera sólo para enfrentar crisis bancarias. Ello haría necesario contar con algún mecanismo de contingencia ante eventos de este tipo, como podría ser alguna línea de crédito contingente con un organismo internacional o con un banco comercial externo. La posibilidad de que pudiera recibir apoyo del país emisor de la divisa, utilizada como moneda local es poco probable aún cuando se vea beneficiado por el señoreaje de parte del país, en razón del pequeño tamaño de la economía costarricense.

<sup>12</sup> FMI, 1998.

<sup>13</sup> La liquidez dependería de los resultados del sector externo; ante choques externos adversos podrían darse reducciones importantes de la masa monetaria que afectarían el producto y los precios.

### 3. Efectos de renunciar a la política cambiaria

El tipo de cambio inicial del sistema debe ser determinado con suma cautela. Aparte de las consideraciones usuales como son los elementos fundamentales que determinan esta variable, parece conveniente realizar un análisis más profundo puesto que con base en ese valor fijo se determinarán los precios de partida de todas las variables económicas y financieras de la economía, tanto los bienes y servicios transables y no transables como los distintos componentes de la riqueza física y financiera, las remuneraciones a los factores de la producción, las obligaciones y demás componentes de los balances de las empresas, etc.

Como se mencionó antes, el imponer un sistema de dolarización por la vía legal es en esencia establecer una modalidad de tipo de cambio fijo con un alto grado de compromiso en esa fijación, aunque el régimen puede reversarse como cualquier otro sistema de fijación cambiaria. El evento que con mayor probabilidad puede ocasionar volver a la emisión de dinero nacional y recurrir a una devaluación es la ocurrencia de un choque externo negativo importante y prolongado, cuyos efectos nocivos se considere que puedan ser aliviados con el ajuste cambiario.

Con todo, es claro que siempre existirían fluctuaciones cambiarias nominales conforme el valor del dólar cambie con respecto a otras monedas extranjeras, lo cual tendría implicaciones para la competitividad de las exportaciones y la sustitución de importaciones de las empresas según sea la zona de comercio mundial en la que operen o con la que compitan, originado en esos movimientos cambiarios.

Un elemento de gran importancia pero usualmente no contemplado en este tipo de análisis, es el concerniente al tipo de cambio real. Parece asumirse que en una economía plenamente dolarizada no aplica o pierde relevancia esta variable económica; por ejemplo, en el caso de Argentina y de Panamá, el informe Estadísticas Financieras Internacionales del FMI no presenta datos sobre el tipo de cambio real.

Cabe, sin embargo, concebir con toda propiedad el tipo de cambio real aún para una economía plenamente dolarizada, en el tanto que éste se define como el precio relativo de los bienes transables internacionalmente con respecto al precio de los no transables. Así las cosas, si los precios de estos dos tipos de bienes no varían en la misma proporción se darían modificaciones en aquel parámetro económico que inducirían cambios en la asignación de los

recursos y en la estructura de producción del país así como en la composición del gasto interno, señales claras de modificaciones en el tipo de cambio real. Aparte de eso, la tasa de inflación interna diferiría de la del país emisor de la moneda.

Es de esperar que en economías muy abiertas comercialmente, la variación de los precios de los bienes transables guarde estrecha relación con los internacionales en tanto que los de los no transables cambien en diferente proporción debido a sus distintos determinantes. Es de esperar también que al no estar sujetos a la competencia externa, los bienes no transables tiendan a variar proporcionalmente más que los transables, lo que provocaría apreciaciones reales de la moneda local con efectos adversos sobre las actividades exportadoras y sustitutivas de importaciones que se reflejarían en el balance comercial externo. Sin el recurso de la devaluación y ante rigideces de precios y de salarios, el ajuste se daría por la vía del desempleo y del producto a menos que se dieran significativos aumentos de la productividad<sup>14</sup>.

En cuanto al mercado laboral es claro que en un régimen de emisión de la moneda nacional como el vigente en la actualidad, los salarios (y los precios de muchos bienes, activos y servicios) aun cuando son rígidos a la baja en colones, son en alguna medida flexibles si se expresan en moneda extranjera. Uno de los requisitos deseables bajo un régimen de dolarización parece ser una adecuada flexibilidad de precios y de salarios denominados en dólares para evitar las consecuencias negativas apuntadas sobre la producción, el empleo y desbalances comerciales importantes con el exterior que requieran ajustes drásticos futuros. Lo anterior requiere modificaciones importantes de los mecanismos institucionales de ajuste salarial.

