

LA ELECCION DEL REGIMEN CAMBIARIO: ¿ES LA DOLARIZACION UNA SOLUCION?

*Enrique Verdeguer Puig**

La inestabilidad que ha caracterizado a los mercados emergentes desde mediados de 1997 ha reabierto el debate sobre cuál es el régimen cambiario más conveniente para las economías en desarrollo. En este artículo se analizan las ventajas e inconvenientes de los distintos regímenes cambiarios no sólo desde un punto de vista teórico, sino también teniendo en cuenta la evidencia empírica más reciente. En la parte final, se estudian las implicaciones que puede tener la introducción del dólar como divisa de uso generalizado para las transacciones económicas, tal y como de hecho ya está sucediendo en varias economías latinoamericanas.

Palabras clave: *tipo de cambio, devaluación, política de cambios, ajuste monetario, integración monetaria.*

Clasificación JEL: *F31, F41.*

1. Introducción

La literatura económica relativa a las ventajas e inconvenientes de los distintos regímenes cambiarios es muy abundante¹. En un contexto como el actual, caracterizado por la globalización de la actividad económica y la perfecta movilidad de los capitales, las crisis financieras y cambiarias que, desde mediados de 1997, han sacudido a los mercados internacionales, especialmente, a las economías en desarrollo, han reabierto el debate sobre la mayor o menor conveniencia de las diferentes políticas de tipo de cambio existentes.

Dicho debate no sólo es relevante desde un punto de vista teórico sino, fundamentalmente, desde la perspectiva de la política económica. Esto es así porque de la elección de un tipo de cambio de equilibrio depende no sólo buena parte de la estabilidad

macroeconómica de un país, sino también una adecuada asignación de los recursos.

2. Ventajas e inconvenientes de los distintos regímenes cambiarios

Antes de entrar a analizar algunas experiencias concretas de los últimos años, vamos a enumerar brevemente los argumentos que, tradicionalmente, se han esgrimido para defender cada uno de los distintos regímenes cambiarios.

La historia del pensamiento económico pone de manifiesto que, a medida que los intercambios comerciales y financieros entre las naciones se han incrementado, se ha ido generando una fuerte controversia no sólo teórica, sino también en el ámbito de los gestores de la política económica, entre aquéllos que abogaban por la libre flotación de las monedas y los partidarios de los sistemas de tipo de cambio fijo. No obstante, frente a los regímenes cambiarios extremos, la evidencia empírica pone de manifiesto que, en la

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

¹ A este respecto, pueden consultarse, entre otros, GANDOLFO (1987) y KRUGMAN y OBSTFELD (1991).

mayoría de los países, los sistemas predominantes son de carácter intermedio, de forma que o bien la flexibilidad es limitada, o el tipo de cambio es ajustable dentro de determinados niveles.

Los argumentos a favor de los tipos de cambio flexibles se basan, fundamentalmente, en el margen que dicha flexibilidad confiere para conseguir el equilibrio exterior de una economía, lo que permite superar los dilemas de política económica entre el equilibrio interno y el externo, que caracterizaron a la mayoría de los países desde la Segunda Guerra Mundial hasta principios de los años setenta. El hecho de que sean los mercados los que determinen el valor de una moneda confiere al país en cuestión la posibilidad de adoptar una política monetaria independiente que sea coherente con los objetivos últimos de crecimiento y estabilidad de su economía. En este sentido, la elección de un tipo de cambio flexible reduce la necesidad de contar con reservas internacionales, en la medida en que los posibles desequilibrios en la balanza de pagos son ajustados gracias a la flexibilidad del tipo de cambio.

Por otra parte, según los partidarios de los tipos de cambio flexibles, la adopción de un tipo de cambio fijo no sólo genera distorsiones en la asignación eficiente de los recursos en aquellas situaciones de cambio de la competitividad relativa de los países, sino que también supone que el Estado está asumiendo unos costes que, en principio, debieran ser asumidos por las empresas privadas.

