

# MPRA

Munich Personal RePEc Archive

## **On central banks, currency boards and dollarization**

Ferro, Gustavo

UADE

April 2001

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/15354/>

MPRA Paper No. 15354, posted 22 May 2009 08:17 UTC

# De Bancos Centrales, Juntas Monetarias y Dolarización

Gustavo Ferro<sup>1</sup>

Febrero de 2001

## Resumen

El objetivo de este trabajo es presentar en forma sistemática elementos para el debate en torno a la persistencia de la opción por bancos centrales, su reemplazo por Juntas Monetarias o directamente la opción de dolarizar. Las dos últimas formas de arreglos pueden ser, bajo determinadas circunstancias deseables desde el punto de vista de la estabilidad y el crecimiento respecto a un esquema tradicional de banca central. Pero se concluye que no son ninguna panacea universal para los problemas de inestabilidad y débiles registros de crecimiento.

## I-Introducción

Comparadas a economías avanzadas, la inflación en América Latina ha sido 100 veces lo volátil que en aquellas, y el crecimiento en el PBI el doble de volátil, con recesiones más frecuentes y volátiles. Muchas de esa volatilidad se ha debido a políticas inestables. Los cambios en la oferta monetaria han sido 20 veces lo volátiles que en países avanzados, contribuyendo a una historia de rápida inflación. Entre 1970 y 1998, la inflación anual medida por el índice de precios al consumidor promedió 158% en Argentina, 143% en Brasil, 51% en Chile, 34% en México, 108% en Perú y 25% en Venezuela, cuando en el mismo período en Estados Unidos el promedio fue del 5% por año. Gran parte de América Latina está de hecho dolarizada no oficialmente. Para 1995, los depósitos en moneda extranjera como porcentaje de la oferta monetaria, según un estudio del FMI, eran 44% en Argentina, 82% en Bolivia, 31% en Costa Rica, 55% en Nicaragua, 64% en Perú y 76% en Uruguay (Stein, 1999). No es extraño que en ese contexto, se hayan implementado recientemente Juntas Monetarias (Argentina) o directamente se haya dolarizado oficialmente las economías (Ecuador y El Salvador), en tanto en otros países se discuten dichas opciones para poner fine a endémicas inestabilidades y ganar disciplina y credibilidad, a la vez que se ven como vía para acceder a las mieles del crecimiento.

El objetivo de este trabajo es presentar en forma sistemática elementos para el debate en torno a la persistencia de la opción por bancos centrales, su reemplazo por Juntas Monetarias o directamente la opción de dolarizar. Las dos últimas formas de arreglos pueden ser, bajo determinadas circunstancias deseables desde el punto de vista de la estabilidad y el crecimiento respecto a un esquema tradicional de banca central. Pero se concluye que no son ninguna panacea universal para los problemas de inestabilidad y débiles registros de crecimiento. Tras esta introducción, el trabajo se estructura en cuatro secciones más: la segunda sección se ocupa de un sobrevuelo histórico, para ganar perspectiva, la tercera sección presenta los argumentos teóricos en la discusión y la cuarta la evidencia empírica disponible en la literatura reciente, con énfasis en los casos nacionales más recientes. Cierra la sección quinta, de conclusiones.

## II Un sobrevuelo histórico

---

<sup>1</sup> Profesor Investigador, Universidad Argentina de la Empresa (Buenos Aires) [gferro@uade.edu.ar](mailto:gferro@uade.edu.ar).

## II-1 De la moneda metálica a la fiduciaria

Eichengreen y Sussman (2000), se concentran en la evolución del sistema monetario internacional en los últimos 1000 años, y elaboran una magnífica reseña que aquí se sintetiza, operando como una introducción del problema a tratar, que brinde una adecuada perspectiva temporal. El sistema monetario en Europa Occidental hacia el año 1000, se basó en una moneda de plata, el penique o denario, un descendiente de la reforma monetaria carolingia. En esta, en 794 se emitió un denario de plata de 1,7 gramos, que circuló en todo el imperio. El derecho de señoreaje fue un privilegio de los señores feudales y una importante fuente de recursos para aquellos. Las casas de acuñación tuvieron que competir entre ellas por la materia prima y por el señoreaje. En ese contexto, la variedad y la incierta calidad de las monedas, hacía ineficiente el uso de una moneda fuera del área inmediata donde se emitía, situación tolerable en la medida en que los volúmenes de comercio eran bajos y las economías relativamente autárquicas. Cuando el comercio resurgió, el sistema monetario precedente resultó inadecuado. El sistema monetario internacional fue un híbrido entre tipos de cambio fijos y flexibles. Por un lado, un sistema basado en mercancías como el oro y la plata hacía relativamente fácil llegar a cambios fijos: se cambiaba sobre la base de contenido de metal precioso en las monedas. Pero existía un tipo de cambio flexible entre la plata, el oro, y la unidad de cuenta, y en consecuencia sobre las monedas de dos países. Además, el hecho de que las monedas estuvieran valuadas independientemente de la unidad de cuenta o el nivel de precios, las hacía sustitutos más cercanos que las modernas monedas fiduciarias (Eichengreen y Sussman, 2000). La consolidación de las monedas a nivel de los estados nacionales, fue efectuada predominantemente por fuerzas de mercado: permanecieron en pie como emisores las casas de acuñación que produjeron monedas confiables al menor costo. Una variedad de áreas monetarias se formó en Europa Medieval, cada una basada en un conjunto o en una única moneda confiable, estable y con reputación. Fuera de Europa Occidental, la gran mayoría de los sistemas monetarios con mercancías de respaldo, se basaron en acuñación estatal de los metales preciosos (Imperio Bizantino, Imperio Otomano, China). La constitución de los estados nacionales en Europa, dio escala a la producción, control y monitoreo de la emisión de monedas. Los asesores de los reyes aconsejaron la consolidación de las casas de acuñación y su monopolio por el soberano, pero la evolución de la acuñación nacional fue gradual: Inglaterra fue pionera en la circulación de una verdadera moneda nacional, al comienzo del Siglo XIII. El proceso llevó más tiempo en Francia, país más vasto y menos integrado políticamente: recién un siglo más tarde tuvo un control centralizado de su moneda. Las ciudades estado italianas, a su vez, alcanzaron soberanía monetaria al independizarse del Sacro Imperio Romano-Germánico (Eichengreen y Sussman, 2000).

El paso final en el desarrollo de los sistemas monetarios europeos fue la acuñación de monedas de oro. Su demanda se originó en los crecientes flujos de comercio, que exigieron denominaciones más valiosas y menores volúmenes para transportar que las pequeñas monedas de plata.

Los estados nacionales sacaron del negocio a casas de acuñación independientes y falsificadores, y mientras persistió la competencia en la acuñación, hubo un par de siglos de estabilidad monetaria. Cuando comenzaron a controlar las monedas, desarrollaron formas de extraerles ingresos adicionales: uno fue emitir monedas que no alcanzaban los estándares, otro fue fundición y nueva acuñación, reduciendo el contenido de plata de las monedas. Como consecuencia, el valor nominal de los metales preciosos crecía y también lo hacían los precios de otros bienes. Los períodos de inflación también introdujeron “indexación” de los sistemas contables, de los contratos y aún de los salarios (Eichengreen y Sussman, 2000).

Los regímenes monetarios resultantes en los países pueden dividirse en cuatro tipos:

- 1) Inglaterra, estricto en términos de estabilidad. La moneda fue degradada en intervalos infrecuentes, y la corona inglesa no hizo uso de la acuñación con propósitos fiscales.
- 2) Francia, más representativo de otras autoridades monetarias, degradó violentamente la moneda en tiempos de problemas fiscales, con dos episodios hiperinflacionarios destacados: 1351-1360, cuando el precio de la plata creció 2000%, y en 1418-22, aumentando en 4600%.
- 3) Ciudades estado italianas, que degradaron gradualmente las monedas de plata, en tanto mantuvieron la estabilidad de las de oro. Los centros comerciales más prósperos fueron los primeros en mantener disociadas sus políticas monetarias de consideraciones fiscales. Observaron la conexión entre la abundancia de monedas (liquidez) y el bienestar de la economía, y prefirieron una tibia inflación a la deflación asociada al aumento de la actividad económica contemporáneo a un stock fijo de metal precioso en circulación. Sus monedas de oro disfrutaron de reputación en toda Europa, y su circulación, especialmente el florín florentino, cumplió el papel del dólar en la segunda mitad del Siglo XX, en tanto la abundante liquidez en monedas de plata, mantuvo aceiteada la economía local.
- 4) Castilla, es un ejemplo de los países que tuvieron un continuo recurso a la degradación de las monedas con fines fiscales. Allí la moneda fue degradada continuamente por más de 150 años, y la estabilidad fue la excepción. Coincidió con fragmentación política y constantes guerras civiles.

En Europa al fin de la Edad Media, existían unas 100 monedas de plata diferentes, contra sólo 38, quinientos años antes. Los estados que emitían monedas de oro, en tanto, eran sólo 32, de los cuales 12 eran ciudades estado italianas. Las únicas monedas realmente internacionales eran el florín florentino y el ducado veneciano. Los países emisores de monedas de oro eran los más avanzados económicamente, con superiores niveles de comercio y facilidades de crédito.

Desviaciones intencionales o no intencionales de la relación oficial del oro a la plata en las casas de acuñación, respecto de la paridad internacional, exportaba el metal valorizado al exterior (déficit comercial), dejando en circulación el de relativamente menor valor. La exposición de la economía europea a los flujos de capital se puede ejemplificar con dos acontecimientos históricos: el Hambre de Lingotes (1380-1460) y la Revolución de los Precios. En el primer caso, los lingotes se exportaron a Oriente para cubrir los déficits comerciales resultantes de la Peste Negra. La caída en la oferta monetaria precipitó a la economía en una severa recesión. En el segundo caso, el descubrimiento de América generó flujos de plata y oro a Europa, creciendo los precios en el Viejo Mundo a una tasa anual de 1% por más de un siglo, que tras una larga estabilidad, constituyó el primer período prolongado de inflación.

El desarrollo de la banca en la Edad Media y en el primer período moderno, llevó a la introducción de nuevos instrumentos financieros, destacando la letra de cambio y el papel moneda. En rigor, la primera experiencia registrada de papel moneda, fue en China (la ceca), y se conoció en Europa por los viajes de Marco Polo. Los bancos europeos centralizaron reservas metálicas y emitieron billetes contra esas reservas. La degradación de la moneda fiduciaria estuvo asociada a guerras, y cada episodio concluía con una estabilización y vuelta a la convertibilidad.

El Reino Unido suspendió la convertibilidad entre 1797 y 1821, tras una corrida contra el Banco de Inglaterra, precipitada por temores de una invasión francesa. No obstante, el Banco de Inglaterra pudo evitar la inflación que sólo se desbarrancó entre 1809-10. El debate político y académico a que dio lugar (sobre el “precio de los lingotes”), participando entre otros Ricardo, llevó al restablecimiento de la convertibilidad de la libra en 1821.

En 1815, Rusia, Austria, Prusia y el Reino Unido formaron la cuádruple alianza, acordando contactos periódicos para discutir sus intereses comunes en materia de paz y seguridad. La

estructura política internacional que siguió al Congreso de Viena, sentó bases para el crecimiento económico y del comercio. Durante las tres últimas cuartas partes del siglo, los sistemas monetarios nacionales integraron alguno de tres bloques:

- 1) Bloque del oro, comprendiendo el Reino Unido, Portugal y la mayoría de los dominios y colonias británicas.
- 2) Bloque de la plata integrado por la mayoría de los estados alemanes, Austria, Holanda, Dinamarca, Noruega, Suecia, México, China, India y Japón.
- 3) Bloque bimetálico, incluyendo Francia, Bélgica, Italia, Suiza y los Estados Unidos.

El precio relativo del oro respecto de la plata se mantuvo estable en 15,5 a 1 desde el comienzo del Siglo XIX, hasta los años 1870s, cuando cayó el precio de la plata. Cuando la oferta de oro minero creció, como en los años 1850s y su precio tendió a caer, fluyó oro hacia los países del bloque bimetálico, y el metal relativamente escaso (plata) fue acuñado y exportado. Cuando en cambio la oferta de plata creció, como en los años 1860s, los países bimetálicos importaron plata y exportaron oro (Eichengreen y Sussman, 2000).

Como el Reino Unido fue el primer país en adoptar el Patrón Oro y era el país muy poderoso y próspero de la época, se asoció la pertenencia al Patrón Oro con la riqueza, y la modernidad. La plata y el bimetalismo fueron abandonados progresivamente a favor del oro. Alemania unificada lo hizo en 1871, usando la indemnización recibida de Francia, derrotada en la Guerra Franco-Prusiana. Países vinculados comercialmente a Alemania, la siguieron, como Holanda, Dinamarca, Noruega y Suecia. Francia y sus socios (Bélgica, Suiza, Italia y Grecia), abandonaron el bimetalismo por el oro. Cuando Estados Unidos completó su reconstrucción de la Guerra Civil y restauró la convertibilidad en 1879, lo hizo contra el oro. Una vez que Rusia y Japón se incorporaron en los años 1890s, el sistema de Patrón Oro pasó a ser uno de tipos de cambio fijos entre monedas, de alcance prácticamente universal. Un limitado grupo de países nunca fueron al Patrón Oro antes de 1913. China, Guatemala, Honduras y El Salvador, por ejemplo, permanecieron bajo Patrón Plata.