### 4. Efectos fiscales

- De renunciar al señoreaje

En general, se estima que la consideración del señoreaje es una razón poco importante para no

<sup>14</sup> A ese respecto, debe tenerse presente el cuestionamiento sobre la sostenibilidad del régimen de caja de conversión que ha venido sufriendo la Argentina, dado que el mantenimiento por un periodo prolongado de un tipo de cambio nominal fijo ha causado una apreciación real que ha presionado por el ajuste de la paridad fija, dado el elevado desempleo y el abultado déficit comercial del país. Ello ha provocado incluso que recientemente se comenzara a analizar la posibilidad de dolarizar oficialmente la economía.

implementar un sistema de dolarización. Las economías que consideran de manera seria la dolarización son aquellas que están tratando también seriamente de estabilizarse y por ende están dispuestas a combatir el desbalance fiscal. Debido a que en economías con baja inflación los ingresos por señoreaje se han estimado en alrededor del 1% del PIB<sup>16</sup> éste no parece ser un motivo suficiente para no adoptar una medida de este tipo.

- **Financiamiento del déficit**

Como se indicó anteriormente, la sostenibilidad de un régimen de dolarización completa requiere la resolución simultánea del desequilibrio fiscal e induciría también disciplina por parte del gobierno al eliminar el financiamiento inflacionario del déficit o el financiamiento de la banca alimentada con recursos del banco central. Es de esperar entonces que los desbalances fiscales bajo una escogencia de política del tipo dolarización oficial sean muy reducidos. Sin embargo, la magnitud de la deuda pública interna existente al inicio del proceso parece ser también una limitante del éxito del sistema. La dolarización equivaldría a una indexación sin rezago, completa y automática de la deuda y de su servicio al tipo de cambio, por lo cual deben analizarse las implicaciones financieras para el Estado de honrar sus obligaciones en moneda extranjera y, obviamente, cobra relevancia el valor de la divisa que se consideraría al inicio dado que determinaría el valor en moneda extranjera del stock de la deuda pública.

## **V. COMENTARIOS FINALES**

La decisión de un país de adoptar una moneda extranjera como moneda oficial de circulación interna bajo condiciones no forzadas debe ser el resultado de

un análisis profundo acerca de su sostenibilidad. Entre los elementos que deben estudiarse cobran especial atención los efectos previsibles sobre distintos ámbitos económicos; algunos de ellos son los siguientes:

1. Las posibilidades de establecer internamente las condiciones básicas para el establecimiento del régimen, en especial, la reducción del desequilibrio fiscal y del peso de la deuda pública y una mayor flexibilidad de precios y de salarios.
2. Las consecuencias fiscales y monetarias.
3. Los efectos sobre el sistema financiero y en especial la posición de la industria financiera, a la luz de la carencia de mecanismos de apoyo a problemas de liquidez normalmente encomendados al banco central.
4. Precisar los nuevos mecanismos de transmisión de las políticas públicas remanentes en ausencia de las posibilidades de emisión monetaria y de fijación cambiaria.
5. Las posibilidades que brindan esos instrumentos de política para reaccionar de manera adecuada ante choques externos e internos.
6. Las consecuencias sobre la competitividad del país y sobre la asignación de los recursos de renunciar a una política cambiaria activa.
7. Las posibilidades de remover los obstáculos prevaecientes a las operaciones externas tanto los comerciales como los financieros.
8. Definir los mecanismos de solución de eventuales problemas de iliquidez de la economía y sus efectos sobre el adecuado funcionamiento del sistema económico.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Calvo, G. y C. Végh. **Currency substitution in developing countries: an introduction**. Revista de Análisis Económico. Vol.7, No. 1. Junio, 1992.

Campos, L. y M. Morera. **Sustitución de circulante o dolarización**. Infoenlace. Banco Central de Costa Rica. Octubre, 1998.

Cukierman, A., M. Kiguel y N. Liviatan. **How much to commit to an exchange rate rule? Balancing credibility and flexibility**. Revista de Análisis Económico. Vol.7, No. 1. Junio, 1992.

Espinosa, J. **Hacia el mejoramiento de los controles monetarios: Un proceso inconcluso**. Infoenlace. Banco Central de Costa Rica. Octubre, 1998. FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*. Noviembre de 1998.

Méndez, E. **Cajas de conversión: características, principios operativos e implicaciones de política**. DIE-EC-22-97. Banco Central de Costa Rica. Diciembre de 1997.

La Prensa Libre. **¿Dolarizar el colón?** 11 de octubre de 1995.