Frente a estas ventajas teóricas de un sistema de libre flotación de las divisas, los partidarios de los tipos de cambio fijos argumentan que la flexibilidad tiende a devenir en volatilidad e incertidumbre y que, aunque existan mercados de cobertura frente al riesgo derivado de las modificaciones de los tipos de cambio, dicha cobertura es costosa y, por lo tanto, introduce un freno al crecimiento del comercio y la inversión internacional.

A esta mayor incertidumbre habría que añadir, por un lado, la menor capacidad de control del crecimiento de los precios, derivada de la pérdida de disciplina monetaria que se produce cuando no existe restricción externa ni compromiso de mantenimiento del tipo de cambio en determinado nivel. En este sentido, los partidarios de los tipos de cambio fijos apuntan la

existencia de una cierta correlación entre los períodos de mayor inflación y los períodos caracterizados por regímenes de tipo de cambio flexible, especialmente en aquellas economías en las que el banco central no es independiente de las decisiones de gasto público. En el fondo de estas argumentaciones de los defensores del sistema de tipos de cambio fijo subyace la desconfianza respecto al funcionamiento adecuado de los mercados y respecto a los gestores de la política económica.

Por otro lado, la bondad del ajuste de los desequilibrios de balanza de pagos mediante la variación del tipo de cambio depende de la sensibilidad de los volúmenes de exportación e importación ante los cambios en los precios que, en principio, se derivan de las apreciaciones o depreciaciones del tipo de cambio. En este sentido, la historia económica muestra que la utilización de las devaluaciones como instrumento reequilibrador de los problemas de balanza de pagos ha constituido una de las medidas más comúnmente aplicadas por los gestores de política económica.

Sin embargo, si bien el objetivo de mejora de los déficit comerciales ha supuesto el principal argumento de las devaluaciones, no debiera olvidarse su utilización como medida proteccionista, especialmente, en aquellos países que han llevado a cabo un proceso de liberalización de sus intercambios con el exterior. Esta vinculación entre devaluaciones y apertura al exterior puede verse en la siguiente relación: $P_d = eP_i (1 + t)$, donde P_d son los precios internos, e es el tipo de cambio, definido como unidades nacionales por unidad extranjera, P_i son los precios internacionales, y t recoge los aranceles. A partir de esta relación se observa que una disminución de t (reducción arancelaria) puede compararse con un aumento de e (devaluación), si se quiere mantener cierta estabilidad en los precios internos y dado el cumplimiento en los mercados internacionales de la ley de precio único.

La efectividad de las devaluaciones como instrumento de ajuste de la balanza de pagos ha sido objeto de un intenso debate en la literatura económica. No obstante, existen evidentes dificultades a la hora de estimar cuál es la verdadera efectividad de las modificaciones del tipo de cambio. Esto es así porque no es sencillo aislar e identificar las consecuencias de las fluctuaciones cambiarias, en la medida en que existen otros factores que inci-

den en la evolución de las exportaciones e importaciones. El enfoque generalmente utilizado para analizar los efectos de las devaluaciones es un enfoque de equilibrio parcial, que parte de un *caeteris paribus* muy restrictivo y, por tanto, no considera la existencia de otros factores que afectan a la evolución de las exportaciones e importaciones.

En segundo lugar, tal y como planteaba la clásica condición de Marshall-Lerner, la efectividad de la devaluación va a venir condicionada por las elasticidades de las exportaciones y de las importaciones respecto de los cambios en precios. En este sentido, los resultados de la devaluación serán distintos en función de la composición del comercio exterior y, en definitiva, de su perfil de especialización sectorial y geográfica².

En tercer lugar, un análisis a corto plazo de los efectos de una devaluación puede dar lugar a conclusiones erróneas, en la medida en que es necesario considerar los retardos temporales que todo cambio en precios conlleva. El caso más conocido es el denominado «efecto J»³, que refleja el deterioro que, a corto plazo, experimenta la balanza comercial como consecuencia de que el encarecimiento de las importaciones en moneda nacional y el abaratamiento de las exportaciones en moneda extranjera pueden no ir asociados, a corto plazo, a cambio alguno en los volúmenes importados y exportados⁴.