Las crisis financieras fueron comunes, aunque en general, se retornaba al Patrón Oro en forma posterior, generalmente al tipo de cambio previo. El sistema permitió un grado razonable de estabilidad monetaria. En la medida en que la economía mundial se expandía, los precios de los bienes tendían a caer, en la medida en que la oferta de oro estaba relativamente constante. Cuando el precio del oro aumentaba, la minería respondía aumentando la oferta, lo que detenía la baja de precios. El sistema compatibilizó estabilidad de precios con movilidad del capital. Esta última fue tan fluida como en la actualidad, en los últimos años del Siglo XIX, donde a su vez, la presión para dirigir la política monetaria a otras metas que la estabilidad fueron mínimas. No había ninguna teoría en boga que estableciera el nexo entre la política monetaria y el estado de la economía real.

Comparando las situaciones del Reino Unido, Francia y Alemania, este sistema monetario operó mejor en el centro económico que en la periferia, donde los shocks a los términos del intercambio fueron mayores, los mercados financieros más frágiles, la política más errática y el acceso a los mercados de capitales más irregulares.

Operar el Patrón Oro implicaba un elevado costo en materia de recursos reales. Ya en el Siglo XIX, los gobiernos y banqueros centrales respondieron mediante innovaciones tecnológicas y de organización para economizar dichos costos. Las reservas se concentraron en depósitos gubernamentales. Después sólo se aceptaban retiros de montos importantes (paso del Patrón Oro al Patrón Oro Lingote). Posteriormente, los gobiernos comenzaron a suplementar las reservas de oro con divisas (paso del Patrón Oro Lingote al Patrón Cambios Oro). El sistema financiero, por

otra parte ajustaba las tasas de interés en respuesta a desequilibrios en los pagos externos, de modo que se minimizaba el costoso traslado de las reservas de oro en una u otra dirección.

Todo lo anterior cambió con la Primera Guerra Mundial, cuando el Patrón Oro se abandonó y se creó dinero fiduciario para afrontar el esfuerzo de guerra. Una conferencia internacional en Génova en 1922 procuró lograr que se aumentaran las reservas internacionales con divisas convertibles, para evitar una deflación posterior al conflicto. Como resultado, las reservas de divisas crecieron en participación en las reservas globales del 20 al 40% del total. Como resultado de los cambios sociales, la política monetaria se volvió más politizada. Con la Crisis del 29, muchos países terminaron por abandonar la convertibilidad al oro de sus monedas y depreciar éstas en forma competitiva. La participación de las divisas extranjeras cayó del 37 al 11% de las reservas globales, empeorando la crisis por la contracción monetaria. Los países rivalizaron por atraer flujos de oro elevando sus tasas de interés con peores consecuencias.

El Patrón Oro de entreguerras fue mucho más frágil que el previo y objetivos económicos en competencia disminuyeron la credibilidad en el compromiso a la estabilidad de los tipos de cambio. La recesión que comenzó en Estados Unidos en 1929 fue excepcionalmente severa. La respuesta de los gobiernos a este clima de inestabilidad fue cortar al mínimo sus nexos con el sistema internacional. Colapsó el comercio y el precio de las mercancías transables. Los mercados de capitales se cerraron y los países deudores incumplieron colectivamente en sus deudas externas. Hubo excepciones: el Reino Unido y su Commonwealth mantuvieron un sistema de preferencias imperiales. Francia lo hizo con sus vecinos (Bélgica, Holanda y Suiza), manteniendo el patrón oro lo más posible y Alemania formó su propio bloque con países afines.

Recuperándose Estados Unidos de su Gran Depresión, el oro fluyó para acomodarse a su incrementada demanda por dinero y crédito. Concluida la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos poseía la mayoría del oro monetario mundial fuera de la Unión Soviética. A la hora de reedificar el sistema monetario internacional, el criterio de Estados Unidos era hacer renacer un arreglo como el patrón oro, centrado en la convertibilidad del dólar al oro a una tasa fija, y de todas las monedas al dólar a paridades constantes. La contraparte británica en la Conferencia de Bretton Woods trató de imponer un sistema diferente basado en la emisión de un dinero fiduciario internacional, pero el cuarto de hora del Imperio Británico había pasado y el criterio norteamericano se impuso. El precio del oro se mantuvo a US\$ 35 la onza. En el esquema de paridades fijas de Bretton Woods, aunque los tipos de cambio podían ajustarse, tuvo muy infrecuentes modificaciones. Se contabilizan 69 devaluaciones mayores al 14%, seguidas de un período de al menos dos años de tipos de cambio fijos efectuadas por países independientes en desarrollo entre 1949 y 1971. El franco se devaluó tres veces, la libra dos y el marco se revaluó en dos oportunidades (Eichengreen y Sussman, 2000).

La economía mundial creció rápidamente (5% promedio al año) en ese período, o el doble de la evolución tenida entre 1870 y 1913. Los precios de las materias primas se mantuvieron estables, los salarios experimentaron presiones moderadas al alza y en general, hubo controles de capital que comenzaron a debilitarse en los sesenta. La mayoría de las monedas importantes fue inconvertible hasta 1958.

Hubo tres desafíos a la viabilidad del sistema: el déficit del balance de pagos de Estados Unidos, la creciente movilidad del capital y la inadecuación de las reservas internacionales. Ya en 1960, las obligaciones en dólares superaban las reservas de oro de Estados Unidos, cuyo dólar se veía amenazado. La guerra de Vietnam y los programas de gasto en los años 1960s deterioraron aún más la relación de convertibilidad y la confianza en el dólar como moneda de reserva.

El resto es historia conocida: el dólar se devaluó en 1971 y poco después se abandonó la convertibilidad al oro. Las grandes monedas comenzaron a flotar entre sí, y en 1977 las reservas

de oro fueron definitivamente desmonetizadas a nivel internacional. Las Crisis Petroleras llevaron al mundo desarrollado a inflación con estancamiento y a los países menos desarrollados a la crisis de la deuda de los 1980s. En los años 1980s y 1990s, estrategias de operación de la política monetaria novedosas (como metas monetarias, de inflación, sistemas de dos pilares incluyendo ambas, y Reglas de Taylor), se articularon en defensa de la inestabilidad y los excesos de la década previa. En los 1990s se aceleró el proceso de integración monetaria europea, que concluyó en la adopción del euro, y la difusión del dólar en América Latina, Economías en Transición y otros países del Tercer Mundo como recurso de protección (reserva de valor) y como denominador común en las transacciones, ante las débiles monedas nacionales.

## II-2 De Juntas Monetarias y Bancos Centrales

Una Junta Monetaria (Currency Board en la literatura anglosajona, soliendo utilizarse como alternativa castellana, Cajas de Conversión), es una autoridad monetaria que emite billetes y monedas convertibles en una divisa extranjera o mercancía a una tasa fija y contra demanda (Schuler 1998). Las divisas extranjeras o mercancías (metales preciosos) respaldan la moneda fiduciaria, que opera como un voucher representativo de los activos de respaldo. Han existido Juntas Monetarias en unos setenta países. La idea se originó en el Reino Unido en los primeros años 1800s, entre un grupo de economistas conocidos como la Currency School. Tenían amplia influencia política y la Ley de Bancos de 1844 (Charter Bank Act) que inspiraron estaba pensada para convertir al Banco de Inglaterra en una Junta Monetaria. La ley no disponía requisitos de reservas para los depósitos y como resultado, en vez de convertir al Banco de Inglaterra en una Junta Monetaria, lo que hizo fue transformarlo en un Banco Central. Como el Reino Unido era el país más avanzado económicamente de la época, su ejemplo fue muy influyente y muchos otros países imitaron la legislación británica (Schuler, 1998).

En su pico en los años 1950s, unos cincuenta países o territorios tenían simultáneamente Juntas Monetarias. De la observación histórica surge que los países que los han tenido han disfrutado de estabilidad y en general buena performance macroeconómica (Schuler, 1992). En el capítulo de análisis se mostrará evidencia sistemática presentada por varios autores sobre el desempeño relativo de países con este arreglo.

Las Juntas Monetarias no tienen discreción en materia de política monetaria. Sus principales características son:

- 1) Convertibilidad a tipo de cambio fijo. Se cubre base monetaria pero no dinero de creación bancario. Tampoco hay margen para actuar como prestamista de última instancia de los bancos comerciales.
- 2) Exige reservas (en proporciones diversas) para respaldar la moneda emitida, una porción de aquellas se mantiene en forma extremadamente líquida para atender reclamos de conversión.
- 3) La emisión de monedas y billetes confiere señoreaje al emisor. El ingreso neto que la Junta Monetaria recibe depende del interés percibido sobre los activos que respaldan el dinero emitido. Además, mantiene el valor político “moneda local”, respecto de un directo reemplazo por moneda del resto del mundo.
- 4) Con bajas barreras al comercio, los precios de los transables están muy en línea con los del resto del mundo. Los precios de no transables pueden divergir. Con apertura de cuenta de capitales y en ausencia de riesgo político, las tasas de interés deben ser aproximadamente las mismas en los dos países.
- 5) Por su diseño las Juntas Monetarias no tienen poder discrecional para ejercer política monetaria activa (Schuler, 1992).

Una Junta Monetaria no es un Banco Central. La diferencia más importante es que la primera mantiene una proporción fija de reservas en activos externos, cosa que el segundo no hace. En la Junta Monetaria el tipo de cambio es fijo en forma permanente: su constitución formal o informal marca un fuerte compromiso con la paridad. La provisión de un prestamista de última instancia puede generarse a partir de seguro de depósitos o algún otro método de cobertura, pero no como lo hace un Banco Central.

Ha sido una característica de las Juntas Monetarias, el permiso concedido para entrar al mercado bancario a los bancos extranjeros. Por carecer de prestamista de última instancia, lo anterior provee un mecanismo alternativo de cobertura. Los bancos más importantes en países con Juntas Monetarias han sido bancos internacionales con extensas redes de filiales.

Los presupuestos públicos de países con Juntas Monetarias han tendido a ser balanceados o ligeramente superavitarios en promedio. Se ha visto en la experiencia histórica, que la política monetaria puede usarse con fines fiscales, aún en regímenes monetarios no fiduciarios. Con Junta Monetaria, esas posibilidades están muy coartadas.

En las primeras épocas de las Juntas Monetarias, la alternativa no era tanto un Banco Central como la emisión competitiva de billetes por parte de los bancos comerciales. La justificación para monopolizar la emisión en una Junta Monetaria vino de la práctica del Reino Unido (aunque el Banco Central Sueco sea el más antiguo), que introdujo el principio del monopolio estatal de la emisión de billetes en la Ley de Bancos de 1844. Los bancos competían entre sí emitiendo billetes como ahora lo hacen con la emisión de cheques de viajero (Schuler, 1992). El Banco de Inglaterra, después de 1844 no fue una Junta Monetaria, sino un Banco Central con restricciones a la emisión de billetes (por la presencia del Patrón Oro). Lo mismo ocurrió con Bancos Centrales establecidos en Alemania y otras naciones, imitando el caso británico. La Reserva Federal de los Estados Unidos data de 1913, y fue establecida tras una serie de pánicos financieros. El Banco de Inglaterra adoptó el criterio de prestamista de última instancia en 1890, con la caída de la Casa Baring, irónicamente a raíz de los préstamos impagos de Argentina, que por su crisis de ese año terminó adoptando su primera Junta Monetaria.

El sistema de Juntas Monetarias se originó y difundió ampliamente en las Colonias Británicas. Mauricio en 1849 y Nueva Zelandia en 1850 fueron los primeros en introducirla. En el caso de Mauricio la conversión era contra monedas de plata de rupias hindúes, moneda de amplio uso en los territorios del Indico, y difundida en la Península Arábiga hasta los años 1960s. La Junta Monetaria de Nueva Zelandia mantuvo 100% de activos externos desde el principio. Allí había desconfianza pública hacia los billetes emitidos por el gobierno, por una mala experiencia inflacionaria previa. La India en 1893 pasó de Patrón Plata a fijar la rupia con la libra, a la vez fija al oro. Mantuvo una cuasi Junta Monetaria hasta que el Reino Unido abandonó el Patrón Oro al comenzar la Primera Guerra Mundial. Ceylán (hoy Sri Lanka) estableció una Junta Monetaria en 1884. Los asentamientos británicos en el Estrecho de Malaca (entre los cuales Singapur), implementaron Juntas Monetarias en 1899.

La primera Junta Monetaria que se ligó a la libra en forma exclusiva fue la West African Currency Board (WACB), del Africa Occidental Británica. La WACB fue la primera Junta Monetaria clásica. El origen de su implementación fue un deseo de concentrar el señoreaje evitando la depreciación respecto de la libra. Un comité recomendó al gobierno británico el establecimiento de la WACB en 1912. En la práctica, esta trabajó con bancos y no con el público, y cada vez atendió transacciones de conversión de mayor monta. Cuando el Reino Unido conquistó las colonias alemanas de Togo y Camerún Occidental, durante la Primera Guerra Mundial, se extendió allí su accionar. Liberia usó la libra de la WACB hasta 1944, cuando adoptó el dólar de Estados Unidos como su moneda. La WACB se tornó un modelo para otras colonias.



En 1919 se estableció la East African Currency Board (EACB) para el África Oriental Británica (Kenya, Uganda y la actual Tanzania, cuya parte continental había sido conquistada a Alemania en la Primera Guerra Mundial, desde 1920). Luego adhirieron Somalía Italiana, Etiopía y Eritrea, después de la Segunda Guerra Mundial, la Somalía Británica y Adén (hoy parte de Yemen). Estos últimos países fueron gradualmente instalando sus propias monedas.

En Medio Oriente, tras la conquista en la Primera Guerra Mundial por el Reino Unido de Palestina, Transjordania y Mesopotamia a Turquía (actuales Israel, Jordania e Irak), se estableció en los dos primeros países la Junta Monetaria de Palestina, que emitió una libra a la par con la esterlina. Fue la antecesora de la Autoridad Monetaria Jordana. Israel estableció su propio Banco Central luego de la independencia. Irak tuvo su Junta Monetaria en 1931, emisora del dinar iraquí, a la par con la libra esterlina. En 1949 fue reemplazada por el Banco Nacional de Irak. Varias colonias y protectorados británicos establecieron sus Juntas Monetarias en la Península Arábiga (Kuwait 1961, Adén 1965, Bahrein 1965, Qatar/Dubai 1966 y Omán 1970).

Hong Kong estableció una Junta Monetaria en 1935, luego que China pasara del Patrón Plata a un esquema totalmente fiduciario. Rhodesia del Sur (Zimbabwe), tuvo su Junta Monetaria en 1938, que se extendió a Rhodesia del Norte (Zambia) y Nyasaland (Malawi). Fue transformada en Banco Central en 1956. Birmania (Myanmar), pasó de utilizar la rupia hindú a una Junta Monetaria en 1946, hasta transformarse en Banco Central en 1952.

Hubo Juntas Monetarias en la Guayana Británica (Guyana), Barbados y Trinidad, Tonga y Belice. En este último caso se usó el dólar desde 1894 a 1949, la libra desde entonces a 1977 y nuevamente el dólar desde entonces.

Otros países con imperios coloniales no usaron Juntas Monetarias, sino que garantizaron monopolios bancarios en sus territorios. Estos eran los únicos autorizados a emitir moneda y a tener sucursales bancarias en las colonias.

En Argentina se estableció en 1890 una Junta Monetaria (llamada “Caja de Conversión”) que monopolizó la emisión de moneda local. En 1887 se había establecido nexo del dinero emitido a títulos de deuda pública, pero el país entró en incumplimiento de su deuda en 1890 como resultado de una crisis económica y política (lo que motivó la caída de su acreedora casa bancaria Baring y la introducción por parte del Banco de Inglaterra de la figura del prestamista de última instancia). En los 1890s se emitió dinero fiduciario, pero en 1899 se fijó el tipo de cambio al oro tras una devaluación del 56% respecto de la paridad previa, vigente desde 1885. El Patrón Oro se suspendió en 1914, por la Primera Guerra Mundial. En 1927 el país volvió al Patrón Oro, situación que volvió a abandonar en 1929, por ingentes salidas de oro. En 1935 se adoptó un Banco Central. En 1991, se volvió al esquema de Junta Monetaria, tras dos hiperinflaciones, aunque persiste la denominación de Banco Central, estando la moneda local referenciada al dólar. Después de la guerra Hispano-Norteamericana de 1898, Filipinas pasó a manos de Estados Unidos, con Cuba y Puerto Rico. Filipinas pasó en los años siguientes del Patrón Plata vigente, al Patrón Oro americano, al pasar a ser mayoritarios los flujos de comercio e inversiones con Estados Unidos. En 1903 estableció una cuasi Junta Monetaria. El cambio peso-dólar funcionó como el patrón cambio esterlina en las Juntas Monetarias del Imperio Británico.

En Panamá, también Estados Unidos asimiló el patrón monetario plata local a su propio Patrón Oro. En 1904 ambos países acordaron que Panamá emitiría el balboa, cuyo valor en oro fue igual al valor del dólar en aquel momento. Ambas monedas serían de curso legal en Panamá y en la Zona del Canal. Monedas de un balboa o mayores denominaciones debían contener su peso en oro, pero el país no llegó a emitir monedas de oro hasta 1931. Las denominaciones menores serían fiduciarias, convertibles a valor facial en oro. Para asegurar la convertibilidad, Panamá estableció un fondo con parte de lo que Estados Unidos pagó por el canal. Los panameños

comenzaron a usar dólares que salieron fuera de la Zona del Canal en demanda de bienes locales. Leyes de 1911 y 1913 permitieron al gobierno establecer un banco emisor, pero no llegó a imprimir billetes. En 1941 se emitió una cantidad limitada de 150000 balboas. Actualmente la moneda local es el dólar.

En el Norte de Rusia durante la Guerra Civil, hubo una Junta Monetaria, con el asesoramiento de Keynes, que emitió un rublo, cuya cobertura fue auxiliada por los aliados occidentales de los rusos blancos, con sede en Arkangel. La Caja Nacional de Emisión cerró en 1919 y en 1920 Rusia del Norte fue ocupada por el ejército rojo.

El Estado Libre de Danzig (hoy Gdansk) tuvo una moneda propia, al llegar la hiperinflación alemana de 1923, ligada a la libra esterlina. Pero su Junta Monetaria fue rápidamente convertida en un Banco Central.

Pocos años después de su independencia, Irlanda cuya moneda era la libra esterlina, creó una libra irlandesa oro, igual a la anterior. Irlanda acompañó al Reino Unido en el abandono del Patrón Oro en 1931, pero manteniendo la paridad de la libra local con la esterlina. En 1943, Irlanda creó su Banco Central.

Schuler (1992) también reseña los casos de Libia, Yemen, Sudán y los ligados al rand sudafricano de Lesotho, Namibia y Swazilandia.

Muchos países que tuvieron Juntas Monetarias los fueron reemplazando en los años 1950s. Fueron influenciados por las tendencias de la teoría económica en el sentido de favorecer Bancos Centrales en los nuevos países independientes. En 1967 Yemen era el único país independiente con Junta Monetaria que no había sido una antigua colonia británica, y de estas, muchas cambiaron a Bancos Centrales cuando se independizaron.

Schuler (1992) sugiere que la influencia más importante para pasar a Bancos Centrales vino de la concepción de que estos eran una forma más moderna y conveniente de arreglo monetario que las Juntas. El debate teórico sobre la ventaja relativa de ambos tuvo su máxima intensidad en los años 1950s y cesó luego hasta casi los 1990s. J. Mars fue el autor que comenzó el debate de los 1950s, aplicándolo a los territorios coloniales. Trabajando sobre el caso nigeriano, sugirió que un Banco Central podría ser una herramienta efectiva para el desarrollo económico. Para un país como Nigeria, argumentó, resultaba muy caro sostener 100% de reservas en divisas extranjeras para respaldar la propia moneda, recursos que podrían ser empleados para importaciones que promovieran el crecimiento económico. Uno de los dos argumentos teóricos utilizados en los debates de los 1950s, apuntaba precisamente al costo de mantener reservas inactivas. En general, la práctica de las Juntas Monetarias del Imperio Británico, había consistido en dividir las reservas en tramos: uno muy líquido, ante potencial reclamo de los tenedores de la moneda local, de divisas o títulos británicos fácilmente liquidables, otro menos líquido, formado por títulos de largo plazo, más rentables y menos líquidos, cubriendo el 50 a 70% restante de la moneda local, sobre la que difícilmente hubiera reclamo de conversión. Ese último grupo, según los críticos, podría cubrirse con títulos locales. Otra crítica al modelo de Juntas Monetarias, era que estas forzaban a la oferta monetaria a depender del resultado del balance de pagos. El sistema de Junta Monetaria es deflacionario cuando crece la demanda de dinero (y es inflacionario cuando ocurre lo contrario). Con déficits en balanza de pagos, la cantidad de dinero baja y los precios caen; con superávits se abastece el crecimiento de oferta monetaria y crecen los precios. En tercer lugar, los críticos al sistema coincidían en la pérdida de una política monetaria independiente bajo Junta Monetaria. Por último, la ausencia de un prestamista de última instancia, preocupaba a los críticos de las Juntas Monetarias (Schuler, 1992).

Un Banco Central puede atender esos cambios en la demanda de dinero. La literatura económica de los 1950s tendía a asumir que cada nuevo movimiento en la política monetaria era como un

juego nuevo, sin restricciones de largo plazo que limitaran la capacidad de una autoridad monetaria con poderes discrecionales. Modernamente, el desarrollo de la idea de consistencia temporal, cuestiona ese supuesto. Por otra parte, era un período en que la represión financiera se veía como posibilidad de subsidio a la inversión, hasta que los aportes de Mackinnon y Shaw desnudaron su efecto negativo sobre las tasas de ahorro y el crecimiento. Posteriormente se acumuló mucha evidencia empírica al respecto.

Otros factores contribuyeron a la desaparición de las Juntas Monetarias: el deseo de tener un Banco Central como expresión soberana por parte de los países recién independizados, la debilidad de la libra en todo el período de Bretton Woods y la mayor facilidad para los estados, de tener déficits públicos con Bancos Centrales (Schuler, 1992).

Sobrevivieron hasta los 1990s las Juntas Monetarias de Hong Kong, Singapur y de un puñado de territorios coloniales insulares británicos. Hong Kong estableció su Junta Monetaria en 1935. Hasta el momento mantuvo Patrón Plata, lo cual tenía que ver con el comercio que mantenía con China, cuya moneda estaba ligada a la plata. La Guerra Civil en ese país motivó inflación, la nacionalización de todas las reservas de plata y la adopción de un sistema totalmente fiduciario en aquél año. En Hong Kong se nacionalizaron las reservas de plata y se implementó un sistema fiduciario a partir de emisiones de billetes por parte de los tres bancos comerciales, de los que quedaron dos en los años 1970s. Durante la Segunda Guerra Mundial, fue ocupada por Japón, país que no pudo hacerse de las reservas de la Junta Monetaria que estaban en Londres, y que en cambio puso en circulación billetes de dólares de Hong Kong emitidos y no circulantes, además de emitir una moneda propia. Las tres categorías de moneda circulantes (los dólares de preguerra, los puestos en circulación en la ocupación y los yen emitidos por la ocupación), fueron honrados, los últimos con descuento. En 1953 se anunció que las reservas en libras esterlinas respaldaban en un 100% los billetes en circulación. Hong Kong formó parte de la zona de la libra esterlina, inconvertible desde 1939 a 1947, y vuelta a ser inconvertible unos meses después, hasta fines de la década de los 1950s. Pero en el caso particular de Hong Kong, se permitió un cambio más fluido respecto de la zona del dólar. En 1971 la Junta Monetaria comenzó a trasladar reservas de libras a dólares, y un año más tarde, la moneda local abandonó el nexo con la libra y pasó a paridades centrales respecto del dólar. Ninguna ley requirió a la Junta Monetaria mantener tipo de cambio fijo o tener algún tipo particular de reservas. De 1972 a 1974 Hong Kong tendió a un régimen fiduciario. En 1974, momento de fuertes turbulencias cambiarias, el dólar de Hong Kong pasó a flotar contra el dólar americano. Siguió un período en que el crecimiento de la demanda de dinero era abastecida por los bancos emitiendo dólares de Hong Kong, contra certificados de endeudamiento de estos respecto de la Junta Monetaria: las reservas de esta permanecieron intactas. Los billetes de banco debían estar cubiertos a partir de 1979 en un 100% por activos líquidos cubiertos con algún depósito en la Junta Monetaria. A su vez, los bancos tenían capacidad de crear crédito propio con endeudamiento en divisas por su cuenta. El gobierno depositó sus tenencias de activos externos en la Junta Monetaria y la enriqueció con superávits presupuestarios. A principios de los años 1990s las reservas alcanzaban 100 a 120 mil millones de dólares de Hong Kong. En 1982 comenzaron las negociaciones entre Reino Unido y China por la devolución de Hong Kong. Ello motivó caída a la mitad de las cotizaciones en bolsa, crisis del mercado inmobiliario y depreciación del dólar de Hong Kong. En 1983 se fijó el tipo de cambio en HK\$ 7,80 por dólar americano, con respaldo del 105% de la moneda local en dólares. La Junta Monetaria fue acumulando nuevas funciones y pasó en la práctica a ser un Banco Central, al intervenir en crisis financieras.