En cuarto lugar, los efectos de las devaluaciones dependen de la estrategia en términos de precios de los comerciantes, es decir, en qué medida las empresas reaccionan modificando los precios y en qué medida responden modificando los márgenes comerciales, lo que viene condicionado, fundamentalmente, por

la propia estructura de los mercados y la distinta capacidad de afectar a los precios que tienen las empresas y los países. Junto a esta estrategia en materia de precios, también resulta fundamental la divisa en que está nominado el comercio exterior para determinar los efectos de las modificaciones cambiarias.

En quinto lugar, el impacto de la devaluación diferirá en función de la fase del ciclo en que se encuentra la economía, así como del signo de la política fiscal, monetaria y de rentas que la acompaña. Así, una política económica de carácter expansivo o una demanda interna creciente pueden eliminar los potenciales efectos expansivos de las devaluaciones. Por el contrario, las devaluaciones son más efectivas en la medida en que exista una cierta capacidad ociosa en la economía que puede ser asignada hacia actividades más productivas.

En sexto lugar, la efectividad de una devaluación del tipo de cambio nominal está condicionada por la capacidad de la economía de controlar el crecimiento de sus precios, dado que el incremento de los precios internos puede más que compensar las mejoras de competitividad derivadas de la devaluación. Dicho de otro modo, la devaluación sólo es efectiva en la medida en que permita la depreciación del tipo de cambio real y, por tanto, una mejora de la competitividad-precio.

En séptimo lugar, el efecto de la nueva paridad va a estar condicionado por la capacidad de la economía de recuperar los canales de distribución perdidos durante el período de sobrelaboración de la moneda, es decir, de la capacidad de hacer frente al componente de histéresis de los tipos de cambio por el cual variaciones coyunturales pueden tener efectos permanentes.

Finalmente, el efecto de la devaluación va a depender de las expectativas relativas a su credibilidad, así como de su carácter anticipado o no por los agentes. De hecho, una devaluación poco creíble es inefectiva en la medida en que tiende a provocar una salida de capitales que debilita todavía más el valor de la moneda. Por otra parte, los efectos de una devaluación son menores en tanto que los agentes sean capaces de anticipar la modificación del tipo de cambio y, por lo tanto, puedan reaccionar ante dichas modificaciones.

En definitiva, la elección de una economía entre un sistema u

² Como ejemplo de un análisis de los efectos sectoriales de una devaluación, puede verse EUROPEAN COMMISSION (1995).

³ Este concepto fue incorporado tras la devaluación de la libra esterlina en 1967 y que vino acompañada de un deterioro del saldo comercial británico que duró hasta 1970.

⁴ Al analizar el ajuste temporal que sigue a una devaluación, se distinguen tres períodos. A corto plazo, no existe capacidad para modificar los contratos previamente firmados. Posteriormente, se pueden modificar los precios, pero las cantidades permanecen inalteradas, debido a las rigideces de la oferta y la demanda. Finalmente, a más largo plazo, tanto los precios como las cantidades pueden variar. Para una mayor reflexión sobre estos aspectos, puede consultarse GANDOLFO, G. *op. cit.*, páginas 163 y siguientes.

otro de tipo de cambio dependerá de la valoración que se haga de sus efectos sobre los flujos de comercio y capitales del país, de su capacidad de ajuste ante los desequilibrios exteriores, de la mayor o menor certidumbre que genera en los intercambios comerciales, y del margen de libertad que deja para la gestión de la política económica.

En cualquier caso, la importancia del tipo de cambio elegido viene condicionada por el mayor o menor grado de rigidez de los precios, así como por la forma de competir de las empresas en los mercados. En este sentido, en un contexto en el que los precios fueran perfectamente flexibles y los mercados perfectamente competitivos la elección de un régimen cambiario u otro sería irrelevante. Sin embargo, en la medida en que los precios de bienes y servicios presentan rigideces, y que los mercados internacionales tienen un elevado componente de comportamiento oligopolístico, la elección de un sistema de tipo de cambio adecuado adquiere una mayor trascendencia⁵.