Como en Hong Kong, en Singapur un régimen de Junta Monetaria reemplazó a uno de emisión competitiva de dinero por bancos comerciales. En 1899 se estableció una Junta Monetaria que

emitió un dólar del Estrecho, con respaldo del 100% en diversos valores. También los japoneses invadieron el país en la Segunda Guerra y emitieron su propia moneda sin respaldo. Las reservas que respaldaban el dólar local, permanecieron en Londres. En 1958 se constituyó una Banco Central abarcando Malasia. Singapur se separó de Malasia en 1965, y fue independiente en 1967, manteniendo su Junta Monetaria, separada del Banco Central de Malasia. Los nuevos dólares de Singapur y de Malasia fueron iguales al viejo dólar malayo. Sus monedas no se depreciaron contra la libra en 1967, ni contra el dólar en 1971, pero debieron ir a la flotación en 1973 ante un ataque especulativo. En Singapur las restricciones cambiarias continuaron hasta 1978. En el nuevo esquema, la moneda de Singapur mantuvo el respaldo del 100% pero las reservas no fueron más redimibles. La autoridad monetaria de Singapur ha ido tomando poderes de supervisión y regulación bancaria, y puede funcionar como prestamista de última instancia. No hay compromiso de tipo de cambio fijo. Las reservas que se mantienen no son obligatorias.

Brunei perteneció a la Junta Monetaria del Estrecho, y pasó a tener su propia Junta Monetaria en 1967. Mantuvo su dólar en línea con el dólar de Singapur, y 100% de reservas. El país se independizó del Reino Unido en 1983, y mantuvo su sistema, aunque con un requerimiento de reservas legalmente inferior.

Según Schuler (1992), sólo una Junta Monetaria devaluó (la East Caribbean Currency Authority en 1976). Todas mantuvieron la convertibilidad, excepto Argentina al abandonar el Patrón Oro y los territorios ocupados por Japón durante la Segunda Guerra Mundial. Las únicas Juntas Monetarias que no fueron rentables fueron las de Argentina (cuyos activos de respaldo no devengaban intereses), y la de Rusia del Norte, donde al ser derrotado el ejército blanco, quedaron sin repagar bonos emitidos por el gobierno derrotado por el 25% del respaldo a los rublos de Rusia del Norte.

### **II-3 Las experiencias más recientes de Juntas Monetarias**

Cuando resucitaron en los años 1980s, las modernas Juntas Monetarias no se introdujeron para facilitar las relaciones monetarias entre una economía metropolitana y sus colonias. En su lugar, se usaron para alcanzar un conjunto de desafíos económicos específicos, como facilitar la transición de antiguas economías planificadas (Estonia y Lituania), hacer frente a la hiperinflación (Argentina y Bulgaria), para restaurar la confianza ante una crisis política y una corrida bancaria (Hong Kong) o para proveer un arreglo institucional estable tras una guerra (Bosnia) (Gulde, Kahkonen y Keller, 2000).

La Junta Monetaria más famosa es la de Hong Kong. El dólar de Hong Kong está vinculado al dólar de Estados Unidos a HK\$ 7,80 = US\$ 1. El gobierno chino ha prometido retener el sistema económico vigente en Hong Kong por 50 años luego de la devolución de éste del Reino Unido a China el 1 de julio de 1997. El sistema no es completamente ortodoxo: como se reseñó, la autoridad monetaria de Hong Kong ha ido ganando funciones llegando a parecerse a un Banco Central. En agosto de 1998, compró masivamente acciones de la bolsa local, para mantener las cotizaciones. El régimen descansa en la costumbre antes que en una ley. No hay un requerimiento específico de reservas para mantener ni se especifica su composición (Schuler, 1998).

Argentina introdujo un sistema de Junta Monetaria el 1 de abril de 1991 (\$ 1 = US\$ 1). Estonia lo hizo el 20 de junio de 1991 (8 kroons = DM 1). Lituania lo introdujo el 1 de abril de 1994 (4 litai = US\$ 1). Bulgaria adoptó un régimen similar el 1 de julio de 1997 (1000 leva = DM 1). Bosnia, como parte de los acuerdos de paz, implementó su Junta Monetaria el 1 de agosto de 1997. Brunei tiene el más viejo sistema preexistente usando el dólar de Singapur como divisa de reserva. La autoridad monetaria está obligada a mantener un 70% de respaldo a la moneda local.

Djibouti tiene un esquema de Junta Monetaria con 100% de respaldo. Las experiencias de Estonia, Lituania y Bulgaria han sido bastante favorables. La inflación se ha llevado a únicos dígitos en cada país, y tanto Estonia como Letonia han mostrado fuerte crecimiento económico (Gulde, Kahkonen y Keller, 2000). El Cuadro 1 ilustra las Juntas Monetarias existentes y sus principales características.

Hay cuasi Juntas Monetarias en Singapur, Letonia y 14 países africanos que usan como moneda el franco CFA (Comunidad Francesa Asociada). Singapur mantiene una cuasi Junta Monetaria desde 1973, pero con tipo de cambio flotante. Se mantiene un 100% de reservas. El Banco de Letonia ha fijado su moneda al Derecho Especial de Giro, y mantiene 100% de reservas en divisas, pero no tiene ningún compromiso formal de convertibilidad respecto de la moneda doméstica. El Franco CFA mantiene un tipo de cambio fijo con el franco francés, habiendo tenido una devaluación importante del 50% en 1994, después de mucho tiempo de estabilidad. La cobertura exigida sólo alcanza el 20% de reservas.

### III Los argumentos teóricos en la discusión

Hay un debate candente sobre elección del régimen cambiario. Para países menos desarrollados, especialmente con esquemas inestables, se están recomendando Junta Monetaria, o dolarización. Cada régimen alternativo tiene costos y beneficios, en abstracto y según donde se aplique la experiencia concreta. Para algunos países, sacrificar la independencia de su política monetaria para disminuir costos de transacción asociados con flujos comerciales y de capitales, puede ser muy caro. Otros han tenido una muy pobre performance en su manejo monetario, ligado a cuestiones de debilidad fiscal y presiones políticas para usar el Banco Central para canalizar subsidios. Es sobre estos últimos que se suelen recomendar la adopción de esquemas cambiarios más rígidos, aunque hay autores que han sugerido hasta la dolarización de Canadá.

Fuera de la elección del régimen cambiario, hacia quién se efectúe la vinculación también entraña beneficios y costos: hay socios naturales. La literatura sobre áreas monetarias óptimas, iniciada por los aportes de Mundell en la década de los 1960s, que se ocupa de establecer el balance entre consecuencias positivas y negativas, reconoce factores a tener en cuenta en la elección de una vinculación monetaria:

- 1) Grado de apertura de la economía.
- 2) Grado de integración comercial mutua con respecto al socio elegido en la vinculación.
- 3) Movilidad de factores entre las economías consideradas.
- 4) Simetría de los shocks entre economías.

Los términos del debate se han enriquecido con la experiencia reciente de unificación monetaria europea y el resurgir de las Juntas Monetarias. Stein et al (1999) contabilizan nuevos factores, que se agregan a los tradicionales sobre áreas monetarias óptimas:

- 1) Beneficios de atarse en forma creíble a una moneda común.
- 2) Condiciones iniciales en materia de sustitución de la moneda doméstica por una de reserva, incluyendo el grado de endeudamiento en divisas.

Un país que dolariza tiene un criterio de área monetaria óptima implícito con Estados Unidos. La disponibilidad de mecanismos de ajuste (como flexibilidad de precios y salarios, movilidad laboral geográfica y entre sectores, flujos de capital y transferencias fiscales), son parte de los criterios a tener en cuenta para determinar cuando un país ajusta a esa área monetaria óptima (Stein, 1999). La Junta Monetaria es la forma más rígida de valorar la propia moneda y la dolarización es una forma extrema de tipos de cambio fijos. Estos tienen ventajas importantes:

- 1) Permiten reducir el riesgo cambiario, con relación a Estados Unidos u otros países dolarizados, que desalienta los flujos de comercio e inversión. Bajan los costos de transacción dentro del área.
- 2) Proveen un ancla nominal para la política monetaria (la discrecionalidad tiene costos en materia inflacionaria).

Las desventajas:

- 1) Se pierde la independencia de la política monetaria (la discrecionalidad tiene ventajas en gestión de crisis o en logro de autonomía).
- 2) No generan automática credibilidad, dependiendo de un compromiso fuerte con la paridad, y de vinculación a una moneda con buena reputación.

Las Juntas Monetarias cumplen fuertemente las ventajas de los tipos de cambio fijos, pero las desventajas son más pronunciadas, ya que la posibilidad de salida es más reducida que en el caso de un tipo de cambio fijo clásico, que puede ser devaluado.

La dolarización tiene los mismos pros y contras de tipos de cambio fijos y Juntas Monetarias, pero magnificados:

- 1) Elimina el riesgo cambiario. Se adopta el del dólar respecto de las demás monedas.
- 2) Reduce los costos de transacción asociados al comercio y las finanzas.
- 3) Tiene los máximos beneficios de credibilidad: implica un compromiso muy fuerte con una moneda muy confiable.
- 4) Se pierde absolutamente la independencia monetaria.
- 5) Puede requerir ajustes deflacionarios muy dolorosos ante shocks, que se resolverían con una devaluación si se dispusiera del instrumento.
- 6) A diferencia de los dos casos anteriores se pierde señoreaje, y un “activo intangible”, que puede ser muy valorado en determinados países, cuál es la satisfacción del sentimiento nacional de tener una moneda propia.

Hay países donde las ventajas o desventajas de la dolarización son más significativas. Los beneficios serán mayores cuanto mayor sea la volatilidad inicial de la moneda local, los costos de transacción cambiarios y la integración comercial con Estados Unidos u otros países dolarizados (Stein et al 1999). La dolarización reduce la volatilidad de la inflación, de la tasa de interés y del tipo de cambio real, redundando en mayor profundidad financiera. Por tanto, tienen más para ganar países con inflaciones elevadas y variables, alta volatilidad cambiaria y de tasas de interés, y sistemas financieros menos desarrolladas. El grado de apertura de la economía tiene importancia a la hora de decidir la adopción de otra moneda. Modificaciones en el tipo de cambio en economías abiertas se vuelven menos efectivos para afectar el producto y el nivel de empleo de la economía. Pero como los transables participan más en el índice de precios local, cambios en el tipo de cambio se traducen más directamente en los niveles de precios locales. En economías muy abiertas, una devaluación nominal sólo genera efectos reales en el corto plazo y a costa de importantes aumentos de la inflación.

La incertidumbre y el riesgo involucrado en transacciones comerciales y los flujos financieros fuera de la zona de vinculación pueden ser cubiertos con futuros de divisas.

Una política monetaria independiente permite aislar tasas de interés locales de las del resto del mundo, y utilizar la política monetaria como herramienta anticíclica. Además, pueden evitarse ajustes deflacionarios en situaciones muy críticas, combinándola con una devaluación. La pérdida de la política monetaria será menos grave si el país que dolariza tiene un ciclo económico altamente correlacionado con el de Estados Unidos, un importante grado de flexibilidad salarial, elevada movilidad laboral con Estados Unidos, un sistema de transferencias entre ambos países (por ejemplo, colonias de expatriados que remitan dinero a sus países de origen), y la economía

es muy abierta. Esto último hace que ya de inicio haya baja efectividad de la política monetaria y las devaluaciones sean muy costosas en términos de inflación.

Si los pasivos de la economía están muy dolarizados, la opción devaluatoria implica costos muy importantes (Calvo, 1999). La dolarización de los pasivos puede venir de la imposibilidad de generar instrumentos de deuda a largo plazo en moneda local por una cuestión de confianza. En estas economías, la devaluación pierde una de sus capacidades para combatir la deflación: la de licuar deudas (Stein et al 1999). La deuda pública también se dolariza cuando existe bajo acceso al crédito de mediano y largo plazo en moneda doméstica. Los pocos países de América Latina que tienen un volumen significativo de deuda pública en moneda doméstica, es a corto plazo. Los deudores en divisas (particulares o el Estado), quedan descalzados en su moneda y se tornan más frágiles a variaciones en el tipo de cambio real, en contextos de fuerte volatilidad de tasas de interés y tipos de cambio reales. El riesgo crediticio aumenta en consecuencia, lo cual impacta en los spreads bancarios. Calvo (1999), trayendo un viejo aporte de Fischer, resalta que la deflación y su efecto sobre las deudas es una causa de que las recesiones se transformen en grandes depresiones. Calvo (1999) lo ve como la mayor amenaza para las economías que adopten la dolarización. La devaluación nominal, cuando se dispone del instrumento, termina haciendo contingente ex post un contrato de crédito que no lo era ex ante. Es asimétrico el efecto entre un ajuste devaluatorio y uno deflacionario cuando parte de los activos de las empresas están financiados por pasivos en moneda doméstica. El resultado se revierte cuando las deudas están dolarizadas. Bajo dolarización, la deflación no licúa deudas. Las velocidades también son distintas: en un ajuste deflacionario el efecto sobre los balances de las empresas es lento, en tanto con una devaluación es inmediato.