3. La evidencia empírica reciente

El proceso de deterioro de la coyuntura económica internacional al que se viene asistiendo desde mediados de 1997 ha reabierto el debate no sólo sobre cuál es el régimen cambiario más conveniente para la sostenibilidad del crecimiento en las economías en desarrollo sino, incluso, sobre la conveniencia de que los países menos avanzados dispongan de una política monetaria autónoma con su propia moneda.

A la hora de analizar los factores explicativos de la reciente crisis internacional se observa que buena parte de las turbulencias que han afectado a los mercados emergentes se basan en la existencia de un estrecho vínculo cambiario con el dólar estadounidense o con una cesta de monedas donde la divisa estadounidense tenía un predominio claro, con una ponderación muy superior a la que se derivaría de las relaciones económicas entre Estados Unidos y los países afectados. En este contexto, los períodos de apreciación del dólar, especialmente desde mediados de 1995

hasta verano de 1998, contribuyeron a deteriorar la competitividad-precio de las exportaciones de muchas economías asiáticas y, en menor medida, latinoamericanas, con el consiguiente incremento de los déficit de balanza por cuenta corriente.

La pérdida de competitividad-precio ha sido especialmente relevante si tenemos en cuenta, por un lado, que durante buena parte de los años noventa la gran competidora de las pequeñas economías asiáticas, China, ha registrado una mejora de su competitividad en los mercados internacionales y que, por otro, el modelo de crecimiento de las economías asiáticas se basaba, en gran medida, en el tirón del sector exportador.

La consecuencia fundamental de la experiencia de las economías asiáticas es que los regímenes cambiarios de carácter intermedio resultan tremendamente frágiles cuando no son percibidos como creíbles por parte de los mercados. En concreto, estos regímenes cambiarios, a mitad de camino entre un sistema de tipo de cambio irrevocablemente fijo y otro de perfecta flotación de las paridades cambiarias, han constituido una fuente de inestabilidad e incertidumbre que se ha visto agudizada por la perfecta movilidad de capitales a nivel internacional. Los márgenes de discrecionalidad, lejos de manifestarse como mecanismos tendentes a otorgar un mayor grado de estabilidad macroeconómica, han incentivado ataques especulativos contra las monedas de los mercados emergentes, fomentando la volatilidad de los mercados bursátiles.

En definitiva, los sistemas de tipo de cambio semifijos no han resistido de manera adecuada los efectos de un mercado de capitales integrado, sino que, por el contrario, han tendido a generar pánicos que se retroalimentan, situando a las economías que los adoptan en una situación de elevada vulnerabilidad. Esta vulnerabilidad es todavía mayor si se tiene en cuenta que la decisión de vincular las monedas al dólar se produce en un marco de ausencia casi absoluta de controles de capitales que pudieran amortiguar los efectos perniciosos de una excesiva apreciación de la divisa estadounidense. De hecho, algunos autores, como Krugman, han abogado por la implantación de ciertas restricciones a los movimientos de capitales tal y como han hecho determinados países como Malasia o la India y que les ha mantenido relativamente al margen de las turbulencias cambiarias.

⁵ Véase, ITO, T.; OGAWA, E. y NAGATAKI SASAKI, Y. (1998).

En cualquier caso, la crisis de las economías asiáticas ha puesto de manifiesto la incapacidad de los modelos tradicionales de crisis cambiarias para prever, e incluso explicar, los acontecimientos que han afectado a dichas economías. Así, los denominados modelos de primera generación, desarrollados a finales de los años setenta y principios de los ochenta, veían la causa de las turbulencias cambiarias en la adopción de una política monetaria incompatible con el tipo de cambio fijo elegido. Según estos modelos, la adopción de una política fiscal expansiva en un marco de no independencia del banco central genera una presión a la baja sobre el valor de la moneda, de forma que es necesario hacer uso de las reservas para mantener la cotización de la divisa lo que, normalmente, se traducirá al final en la necesidad de devaluar la moneda. Sin embargo, no parece que éste haya sido el esquema seguido por los países asiáticos donde, por el contrario, en muchos de los países afectados por la crisis, como Tailandia o Indonesia, las reservas se han mantenido estables o incluso han aumentado y las políticas fiscales adoptadas no han sido particularmente expansivas. Por lo tanto, los hechos muestran que estos modelos de primera generación no sirven, en absoluto, para explicar lo que ha sucedido desde mediados de 1997.

Frente a estos modelos, las crisis que, en la primera mitad de los noventa, afectaron al Sistema Monetario Europeo y a México dieron lugar a la aparición de un nuevo modelo de explicación de las crisis cambiarias que son los denominados modelos de segunda generación. Según éstos, las autoridades económicas de un país se enfrentan ante un dilema a la hora de mantener o abandonar el sistema de tipo de cambio fijo. El conflicto surge cuando el gobierno tiene que abstenerse de modificar el tipo de cambio, a pesar de que dicha modificación pudiera ser positiva para variables macroeconómicas fundamentales como la generación de empleo, porque dicha modificación podría afectar a la credibilidad a largo plazo de la política económica. El resultado dependerá de la credibilidad que los mercados asignen a la sostenibilidad del tipo de cambio elegido. En el caso de las economías asiáticas, tampoco parece que indicadores macroeconómicos como la inflación, el crecimiento económico o el

desempleo estuvieran dando señales que apuntaran a una crisis cambiaria de la magnitud de la que luego ha tenido lugar⁶.

Podría pensarse que los acontecimientos de los últimos años han dado argumentos a los partidarios de los tipos de cambio flexibles. Sin embargo, la experiencia de aquellas economías, como buena parte de las latinoamericanas, que durante los años noventa han adoptado un tipo de cambio flexible tampoco ha sido especialmente positiva. De hecho, se observa que, a diferencia de lo que apunta la teoría, estas economías no han sabido beneficiarse de una política monetaria independiente, siendo incapaces de desarrollar una política monetaria contracíclica que pudiera amortiguar los efectos de los *shocks* externos.

De hecho, en las economías latinoamericanas que han abogado por la flexibilidad cambiaria, se ha producido un incremento de los tipos de interés real, lo que ha supuesto un obstáculo para la sostenibilidad del crecimiento económico, al dificultar la inversión. En concreto, en los países con tipo de cambio flexible, como puede ser el caso de México, el nivel promedio de los tipos de interés reales ha sido, a lo largo de los años noventa, del 9,2 por 100 frente al 5,1 por 100 de nivel medio en aquellos países con tipos de cambio fijos, como Argentina. Estas cifras ponen de manifiesto que la teórica mayor independencia para fijar los tipos de interés que, tradicionalmente, se asocia a los regímenes cambiarios flexibles no ha sido efectiva en las economías latinoamericanas en la década de los noventa. Por otra parte, los países con libre flotación de sus monedas también han sido más sensibles a los cambios en los tipos de interés internacionales, lo que les ha hecho más vulnerables a la crisis financiera que viene afectando a los mercados internacionales desde mediados de 1997.

Los mayores tipos de interés de las economías con tipos de cambio flexibles han venido acompañados de un mayor grado de indiciación de sus economías y, por lo tanto, de una mayor presión sobre los precios. Así, la pérdida de valor de las divisas de los países con tipos de cambio flotantes no ha ido asociada a una reducción de los salarios en términos reales, lo que ha presionado al alza los precios. Dicho de otro modo, la pérdida de poder

⁶ Véase CIELEBACK, M. (1998).

adquisitivo que se deriva de toda depreciación ha sido anticipada tanto por los empresarios como por los trabajadores, incorporando dicha información en el proceso de negociación salarial, lo que ha anulado la hipotética efectividad de la variación del tipo de cambio para afectar a la competitividad de una economía.

La consecuencia de una economía altamente indiciada no es otra que la generación de un comportamiento de inflación inercial en el que la inflación actual viene condicionada por la inflación de años anteriores, produciendo el conocido fenómeno de histéresis. La única forma de escapar a este círculo vicioso es afectando a las expectativas de inflación futura, lo que dependerá de la credibilidad de las políticas adoptadas.