La flexibilidad cambiaria permite la potencialidad de aislar a un país de los movimientos de las tasa de interés externas. La política monetaria puede usarse, en ese contexto para manejar la demanda agregada: el tipo de cambio permite lograr el equilibrio externo y la política monetaria el pleno empleo. Por último, permite determinar el nivel de los precios internos, evitando costosos ajustes deflacionarios. Adoptar en dólar significa adoptar la política monetaria de Estados Unidos. Esta será más útil si los booms y recesiones del país que dolariza tienden a ocurrir en sincronía con los de Estados Unidos. Al perder la posibilidad de imprimir dinero, el Banco Central no podría evitar un ajuste deflacionario severo, al perder la posibilidad de afectar, a través de la política monetaria, el nivel de precios.

La rigidez salarial hace más lentos y costosos los ajustes en recesión, pudiendo generar períodos prolongados con elevado desempleo. Si bien la rigidez regulatoria en el mercado laboral dificulta los ajustes en caso de shocks asimétricos, haciendo más deseable la discrecionalidad cambiaria, el alto grado de indexación que por lo común acompaña a economías inestables, reduce los beneficios e incrementa los costos de utilizar esa discrecionalidad.

La dolarización se presenta bajo tres modalidades: dolarización extraoficial o de hecho, dolarización semi oficial, y dolarización oficial o de derecho. La dolarización extraoficial ocurre cuando la gente mantiene y utiliza domésticamente moneda extranjera aun cuando no sea de curso legal. En el caso semioficial, se le confiere circulación en algunos ámbitos o la posibilidad de poder constituir depósitos en dólares. La dolarización oficial implica el último estadio, al pasar a ser el dólar la moneda de curso legal. Investigadores de la Reserva Federal estimaron en 1996 que los extranjeros mantenían entre un 55 a 70% de los dólares en billetes (Schuler, 1999). También que un 75% de los nuevos dólares emitidos se demandan fuera de Estados Unidos (Stein, 1999). Un estudio hecho por el Bundesbank un año antes, estimaba que los extranjeros mantenían un 40% de los marcos alemanes en billetes (Schuler, 1999). En América Latina, el

Caribe y Rusia, el dólar es la moneda de reserva de elección. El marco alemán lo ha sido en las Balcanes y los Países Bálticos.

Más de una docena de países tienen dolarización semi oficial o sistemas oficialmente bimonetarios. En ellos, la moneda extranjera es de curso legal y aun puede dominar los depósitos bancarios, pero juega un papel secundario con respecto a la moneda doméstica para los gastos pequeños y más habituales. Estos países mantienen un Banco Central o una Junta Monetaria, y realizan alguna política monetaria.

Con dolarización oficial, la moneda extranjera adquiere el status exclusivo o predominante de curso legal completo. Si existe moneda doméstica, ésta se restringe a un papel secundario, como moneda fraccionaria de poco valor. Panamá emite monedas fraccionarias de balboa pero no billetes. Un país dolarizado oficialmente renuncia a una política monetaria independiente e "importa" la política monetaria del país cuya moneda usa.

Un costo de sustituir la moneda local es el señoreaje perdido, que se tributa ahora al país emisor de la moneda en uso. El señoreaje puede medirse en términos de stock y de flujo. Señoreaje neto (stock), es la diferencia entre el costo de poner dinero en circulación y el valor de los bienes que se comprarán. Un billete de US\$ 1 cuesta aproximadamente 3 centavos imprimirlo (Schuler, 1999), pero el gobierno de los Estados Unidos puede usarlo para comprar bienes por un valor de US\$ 1. Si el billete circulara eternamente, el señoreaje neto sería 97 centavos. En realidad, es menor porque después de 18 meses, el billete de US\$ 1 promedio se gasta y necesita ser reemplazado. Otra forma de pensar sobre el señoreaje es como un flujo de ingresos en el tiempo. Quienes mantienen billetes le están otorgando al gobierno emisor un préstamo sin interés. En este enfoque, el señoreaje bruto es la base monetaria promedio multiplicada por algún índice inflacionario o la tasa de interés en un período dado.

Para reducir la pérdida de señoreaje como un obstáculo para la dolarización oficial, Estados Unidos puede considerar la posibilidad de compartir el señoreaje incremental con los países que dolaricen oficialmente, que de otra manera continuarían emitiendo su propia moneda. Un riesgo para Estados Unidos, es hacer más difícil el manejo de la política monetaria. Respecto a la posibilidad de que Estados Unidos comparta señoreaje con terceros países que adoptan su moneda, hay un precedente en el área del rand (Sudáfrica compartió con Lesotho, Namibia y Swazilandia, antes de que este país adoptara su propia moneda) (Berg y Borensztein, 2000).

El riesgo de la devaluación o revaluación de una moneda vinculada, casi desaparecería para los americanos que tengan relaciones con los países oficialmente dolarizados (en ese sentido, hay para Estados Unidos las mismas ganancias en términos de certidumbre en esos mercados, que la de los países que dolarizan con respecto a Estados Unidos). Desaparecerían los costos de convertir monedas. Estados Unidos también tiene para ganar, si la dolarización mejora las economías de los países que son clientes de sus exportaciones.

Se argumenta que hay un costo al perder un Banco Central local como prestamista de última instancia. Hay sustitutos, como líneas de crédito contingentes en bancos extranjeros, como ha pactado Argentina. Las agencias de los bancos extranjeros también pueden ofrecer crédito directamente a los bancos domésticos sin involucrar al gobierno, como en Panamá.

La dolarización oficial elimina los costos de transacción con otros países dentro de la zona unificada de moneda. También se reducen los costos de transacción con otras monedas, al evitar triangulaciones. Transacciones más grandes entre, digamos el peso mexicano y el yen japonés ocurren en dos pasos: intercambio peso-dólar e intercambio dólar-yen. Usando el dólar en México, en las transacciones de éste con Japón se eliminaría un paso.



Sin la existencia de una moneda doméstica, los bancos podrían mantener reservas más bajas, consecuentemente reduciendo su costo de hacer negocios. La existencia de una moneda doméstica implica para los bancos separar sus portafolios de aquélla y de dólares.

Un país oficialmente dolarizado se asegura una tasa de inflación cercana a la de Estados Unidos, con tasas de interés bajas y relativamente estables. La baja inflación aumenta la seguridad de la propiedad privada.

Al no haber moneda doméstica que necesita ser defendida, la dolarización oficial elimina crisis de balanza de pagos y la necesidad de controles de cambio (restricciones en la compra de moneda extranjera). Eliminando el poder del gobierno de crear inflación, la dolarización oficial estimula la disciplina presupuestaria. Eso no significa necesariamente que el presupuesto del gobierno va a estar balanceado cada año: Panamá ha tenido en ocasiones grandes déficits (Schuler, 1999).

La dolarización tiene mayores beneficios cuando el país que dolariza tiene una historia de pobre desempeño monetario que deteriora la credibilidad de su moneda. La falta de credibilidad obliga a los prestatarios en esa moneda a pagar altas tasas de interés y reduce el crecimiento económico. Un país donde la dolarización extraoficial ya está extendida, cobra relativamente poco señoreaje por emitir su moneda, ello hace menos costoso dolarizar.

La consideración política más importante que hace que un país sea un candidato posible para la dolarización oficial es que la gente no considere la moneda doméstica como un elemento indispensable de la identidad nacional (Schuler, 1999). Cuando existen manifestaciones de deseos de mantener una moneda doméstica como un elemento de identidad nacional, la emisión de moneda doméstica fraccionaria es una solución potencial. Debido a que las monedas fraccionarias son una parte subsidiaria de la oferta monetaria, la existencia de monedas fraccionarias emitidas domésticamente no ha puesto en peligro la credibilidad de la dolarización oficial en Panamá. La razón técnica principal por la que un país puede desear emitir su propia moneda fraccionaria bajo dolarización oficial es que debido a su volumen, embarcar monedas es mucho más costoso que embarcar una cantidad equivalente de billetes desde el país emisor. Acuñar monedas domésticamente evita los gastos de envío.

A juicio de Zarazaga (1995), dado que las Juntas Monetarias y la dolarización no son otra cosa que una regla para la creación de dinero, el debate sobre sus ventajas y desventajas es otra reedición de la discusión reglas versus discrecionalidad. El problema es que las reglas de políticas, aún cuando estén institucionalizadas son inherentemente inconsistentes en términos dinámicos: los gobiernos tienden a abandonarlas. Zarazaga (1995), considera que la visión de los defensores de las Juntas Monetarias (e implícitamente de la dolarización), son ingenuas en el sentido en que aún cuando provee de herramientas para hacer frente a crisis, dejan de lado el problema de inconsistencia temporal: la tendencia de quienes hacen la política económica a hallar buenas razones para repudiar planes que han prometido no abandonar y reglas de política que han jurado no romper. Los gobiernos, siguiendo al autor, siempre justifican tales inconsistencias sobre la misma excusa básica: la regla de política abandonada sólo era la mejor en las condiciones prevalecientes en el pasado, pero no bajo las presentes circunstancias. Las Juntas Monetarias son una forma de regla de política monetaria y la dolarización su extremo. No resuelve el problema de inconsistencia temporal porque no pueden proveer una forma rápida y de bajo costo de corregir problemas económicos en economías como las de México o Argentina, con prolongadas historias de inconsistencia temporal. La implementación de reglas en esos países es costosa porque la credibilidad de las políticas depende más de la conducta pasada en honrar compromisos que en los presentes arreglos institucionales. La disciplina económica reconoce la superioridad de reglas contingentes, en abstracto, a reglas estrictas y a discrecionalidad, pero en esos países deben ser limitados los recursos de reglas contingentes. Las Juntas Monetarias son

reglas no contingentes, pero no las únicas posibles (Zarazaga, 1995). El cuidado de la reputación de un país, según Zarazaga (1995) juega un papel más importante que sus instituciones en resolver la inconsistencia temporal y en proveer a los gobiernos de incentivos para adherir a reglas de política a pesar de las tentaciones a desviarse en el corto plazo. Por otra parte, es natural que la credibilidad de las políticas económicas será mucho mayor en países con larga tradición de respeto de las reglas de política antes que en países con tradiciones de repudiarlas. Las instituciones formales o leyes no pueden remover el escepticismo acerca de la disposición de los gobiernos a tener compromisos, en países donde han existido violaciones sistemáticas a los compromisos. No obstante lo anterior, debe recordarse que la opción por la dolarización parece un recurso de quienes carecen de reputación, y no tienen tiempo para construirla, quizás porque están en hiperinflación, o con una fuerte crisis financiera.

Eichengreen (2000) argumenta que la cuestión de la secuencia (timing) de la dolarización es importante. Implícito en el debate hay dos formas diferentes de visualizar la secuencia de la dolarización con otras reformas, que tienen muy diferentes implicaciones para el valor presente descontado de los costos y beneficios asociados. Una visión es que la dolarización debe ser la última etapa de un conjunto completo de reformas. El sistema bancario debe estar fortalecido de modo que la limitada capacidad de las autoridades de comportarse como prestamista de última instancia no exponga al país a inestabilidad financiera. El presupuesto debe ser primero ordenado y la deuda pública estructurada temporalmente de modo de hacer frente a futuras emisiones sin comprometer la capacidad del gobierno de fondearse. Deben haberse previsto líneas contingentes de crédito ante la posibilidad de una crisis. El mercado laboral debe haber sido reformado, al ya no contar con el instrumento devaluatorio. Y la economía debe haber alineado sus ciclos con los de Estados Unidos, tal vez vía un tratado de libre comercio. En ese momento, las circunstancias están maduras para dolarizar sin traumas (Un latinoamericano, con humor se preguntaría en este caso ¿y entonces para qué dolarizar?). Una visión alternativa es no esperar a las reformas, ya que el mero hecho de dolarizar producirá los cambios necesarios para que el sistema opere. La eliminación de la devaluación generará las reformas necesarias en el mercado laboral, al reconocer los actores la necesidad de flexibilidad salarial para enfrentar los shocks. La dolarización fortalecerá al sistema financiero al eliminar los descalces de moneda en el sistema bancario y permitir el crecimiento del crédito a largo plazo. Mejorará el balance fiscal vía la cuenta de intereses de la deuda pública, al bajar las tasas de endeudamiento. La dolarización permitiría alargar la estructura de plazos de la deuda pública al eliminar el riesgo de moneda que hace que los inversores se sesguen a bonos cortos. También permitiría conseguir líneas de crédito sobre base comercial para hacer frente a compromisos estatales de prestamista de última instancia. Asimismo, llevaría a la sincronización de los ciclos económicos al llevar las tasas de interés a los niveles de Estados Unidos y promover mayores intercambios con ese país.

En Europa hubo una controversia similar, referencia Eichengreen (2000), respecto de la unificación monetaria. Los alemanes argumentaban que las políticas económicas y los desempeños debían converger antes de la unificación monetaria (“Teoría de la Coronación”: se llega después de exhaustiva preparación). Los franceses respondían que fijando el tipo de cambio llevaría por sí sólo a la convergencia macroeconómica e institucional. En tal caso, la sugerencia era ir a la moneda única directamente (“Enfoque Nike”, por el slogan comercial “Just Do It”). El primer criterio prevaleció (Eichengreen, 2000). El contexto de la discusión no es el mismo en América Latina, donde se contempla la posibilidad de dolarizar (Ecuador lo hizo, Argentina lo anunció como posibilidad cierta a principios de 2000, en oportunidad de la devaluación brasileña y ante la eventualidad de otra corrida como la del Tequila, El Salvador lo ha hecho y otros países latinoamericanos lo contemplan), unilateralmente (“fusión por absorción”), aunque se intente el

acuerdo monetario con Estados Unidos, y otro algo diferente es el europeo, donde hubo una “fusión acordada”, y los países cuyas monedas se sujetaron al paradigma monetario del Bundesbank, tienen asientos en el directorio del Banco Central Europeo. No obstante, Eichengreen (2000) aprovecha la experiencia europea que arroja luz y de perspectiva al debate.

En el debate de dolarización, el criterio de la Coronación, es esencialmente un mecanismo para hacer irreversibles reformas económicas precedentes, de modo de evitar la vuelta atrás. El Enfoque Nike es la idea de que un país donde las reformas aún no han comenzado, logre con la adopción del dólar que la inflación caiga de un golpe y se adopten otras políticas en línea con la restricción de dinero escaso (Ecuador abrazó este criterio urgido por las circunstancias). Pero en la medida en que la dolarización no es un elemento automático para generar credibilidad monetaria, no garantiza la automática credibilidad de otras políticas. El enfoque Nike puede ser entonces riesgoso. Y esos riesgos crecen con la lentitud que otras políticas y prácticas se adapten al nuevo régimen monetario.

Eichengreen (2000) considera reformas en el mercado laboral, reformas fiscales, al sector financiero y mayor sincronización con los ciclos del país cuya moneda se adopta:

- 1) Respecto del mercado laboral, la ausencia de política monetaria discrecional en una economía dolarizada implica teóricamente un aumento en la variabilidad del desempleo. Aparece la necesidad de reformas estructurales como un elemento precaucional contra problemas excepcionales de desempleo.
- 2) En el terreno de las finanzas públicas, hay dos argumentos a favor de que la dolarización cause rápida consolidación del presupuesto. Primero, caen las tasas de interés, reduciendo los servicios de la deuda. Segundo, desaparece el impuesto inflacionario, obligando al gobierno a vivir con sus medios. Puede haber Efecto Tanzi positivo si la economía viene con inflación alta y esta cae abruptamente al dolarizarse.
- 3) El sector financiero, especialmente la banca, debe fortalecerse previo a la dolarización. Parte de la tarea es disminuir la necesidad de un prestamista de última instancia que desaparecerá como herramienta. Un contrargumento a esta secuencia, fortalecimiento financiero/dolarización, es que esta última remedia parte de los problemas de debilidad financiera, al calzar monedas. El riesgo-moneda desaparece por definición. La eliminación del riesgo moneda hace más fácil a las firmas financiar proyectos a largo plazo tanto endeudándose local como externamente.
- 4) La política monetaria es usada diferentemente en forma óptima en países donde el desempleo y los ciclos de negocios fluctúan en forma disímil. Las bajas en las tasas de interés necesarias para moderar aumentos en desempleo y simultáneos aumentos en las tasas de interés para enfriar la economía, ocurrirán en momentos diversos en países cuyas condiciones difieran. La dolarización debería esperar que ambos países, el que dolariza y Estados Unidos hayan sincronizado sus ciclos, para impedir que la política monetaria de este último perjudique la economía del país que adopta el dólar. Lo que es contracíclico en Estados Unidos debiera serlo en el país que dolariza.

Ninguna teoría o evidencia sugiere que removiendo toda la discrecionalidad monetaria lleve a acelerar el ritmo de reformas en el mercado laboral. Tampoco que lleve a una armonización inmediata de los ciclos en los países que compartirán la moneda. Asimismo, es claro que los problemas fiscales no desaparecen de golpe con la dolarización. El fortalecimiento del sistema financiero es lo único que parece más o menos automático. Pero el sector puede perder negocios de “cambista” en economías donde ya existe dolarización extraoficial o semi oficial, y eso empeorar la rentabilidad de la intermediación, compensando parte de las ganancias por mejorar el calce de monedas.

Hasta ahora, siempre se ha observado la condición de prestamista de última instancia como una característica deseable, que se pierde al establecer una Junta Monetaria o dolarizar. Pero podría no ser el caso Stein (1999). Dados los problemas de riesgo moral, muchos países estarán mejor sin “prestamista de última instancia”. Al garantizar implícitamente a los bancos contra iliquidez, estos tomarán más riesgos que de otro modo, haciendo al sistema bancario más vulnerable. Además, la mera potencialidad de que los Bancos Centrales puedan emitir dinero extra para salvatajes de bancos puede inducir a los ahorristas a ser menos cautelosos respecto de a quién se confían los ahorros y más probablemente a retirar sus depósitos rápidamente del sistema al mínimo atisbo de crisis (Stein, 1999). Hay sustitutos a un “prestamista de última instancia” al estilo de los Bancos Centrales: Argentina, por ejemplo, ha establecido una línea de REPOs bajo la cual tiene una opción de vender hasta US\$ 6700 millones en instrumentos denominados en dólares a un grupo de instituciones financieras internacionales en caso de requerir reservas para atender una corrida, en su esquema de Junta Monetaria. Otra posibilidad es que los Estados Unidos compartan con los países dolarizados parte del señoreaje que aumenta al extenderse al país dolarizado el uso de su moneda en forma legal, y que esa renta sea utilizada para financiar situaciones de crisis (Stein, 1999).

En teoría, una devaluación debería llevar a mano de obra más barata y mayores exportaciones. Sin embargo, el proceso de fijación de salarios depende, en parte, de la política monetaria. Los países emergentes tienden a tener contratos salariales más cortos y más probablemente indexados a la inflación, cuando gozan de discrecionalidad en la política monetaria. Con un historial de inflación elevada y variable, la indexación se torna más automática, generalizada y frecuente. Por ende, en esos países, la utilidad de políticas monetarias está acotada (Stein, 1999).

Dos argumentos se citan típicamente a favor de la adopción de Juntas Monetarias: resuelven los problemas de inconsistencia temporal y pueden detener corridas especulativas auto-alimentadas y otros resultados indeseables. La ganancia en credibilidad tiene un costo: comparado con otros regímenes de tipo de cambio fijo, las Juntas Monetarias fijan mayores restricciones sobre la política crediticia y sobre la capacidad de las autoridades de alterar el tipo de cambio. El costo de esta “opción de salida” depende de varios factores. Algunos autores han argumentado que las Juntas Monetarias son menos deseables para países grandes, dado que estos tienen capacidad de afectar las tasas de interés mundiales pudiendo ejecutar políticas monetarias independientes que se pierden con una Junta Monetaria. En general, pocos países tienen esa libertad, dada la creciente integración y caída de controles en los mercados financieros internacionales. El costo de renunciar a la opción de salida depende de la susceptibilidad de la economía a shocks agregados y de la ausencia e ineffectividad de instrumentos de política alternativos (Ghosh, Gulde y Wolf, 1998). La dolarización tiene una característica adicional: es virtualmente irreversible. Con pocas excepciones recientes, los países que introducen sus propias monedas lo han hecho en circunstancias excepcionales, especialmente cuando han ganado su independencia. Las principales excepciones han sido Eslovaquia al separarse de la República Checa, mientras que la introducción por Botswana de su propia moneda (pula) en reemplazo del rand sudafricano, primero circuló a la par con aquel, fijándose luego su valor a una canasta de monedas. La dolarización completa puede entenderse como una Junta Monetaria sin la opción de salida. Experiencias como las salidas del Patrón Oro y la devaluación del franco CFA, sugieren que una opción de salida puede en efecto tener un valor real en presencia de shocks extremos. La Gran Depresión es quizás el ejemplo más importante en el Siglo XX de un shock negativo extremo que justificó la salida de un esquema de tipos de cambio fijos. Argentina, por ejemplo, pasó a seguir una política monetaria activa para esterilizar las salidas de capitales desde 1931, tras abandonar la convertibilidad al oro dos años antes y esa política ha sido considerada como de atenuación del

impacto de la depresión (Berg y Borensztein, 2000). Los 14 países del franco CFA representan un ejemplo reciente (1993) de tipos de cambio fijos que eligieron devaluar ante shocks externos severos y pobres resultados de crecimiento. El régimen se parece a una Junta Monetaria, con una moneda plenamente convertible y un tipo de cambio fijo con el franco francés que duró desde 1948 hasta 1994. Durante la segunda mitad de la década de 1980s y en los primeros años 1990s, una prolongado empeoramiento de términos del intercambio y un aumento en los costos laborales, combinado con la apreciación del franco francés contra el dólar, llevó a apreciación del franco CFA y al estancamiento económico. En 1994 el franco CFA fue devaluado en un 50%. La actividad, las exportaciones y la inversión mejoraron, y hubo escaso traspaso de la devaluación a mayor inflación (Berg y Borensztein, 2000).

El Cuadro 2, resume los costos y beneficios de dolarizar, para economías no dolarizadas y para economías parcialmente dolarizadas.

#### **IV La evidencia**

Se ha publicado evidencia de que históricamente países con Juntas Monetarias han experimentado menor inflación comparados con países con tipos de cambio fijos clásicos o flexibles. El crecimiento del producto ha sido más elevado en países en desarrollo con Juntas Monetarias, respecto de otros con regímenes cambiarios alternativos. Las Juntas Monetarias has constituido una importante herramienta para ganar credibilidad y alcanzar la estabilización económica en numerosos países. El crecimiento del PBI per cápita fue el doble de rápido en países con Juntas Monetarias que bajo regímenes flotantes o tipos de cambio fijos clásicos. Este resultado debe ser interpretado con precaución, ya que la mayoría de las modernas Juntas Monetarias han sido implementadas luego de alguna crisis que ha reducido fuertemente el crecimiento, de modo que hay mucho de efecto rebote. Los déficits fiscales, por último, han sido significativamente menores bajo Juntas Monetarias que bajo regímenes alternativos. La autoselección puede estar sesgando los resultados, ya que los gobiernos que están más preparados para aceptar las estrictas restricciones de una Junta Monetaria, pueden ser más reformistas y disciplinados que los comparadores (Gulde, Kahkonen y Keller, 2000).

Ghosh, Gulde y Wolf (1998), comparan el desempeño macroeconómico de países con Juntas Monetarias con otros con diferentes mecanismos de tipo de cambio. Las Juntas Monetarias se asocian con mejor desempeño en materia de inflación, aún considerando la potencial endogeneidad de la elección de régimen y mejores registros de crecimiento económico. Ghosh, Gulfe y Wolf (1998), hallan que en promedio, la inflación bajo Juntas Monetarias fue cerca de 4% menor que bajo otros regímenes de tipo de cambio fijos. En parte, dicha menor inflación se logró teniendo menores tasas de crecimiento monetario, un efecto disciplina, y parte debido a un efecto confianza reflejado en mayor demanda de dinero para cada dada tasa de crecimiento económico. Este último efecto cuenta por 3,5 de los 4 puntos porcentuales de diferencia. La volatilidad de la inflación es también menor bajo arreglos tipo Junta Monetaria. Los países con Juntas Monetarias han crecido más rápido que el promedio de países con tipos de cambio fijos. También tienen déficits fiscales promedio de 2,8% del PBI, comparados con 4,2% de los países con tipo de cambio fijo clásicos y 4,4% bajo regímenes de flotación. El estudio se basó en una base de datos anuales sobre todos los miembros del FMI entre 1970 y 1996. De las 2386 observaciones, 1691 correspondían a tipos de cambio fijos y 115 de ellas a Juntas Monetarias. En este último caso, la muestra abarcó Antigua y Barbuda (1981-96), Argentina (1991-96), Dominica (1978-96), Djibouti (1978-96), Estonia (1992-96), Granada (1977-96), Hong Kong

(1983-96), Lituania (1994-96), Santa Lucía (1980-96) y San Vicente y las Grenadinas (1980-96), menos los años de cambio de régimen. Sólo se aceptaron como Juntas Monetarias, aquellos regímenes que tuvieran al menos 50% de cobertura de reservas requeridas.