En definitiva, la experiencia de las economías latinoamericanas de la década de los años noventa pone de manifiesto que el modelo tradicional que defendía las bondades de los tipos de cambio flexibles no siempre funciona. Según dicho modelo tradicional, un país con elevados costes laborales y, por lo tanto, con un problema de balanza por cuenta corriente debería ver cómo su moneda se deprecia, lo que supondría una disminución de sus salarios reales, con el consiguiente encarecimiento de las importaciones y abaratamiento de las exportaciones, de modo que acabara equilibrándose el saldo de la cuenta corriente. Sin embargo, en un mundo donde los movimientos de capitales son mayores y más rápidos que los intercambios comerciales, esta línea de causalidad no funciona. De hecho, en la reciente crisis, que ha afectado a buena parte de los mercados emergentes, los movimientos de los tipos de cambio no han absorbido los *shocks* generados, sino que, por el contrario, han ahondado todavía más en la creación y difusión de la crisis.

4. ¿Es la dolarización la solución?

Las dificultades puestas de manifiesto por los regímenes de tipo de cambio flexibles y por los sistemas de anclaje respecto a una moneda o cesta de monedas, así como la incapacidad de las autoridades monetarias de muchas economías en desarrollo de articular una política monetaria autónoma y eficiente, sin el continuo recurso a la monetización de los déficit públicos, han llevado a

muchos autores y gestores de política económica a plantear la posibilidad de que dichas economías adopten como moneda la divisa de un tercer país y, más concretamente, el dólar.

Esta alternativa ya se apuntó a finales de los años ochenta cuando los fenómenos de hiperinflación y de huida del dinero nacional, es decir, de disminución de la demanda de dinero nacional, afectó a muchas economías latinoamericanas⁷. En un contexto dominado por la sobrevaloración de las monedas de las economías latinoamericanas, como era el de finales de los años ochenta, se incrementan las expectativas de ajustes del tipo de cambio y, por lo tanto, aumenta el riesgo cambiario, lo que acaba produciendo la salida de capitales y la sustitución de las monedas⁸.

Así, desde la década de los años ochenta hasta la actualidad la mayoría de economías latinoamericanas vienen experimentando un proceso de expansión de los dólares estadounidenses como medio de pago en las transacciones corrientes⁹. Este proceso de dolarización es similar al de la coexistencia de dos monedas en la medida en que en ambos casos se produce la aparición de un medio de pago alternativo¹⁰. Normalmente, en las experiencias de economías con dos o más monedas, una de las dos divisas se mantiene estable mientras que la otra se deprecia. Dicho de otro modo, se produce un fenómeno de sustitución de divisas en el que los agentes apuestan por una de las dos divisas, incrementándose la demanda de activos nominados en una divisa en detrimento de la otra.

La diferencia fundamental estriba en que en el proceso de dolarización el gobierno del país en cuestión no controla la emisión

⁷ Como apuntaba McNelis, en el caso de Argentina, «el fenómeno del tipo de cambio, junto con la dolarización y sustitución de la moneda, desempeñaron el papel principal a la hora de interpretar la inflación de esos años». Véase MCNELIS, P. D. (1987).

⁸ Véase TANZI, V. y BLEJER, M. (1982).

⁹ Resulta curioso que ya en 1941, Feuerlein y Hannan escribieran un libro con el revelador título de *Dólares en la América Latina*, en el que se planteaba el papel desempeñado por la divisa estadounidense en las economías latinoamericanas. Véase FEUERLEIN, W. y HANNAN, E. (1941).

¹⁰ Históricamente, existen muchos ejemplos de economías en las cuales han coexistido dos monedas al mismo tiempo. Los ejemplos más conocidos y estudiados son probablemente los casos de la Unión Soviética a principios de los años veinte y el de Hungría tras la Segunda Guerra Mundial. Más recientemente, a principios de los años noventa, tanto en Nicaragua como en Ucrania se han producido este tipo de experiencias.

del nuevo medio de pago. Por ello, el proceso de *dolarización* requiere la generación de superávit en la cuenta corriente como mecanismo que permite la compra de un cierto *stock* de divisas. En la medida en que se pierde todo tipo de control sobre la evolución de la cotización de nuestra divisa, la competitividad-precio de nuestras exportaciones y, por lo tanto, buena parte de la capacidad de nuestra economía de generar excedentes comerciales depende del control del crecimiento de los precios. Sin embargo, para que el tipo de cambio elegido sea sostenible es necesario que la inflación sea similar a la del país cuya divisa importamos. Por lo tanto, las ganancias de competitividad-precio pasan a ser una variable exógena, pudiendo producirse una cierta paradoja en el sentido de que, por una parte, se necesita generar superávit por cuenta corriente para obtener divisas y, por otra, nuestra capacidad de controlar nuestra competitividad-precio es nula.

Como decíamos, se trata no sólo de un debate teórico, sino que ya se ha propuesto de manera explícita por las autoridades de países como Argentina o El Salvador, países en los que, de hecho, como en la mayoría de las economías latinoamericanas, el dólar funciona como medio de pago de uso generalizado en las transacciones corrientes. En el fondo de este proceso, subyace un tema fundamental como es la capacidad de economías con profundos problemas estructurales de mantener una moneda propia creíble y estable en un contexto de práctica perfecta movilidad en el mercado de capitales. De hecho, algunos lo interpretan como una especie de rendición explícita, por parte de las economías en desarrollo, en el sentido de que parece reflejar que es mejor que otros hagan lo que ellos no son capaces de hacer.

Con la dolarización, se pretende incrementar la estabilidad de las economías mediante lo que podría definirse como un préstamo de credibilidad de la economía estadounidense a través de su divisa, permitiendo, por un lado, una mayor integración en la economía mundial y, por otro, evitando la generación de riesgos de cambio con el pago de la consiguiente prima que los sistemas de tipo de cambio fijo no son capaces de eliminar en un contexto de perfecta movilidad de capitales.

Sin embargo, como es obvio, el proceso no es en absoluto un proceso sencillo, sino que, pese a lo atractivo del mismo, plantea

dificultades que condicionan su posible éxito final. Entre dichas dificultades habría que mencionar, en primer lugar, la tradicional reticencia existente a perder una moneda propia y con muchos años de historia, aunque muchas veces se trate de una historia no demasiado afortunada. Dicho de otro modo, en un hipotético análisis coste-beneficio de la introducción de una divisa exterior en una economía, sería necesario tener en cuenta el valor del prestigio asociado a disponer de una moneda propia. De hecho, la propia introducción del euro ha sido objeto de este tipo de reticencias en bastantes países europeos.

En segundo lugar, la apuesta por la dolarización supone la pérdida, en principio, irreversible, del control sobre los tipos de interés y los tipos de cambio por parte de las economías en cuestión y, por lo tanto, la práctica eliminación de la política monetaria y cambiaria, con independencia de la situación del ciclo económico y de la existencia o no de *shocks* de carácter asimétrico respecto a la economía estadounidense. En este sentido, los críticos de la dolarización apuntan que la economía estadounidense y las economías latinoamericanas no constituyen un área monetaria óptima, de modo que la adopción de una moneda única no es defendible haciendo uso de argumentos estrictamente económicos.

En tercer lugar, el período de transición hacia una situación en la que el dólar sea una moneda de uso corriente en el país en cuestión requiere de la fijación de un tipo de cambio entre el dólar y la divisa autóctona que sea valorado como creíble por parte de los agentes económicos, dado que, en caso contrario, puede llevar a fenómenos perversos de especulación y atesoramiento no deseados.

Finalmente, la puesta en práctica de manera efectiva del proceso de dolarización requiere la cooperación por parte de las autoridades estadounidenses. De hecho, los principales responsables de la política monetaria de Estados Unidos ya han puesto de manifiesto sus reticencias ante el proceso. Esto es así porque existe un cierto temor a que el uso de la moneda estadounidense como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor de países con escasa tradición en el control de la inflación pueda acabar afectando negativamente a la credibilidad y valor del dólar. En este sentido, no puede esperarse que cualquier país

que se dolarice pueda tener acceso al mecanismo de descuento de la Reserva Federal o que ésta modifique su política monetaria en función de las necesidades de terceros países, aun cuando, a cambio de estos riesgos, la economía estadounidense se vaya a beneficiar de unas mayores rentas de señoría, es decir, de unos mayores ingresos derivados del monopolio de emisión de una moneda a través de los intereses que genera la tenencia de reservas exteriores. Por otra parte, no debe olvidarse que el proceso de dolarización de las economías latinoamericanas viene acompañado en el tiempo por la aparición del euro como divisa internacional, con el consiguiente riesgo que ello implica para la posición hegemónica de la moneda estadounidense.