La inflación promedió 5,6% anual en países con Juntas Monetarias, 48,3% en aquellos con tipos de cambio flexibles y 19% en otros esquemas de tipos de cambio fijos clásicos. Para el total de la muestra, el promedio de inflación fue del 27,4%. La dispersión de la inflación fue de 18,4% para toda la muestra, 2,6% para países con Juntas Monetarias, 38,2% para países con tipos de cambio flexibles y 10,1% para el resto de países con tipos de cambio fijos.

El promedio de crecimiento anual del PBI per cápita para toda la muestra fue de 1,5%, 1,6% en países con tipo de cambio flotante, 3,2% en países con Juntas Monetarias y 1,3% en el resto de países con tipo de cambio fijo.

En una regresión más abarcativa sobre las fuentes del crecimiento, incluyendo como variables explicativas el capital físico y humano, el nivel inicial de ingreso per cápita respecto del de Estados Unidos, la variabilidad de los términos del intercambio, el crecimiento poblacional e indicadores de cataclismos como sequías o guerras, continúa habiendo un diferencial positivo a favor de países con Juntas Monetarias, de 1,8% anual de crecimiento, aunque el efecto es escasamente significativo desde el punto de vista estadístico.

Eichengreen (2000) cita un estudio previo suyo con Rose (1997), donde se miran potenciales de incidencia en crisis bancarias entre 1975-92. No hallan que coeficientes positivos de variables dummies relacionadas a tipo de cambio fijo sean significativas, respecto de tipos de cambio flotantes. Mirando en cambio el régimen cambiario de acuerdo con la efectiva variabilidad de los tipos de cambio, para países cuyas paridades varíen en menos de 5% o 10% a lo largo de años previos, encuentran que un tipo de cambio más estable implica menos crisis bancarias.

## **Argentina**

Al comienzo del Siglo XX Argentina era uno de los 10 o 15 países más ricos del mundo y su PBI per cápita sólo era un 40% menor que el de Reino Unido, la potencia dominante, e igual a la de Canadá. En la actualidad, el PBI per cápita es la mitad del canadiense. La familiaridad con la inflación es antigua: entre 1889 y 1991 el nivel de precios se duplicó. Entre 1943 y 2000, el nivel de precios creció en un factor de 10 en Estados Unidos, y de  $10^{12}$  en Argentina (Velde y Veracierto, 2000).

Argentina tiene una Junta Monetaria no ortodoxa (o casi Junta Monetaria, al decir de Zarazaga, 1995, donde el Banco Central retiene funciones de tal. Como parte de la Junta Monetaria adoptada en 1991, el Banco Central puede mantener bonos del gobierno. Tales tenencias deben ser compradas a valor de mercado, no pueden exceder 33% del total de las reservas y no puede aumentar en más de 10% en cada año (Velde y Veracierto, 2000). Al 1 de abril de 1991, cuando se instauró, la base monetaria era de US\$ 3000 millones, cuyas reservas de respaldo se habían acumulado en el año anterior, después de la hiperinflación de marzo de 1990, cuando llegaron a un nivel crítico de pocos centenares de millones de dólares. Los resultados en materia de control de la inflación fueron muy buenos (de la hiperinflación en 1989-90, pasó a niveles controlados a un par de años de la fijación del tipo de cambio, y a la deflación actualmente), y el país mejoró su performance de crecimiento tres década y media en la que su renta per cápita había caído un 25%. Pero el crecimiento fue muy volátil: resultó seriamente afectado por la Crisis del tequila en 1995, y luego por las crisis en cadena de Asia, Rusia y Brasil. La devaluación de Brasil, principal socio comercial de Argentina, sumió a este país en una profunda recesión que lleva dos años. El caso argentino, tras el Efecto Tequila, ilustra que las Juntas Monetarias pueden tener escaso

poder para confrontar crisis financieras, cuando ocurren en estados modernos independientes, en vez de territorios coloniales en la experiencia histórica. En las colonias británicas, los bancos comerciales eran usualmente ramas de instituciones financieras internacionales, con recursos para soportar problemas de filiales coloniales. Sus matrices en Londres proveían servicios de “prestamistas de última instancia”. Según Zarazaga (1995), los bancos extranjeros en Argentina fueron los primeros en restringir el crédito en oportunidad del Tequila. Tras la caída de un banco de inversión fuertemente expuesto en bonos mexicanos a un mes de la devaluación mexicana, el sistema financiero argentino se vio inmerso en los primeros meses de 1995 a una corrida con masivos retiros de depósitos de la banca (20% del total), conversión de pesos a dólares y retiro de fondos hacia el exterior, mientras terminaban desapareciendo más de treinta bancos entre liquidados y fusionados. El PBI cayó severamente, y la tasa de desempleo creció un 50% entre octubre de 1994 y mayo de 1995, de 12,5 a 18,6%. La Junta Monetaria no protegió a Argentina del ataque especulativo contra su moneda. Se evitó la devaluación, pero el costo fue una severa crisis financiera y una intensa recesión en el sector real de la economía. Parte de la endeblez del sistema es la combinación del respaldo en divisas al dinero primario, con una banca que puede expandir el crédito, por persistir un sistema de encajes fraccionarios. Así una corrida terminal contra la banca, seguida de otra contra la moneda, puede dejar sin reservas de respaldo al dinero emitido. Si bien el dinero bancario son pasivos de los bancos y no de la Junta Monetaria, una política “liquidacionista”, al estilo década de los 1930s en Estados Unidos no es viable, y alguna forma de salvataje se impone. La lección fue aprovechada, y las líneas de crédito contingente se gestionaron ante la eventualidad de una futura crisis. También los niveles de encajes en Argentina son muy superiores a los niveles internacionales y los requisitos de capital resultan en un Basilea “plus”. Al decir de observadores locales, el sistema financiero fue “blindado” contra otro Tequila. Como nada es gratis, el costo de tantas defensas es un spread de tasas de interés muy elevado. El examen de la experiencia argentina indica que las instituciones legales no garantizan tampoco per se que se mantengan las políticas: Zarazaga (1995) ejemplifica esto con la concesión al Banco Central argentino de mayores poderes discrecionales por decreto, en medio de la crisis, tras su autonomía legal desde 1992. Otro caso histórico es el del Reichsbank, antecesor del Deutschebank alemán en la primera postguerra. Aquél fue declarado legalmente independiente el 26 de mayo de 1922, tres meses antes de iniciarse la hiperinflación alemana de 1922-23. La Junta Monetaria se fundó en Argentina en medio de una ola de reformas fiscales, monetarias, masiva privatización y un programa de integración económica con sus vecinos. Yendo a la evidencia, los observadores del caso argentino son escépticos respecto de que una regla monetaria dura garantice la reforma del mercado laboral. Allí los avances han sido tímidos, aún cuando el desempleo pasó de un 6% en 1991 a más de un 14% actual, tras un pico posterior al Efecto Tequila, superior al 18%. Las recientes reformas van a dirección a negociaciones salariales más descentralizadas, y descongelamiento de convenios colectivos de mediados de la década de los 1970s, que sobrevivieron por un criterio legal denominado “ultraactividad” (persistencia de los convenios por defecto, si una de las partes se niega a negociar condiciones que le hacen perder ventajas relativas). Los desempleados no están representados en los sindicatos ni en las negociaciones colectivas. Un mercado laboral más flexible se ve como una condición esencial previa a la dolarización, dado que hay escasa evidencia de que esta por sí misma genere rápido los cambios requeridos (Eichengreen, 2000).

## **Bulgaria**

La introducción de una Junta Monetaria el 1 de junio de 1997, marcó el fin de un período de caída económica y una cuasi-hiperinflación en Bulgaria. El uso de una Junta Monetaria fue complejo y controvertido por la existencia de serios problemas estructurales, incluyendo una crisis bancaria sistémica. Lo anterior se introdujo después de una serie de fallidos intentos de estabilización. El éxito de la estabilización búlgara debe atribuirse a una combinación de elementos, donde la Junta Monetaria fue un factor crucial, pero no determinante. A fines de 1996, Bulgaria estaba en medio de una crisis bancaria y entrando en un período de hiperinflación. El respaldo político al gobierno había caído en consecuencia. Sobre base anual, la inflación trepó de un 500% en enero de 1997 a 200% en marzo, a causa de la inyecciones de liquidez para apoyar al debilitado sistema bancario, continuar financiando el déficit estatal y la reducción de la confianza en la moneda doméstica (lev) que hizo caer la demanda de dinero. Para sostener el tipo de cambio, el gobierno debió desprenderse de reservas, que llegaron a un nivel crítico de dos meses de importaciones. La recaudación de impuestos llegó a un nivel anualizado del 14,7% del PBI en febrero de 1997, cayendo un 40% de los valores previos. Para financiar el déficit el gobierno recurrió a emitir títulos con maduraciones cada vez más cortas y mayores tasas de interés. El PBI real cayó más del 10% durante 1996. Los rumores acerca del estado del sector bancario llevaron a varios episodios de corridas bancarias, en particular por retiros para adquirir divisas como cobertura. En mayo de 1996 hubo clausuras de los bancos más débiles y en septiembre otra ronda de cierres. Un tercio del sector bancario búlgaro cerró en total (Gulde, 1999).

Para elegir la divisa de respaldo hubo debate, entre elegir el dólar o el marco alemán. Los defensores del dólar argumentaron que éste era de uso difundido para transacciones y como reserva de valor. Los partidarios del marco sugirieron que su uso era preferible dada la estructura de comercio del país, y la meta de integrarse a la Unión Europea. Finalmente se optó por el marco. El nivel de convertibilidad se fijó en leva 1000 por marco en junio de 1997, cuando el Parlamento aprobó la nueva ley sobre el Banco Central. Este fue reorganizado en tres departamentos: el de Emisión, el de Banca y el de Supervisión Bancaria. El primero mantuvo todos los pasivos monetarios, respaldados por reservas en divisas y oro, que deben cubrir por los menos el valor completo de los pasivos monetarios en todos los momentos del tiempo. Las reservas excedentes son propiedad del departamento de Banca, están depositadas en el de Emisión, y pueden usarse como garantía de préstamos a bancos comerciales en caso de una aguda crisis de liquidez. El Banco Central no puede extender crédito al Estado ni a ninguna agencia estatal. La Junta Monetaria fue parte de un programa de estabilización. Se creó una cuenta fiscal única, donde se pueden seguir los movimientos del presupuesto en cualquier momento del tiempo. Se introdujo regulación prudencial a la banca, incluyendo control prudencial de la liquidez. Las reservas de divisas se reestructuraron para respaldar la moneda local, y se reorientó el grueso de aquellas a activos denominados en marcos. Para separar los distintos departamentos del Banco Central, se hizo un balance de cierre del anterior y balances de apertura de las nuevas divisiones. Bajo la Junta Monetaria la inflación se redujo al 13% a mediados de 1998 y al 1% a fines de ese año. Las reservas crecieron de 800 a 3000 millones de dólares (más de medio año de importaciones). La tasa de interés básica del Banco Central desde el 200% en el pico de la crisis, cayó a 5,3% en octubre de 1998. El proceso de estabilización no se vio significativamente afectado por la crisis rusa de mediados de 1998, pese a los nexos económicos búlgaros con ese país (Gulde, 1999).

## **Dolarización**



En Stein et al (1999) se desarrollan criterios de evaluación de beneficios y costos de una unión monetaria con Estados Unidos, para América Central, Belice y República Dominicana, teniendo la referencia de Panamá. Hasta fines de los años 1970s, todos los países considerados tenían tipos de cambio fijos contra el dólar, y Panamá estaba dolarizado desde 1904. La mayoría, no había tenido una devaluación en su historia. Belice continuó con el tipo de cambio fijo, pasando la vinculación desde la libra (adoptada a fines de los años 1940s), nuevamente al dólar, pero el resto de los países tuvo otros regímenes cambiarios en las dos décadas siguientes, comenzando por Nicaragua en 1978. Costa Rica abandonó el cambio fijo en 1981 y pasó a crawling peg pasivo un año después, régimen que mantiene. Guatemala abandonó el tipo de cambio fijo en 1984, y desde 1990 tiene un sistema flotante. La República Dominicana, tuvo la primera devaluación de su historia en 1985, y desde 1991 tiene flotación sucia. En El Salvador se produjo una devaluación del 100% en 1986, y en 1990 se volvió a devaluar y a introducir flotación sucia. El 1 de enero de 2001 dolarizó. Honduras devaluó en 1990 y desde 1996 tiene flotación sucia, con el centro de la banda que se modifica por inflación. Belice pasó en 1977 a fijar su moneda al dólar, cuando previamente lo hacía con la libra, y Panamá desde 1904 tiene un tratado de asociación monetaria con Estados Unidos (Stein et al, 1999).