5. Conclusiones: ¿Un paso atrás o un paso adelante en la integración monetaria?

La situación actual de inestabilidad e ineficiencia de los regímenes cambiarios está suscitando una polémica entre quienes piensan que se ha ido demasiado lejos en el proceso de integración monetaria y los que participan de la idea de que todavía existe margen para avanzar en dicho proceso.

Entre los primeros, se aboga por la introducción de restricciones a los movimientos de capitales en la línea de lo que ya algún país, como Malasia, ha hecho. Se argumenta que, hasta que otras reformas de carácter estructural no estén avanzadas, la movilidad de capitales debiera estar sujeta a algún tipo de limitación. Dicho de otra manera, se trataría de echar algo de arena al sistema, en la línea de lo que hace más de una década sugirió el propio Tobin. El problema de este tipo de argumentación radica en que no tiene en cuenta que, en gran medida, la integración es consecuencia del progreso tecnológico, cuyo freno es prácticamente imposible.

Frente a este planteamiento, y avanzando incluso respecto a la propia idea de dolarización, se comienzan a escuchar voces que abogan por la implantación a nivel mundial de una única divisa. En la base de esta corriente, se encuentra la idea de que la globalización de la actividad económica internacional, con el consiguiente incremento de los intercambios comerciales y financie-

ros, está provocando que la economía internacional sea cada vez más similar a un área monetaria óptima. En este contexto de área monetaria óptima, los beneficios sobre los intercambios comerciales y sobre la inversión directa internacional serían mayores que los costes derivados de la pérdida de un instrumento tan importante como el tipo de cambio, especialmente, en situaciones de *shocks* asimétricos. Por otra parte, los partidarios de esta divisa única argumentan que, desde el punto de vista de la prudencia bancaria, un sistema bipolar como el que presumiblemente acaben formando el dólar y el euro conlleva múltiples riesgos.

En cualquier caso, y a pesar de la relevancia de la elección de un régimen cambiario adecuado, no debiera olvidarse que el tipo de cambio es una variable de carácter endógeno al sistema económico y que, por lo tanto, todos los intentos de fijación de un tipo de cambio más allá de los valores fundamentales de una economía están condenados a su fracaso, tarde o temprano.

Referencias bibliográficas

- [1] CIELEBACK, M. (1998): «The Economic and Currency Crisis in South-East Asia. Was It Really So Unexpected?», *Intereconomics*, septiembre-octubre.
- [2] EUROPEAN COMMISSION (1995): *The Impact of Exchange Movements on Trade within the Single Market*.
- [3] FEUERLEIN, W. y HANNAN, E. (1944): *Dólares en la América Latina*, Fondo de Cultura Económica.
- [4] GANDOLFO, G. (1987): *International Economics I y II*. Ed. Springer-Verlag.
- [5] ITO, T.; OGAWA, E. y NAGATAKI SASAKI, Y. (1998): «How Did the Dollar Peg Fail in Asia?», *National Bureau of Economic Research*.
- [6] KRUGMAN, P. y OBSTFELD, M. (1991): *International Economics*, Harper Collins Publishers.
- [7] MCNELIS, P. D. (1987): «Indexing, Exchange Rate Policy and Inflationary Effects in Latin America», *World Development*, 15.
- [8] STURZENEGGER, F. (1992): «Hyperinflation with Currency Substitution: Introducing an Indexed Currency», *National Bureau of Economic Research*, Working Paper Series, octubre.
- [9] TANZI, V. y BLÉJER, M. (1982): «Inflation, Interest Rate Policy and Currency Substitutions in Developing Economies: A Discussion of Some Major Issues», *World Development*, 10.