El FMI ha clasificado a las economías altamente dolarizadas como aquellas con pasivos financieros en dólares mayores al 30% del total. El Cuadro 3, presenta el grado de dolarización en los países de América Central, más Panamá, más Belice, más República Dominicana. Los resultados empíricos que compilan Stein et al (1999) no son concluyentes, aunque sugieren que la volatilidad cambiaria reduce los flujos de comercio. Los costos de transacción, por otra parte, no se eliminan reduciendo la volatilidad cambiaria, como lo prueba la evidencia de los países desarrollados: sólo se eliminan bajo unificación monetaria. Para la UE se estimaron en 1990 entre un cuarto y medio punto del producto. Panamá ha tenido una inflación promedio y una variabilidad de la tasa de inflación muy semejantes a la de los Estados Unidos entre 1960 y 1998. Con Belice ha ocurrido algo semejante. Entre 1960 y 1980, los países centroamericanos que tenían sus tipos de cambio fijos respecto del dólar tuvieron un promedio de inflación prácticamente igual al de Estados Unidos, aunque el doble de dispersión. En los países europeos que adoptaron el Euro, las tasas de inflación y los diferenciales en las tasas nominales de interés convergieron gradualmente hacia los niveles alemanes desde los acuerdos de Maastricht y hasta la adopción del Euro en enero de 1999. Los países centroamericanos con regímenes cambiarios más flexibles han experimentado en general, una mayor volatilidad del tipo real de cambio y la tasa real de interés.

Relacionado con el crédito a largo plazo, debido a la dolarización en Panamá, las condiciones de acceso al crédito son casi similares a las de los Estados Unidos. Panamá tiene el más bajo spread entre tasas activas y pasivas de la región centroamericana, Guatemala, que es el país de la región menos dolarizado, tiene el spread mayor. El desarrollo financiero de la región centroamericana, medido como M2/PBI entre 1975-80, era del 34% en Belice y del 30% en Panamá, contra un promedio del 23% del resto de los países de la región. Entre 1992-98, en Panamá llegaba al 59,8%, 44,3% en Belice, y 28,6% en el resto de los países. Haussman et al (1999) encuentran que sobre 26 países latinoamericanos miembros del BID, entre 1960-94, aquellos con regímenes cambiarios más flexibles tienen sistemas financieros menos desarrollados que países con regímenes flexibles. Frankel (1999) comparó movimientos de las tasas de interés nominales de Argentina, Hong Kong, Panamá, Brasil y México, hallando que son mayores en los dos últimos casos. Haussman et al (1999), comparando más países, halla resultados cualitativamente similares, aunque estadísticamente no significativos. En el caso de Panamá, se ha observado que la tasa de interés doméstica no varía en respuesta a cambios en el costo de financiamiento

externo. Las diferencias entre Argentina y Panamá dan cuenta de la brecha de credibilidad entre los regímenes de Junta Monetaria y Dolarización.

En el caso de América Central, los países que tienen regímenes cambiarios más flexibles no han conseguido aislar las economías de los shocks externos mejor que los regímenes fijos. La independencia monetaria no ha sido utilizada como herramienta anticíclica o no ha sido efectiva. Los países con tipo de cambio fijo no han estado en peores condiciones para absorber shocks externos y no han sufrido una mayor volatilidad en su crecimiento.

El grado de asimetría de ciclos con Estados Unidos en América Central es mayor en Belice y Panamá que en el resto de los países, y en general, para el conjunto no distan demasiado de los observados entre los países europeos y Alemania.

En general, las regulaciones laborales en América Central son muy rígidas, con excepción de Belice, Nicaragua y en menor medida Guatemala. El grado de indexación regional es elevado.

Se presentó antes una reseña sobre la experiencia de la Junta Monetaria en Argentina. Al producirse la devaluación en Brasil a principios de 1999, las miradas del mercado se dirigieron a Argentina: era el próximo país en caer. El presidente de ese país dobló la apuesta y conjuró las expectativas, anunciando que antes de devaluar, dolarizaría. Y declaró que estaba buscando un acuerdo monetario con Estados Unidos para dolarizarse oficialmente. Argentina puede hacerlo aun sin un acuerdo formal, pero su gobierno preveía beneficios económicos y políticos como resultados de un convenio. La acción de Argentina ha provocado la discusión sobre dolarización oficial en otros países latinoamericanos. Poco tiempo después, Ecuador lanzaba su propia dolarización oficial, sin haber acordado previamente con Estados Unidos.

El país independiente más grande que actualmente está dolarizado oficialmente es Panamá. A partir de 1971 (el último año del sistema de cambios fijos de Bretton Woods) al presente, sólo Panamá de entre los países en desarrollo miembros del FMI ha tenido la combinación de ningún año de inflación mayor al 20%, ninguna pérdida de valor contra el dólar mayor al 25%, y ninguna restricción sobre compras de moneda extranjera (Schuler, 1999). Panamá ha tenido un crecimiento económico respetable, aunque no espectacular, una tasa promedio de inflación aún más baja que la de los Estados Unidos, y no ha tenido grandes fracasos bancarios. Además de Puerto Rico, Panamá es el único país latinoamericano donde los prestamistas privados están dispuestos a hacer préstamos hipotecarios a tasa fija a 30 años. La dolarización oficial funciona bastante similar a un sistema monetario entre regiones de un mismo país: Panamá tiene la misma relación con Nueva York que tienen Pennsylvania y Puerto Rico (Schuler, 1999).

Para el gobierno de los Estados Unidos, el señoreaje neto de emitir dólares, medido de acuerdo al flujo de pagos que el Sistema de Reserva Federal hace al Tesoro, es aproximadamente US\$ 25 mil millones al año, menos del 1,5% del total de los ingresos del gobierno federal y apenas un 0,3% del PBI de los Estados Unidos. A los extranjeros que poseen del 55 al 70% de los billetes en circulación, se deben unos US\$ 15 mil millones al año del señoreaje por la emisión de dólares. Si Argentina reemplazara el peso con el dólar, el gobierno de los Estados Unidos recibiría el señoreaje que el gobierno argentino recibe actualmente, unos US\$ 759 millones este año o alrededor de 1,2% del presupuesto del gobierno federal argentino. El Cuadro 4, muestra estimaciones del flujo de costos bruto de la dolarización oficial para países seleccionados.

Argentina pretendía tres objetivos a principios de 1999:

- 1) Compartir el señoreaje producto del uso del dólar en Argentina.
- 2) Acceso de los bancos argentinos a la ventana de descuento del Sistema de Reserva Federal.
- 3) Cooperación en la supervisión de los bancos.

Los funcionarios del Tesoro de los Estados Unidos y del Sistema de Reserva Federal indicaron que los Estados Unidos no otorgaría acceso a la ventana de descuento, ni supervisaría los bancos de los países dolarizados, pero si estaban abiertos a la posibilidad de compartir señoreaje.

Berg y Borensztein (2000) analizan los costos y beneficios de la dolarización total comparada a su alternativa más cercana, la Junta Monetaria, cuantificando el caso de Argentina cuando ello es posible. Las ventajas potenciales incluyen menores costos de endeudamiento y una más profunda integración en los mercados mundiales. La dolarización promete una forma de evitar crisis monetarias y de balanza de pagos. Sin una moneda doméstica, no existe posibilidad de una depreciación abrupta y pueden evitarse súbitos movimientos de capitales motivados por temores a la devaluación. Pero para concluir ventajas relativas para países en desarrollo hay problemas:

- 1) Hay una virtual ausencia de experiencias históricas, salvo Panamá.
- 2) La dificultad de revertir la dolarización sugiere que el análisis debe ser de un plazo más largo que los usados en las habituales evaluaciones de políticas monetarias y cambiarias.

Las Juntas Monetarias y la dolarización son bastante similares, pero exhiben diferencias. La dolarización implica la pérdida de señoreaje, pero más allá de eso, su principal rasgo distintivo es su permanencia en el tiempo. En el caso de Argentina, el costo de dolarizar, en términos de stock, puede ser el retiro de unos US\$ 15 mil millones de moneda doméstica. Si se considera el flujo de nuevo señoreaje que viene del aumento en la demanda de base monetaria en el tiempo, el incremento anual ha sido de US\$ 1000 millones entre 1993-98 (o 0,35% del PBI), cifra mucho menor que la que percibía en el pasado (promedio de 20 años, 2,2% del PBI, porcentaje que disminuyó por la persistente inflación y los episodios de hiperinflación de 1989-90. Aún en ausencia de shocks como el del Tequila, que afectó la tasa de crecimiento de la demanda de base monetaria, ésta es probable decline en la medida que el progreso tecnológico permita un aumento en el uso de medios de pago alternativos. Para los países del G7, el incremento anual promedio en el circulante fue equivalente al 0,3% del PBI en los últimos 10 años. Suponiendo que el aumento anual en el circulante en Argentina (definición relevante, ya que el otro componente de la base, los encajes de los bancos en el Banco Central, fueron dolarizados en 1995), fuera del 0,3% del PBI anual en los próximos años, la pérdida de señoreaje teniendo en cuenta el aumento en la demanda anual de circulante sería de US\$ 1000 millones adicionales por año. Como una parte de la reforma monetaria de 1991, Argentina abolió la indexación.

Velde y Veracierto (2000), procuran arrojar luz sobre los costos y beneficios de dolarizar en Argentina. La economía ya está bastante dolarizada: más de un 60% de los depósitos del sector privado no financiero se encuentran actualmente denominados en dólares. Los requerimientos de reservas de los bancos están denominados en dólares (aún los de depósitos en moneda local). Las transacciones de alguna monta se realizan en dólares. El paso a la dolarización podría ser unilateral o por un acuerdo con Estados Unidos. En el primer caso, la transferencia a este país en términos de señoreaje llegaría a los 700 millones de dólares anuales sobre una base monetaria de US\$ 14,9 miles de millones (0,2% del PBI o 1,2% de los ingresos del gobierno, en 1998). Si se calcula los flujos futuros de señoreaje por la adopción del dólar, descontados a una tasa nominal de 6% anual, con una tasa de crecimiento de la economía del 3% anual, arroja un valor presente de seis veces la base monetaria actual (US\$ 89 mil millones) (Velde y Veracierto, 2000).

No queda claro que la dolarización resuelva el riesgo de default. En Estados Unidos, por ejemplo, donde ningún estado ha repudiado nunca su deuda en un siglo, hay diferencias de calificación entre estados, desde AAA para Minnesota hasta A para Nueva York. Cuando las crisis de deuda se deben a razones fundamentales, no pueden prevenirse con dolarización. Pero puede jugar un papel importante en prevenir crisis de deuda específicamente motorizadas por expectativas. Como la dolarización quita la posibilidad de recaudar señoreaje, puede ser un factor en la

reducción del riesgo país (hay opiniones en contrario, motivadas en la observación de las experiencias comparadas de Argentina y Brasil: según aquéllas, por la hipótesis anterior, Brasil debería ser visto con más fragilidad por los tenedores de bonos, sin embargo, desde el punto de vista de repagar sus obligaciones cuenta con un instrumento fiscal adicional, cual es la posibilidad de expropiar a los tenedores domésticos de moneda local para pagar sus deudas).

La ausencia de un prestamista de última instancia fue suplida en ocasión de la Crisis del Tequila con una batería de medidas para proveer de liquidez a la banca que sufrió una corrida masiva sobre sus depósitos, tanto denominados en pesos como en dólares, y un cambio masivo de moneda local a dólares. Las reservas exigidas a los bancos se redujeron en primera instancia, y a la vez dejaron de ser exigidas en términos líquidos. Se dolarizaron y se mantienen en instrumentos rentables y líquidos para liberarlos rápidamente si había que recurrir a ellas. Los encajes (conocidos ahora como “requisitos mínimos de liquidez” llegan a un 20% de los depósitos, contra 1,3% en Estados Unidos). Las operaciones de pases (repos) con el Banco Central contra garantía de instrumentos de deuda, mantienen una parte no despreciable de la capacidad prestable de los bancos colocada precaucionalmente en el Banco Central, pero son posiciones fácilmente reversibles ante la posibilidad de una crisis. Se ha creado, después de la Crisis del Tequila, un seguro oneroso de depósitos, que cubre cada uno por hasta US\$ 30 mil. Alcanza a un 5% del total de depósitos, cuando en Estados Unidos, el seguro (FDIC) cubre sólo la cuarta parte de ese porcentaje. En diciembre de 1996, Argentina entró en un acuerdo con un consorcio de bancos privados extranjeros, obteniendo un acuerdo de Repos de cobertura a tasa LIBO más 200 bp por unos 7,5 miles de millones de dólares (un 9% de los depósitos totales). Lo anterior muestra que la función de prestamista de última instancia está en definitiva relacionado con la capacidad de recaudar tributos. La cobertura total que dispone Argentina es de 2,4 veces la base monetaria. Sólo los acuerdos Repo proveen la posibilidad de aumentar en un 50% la cobertura de la base monetaria.

Respecto de la autonomía de la política monetaria que se perdería en caso de dolarización, el país ya es muy abierto a los flujos de capitales y por ende tiene muy baja discreción en aislar las tasas de interés domesticas. Los efectos de las mudanzas recientes de las tasas de interés norteamericanas de un cuarto o medio punto, tienen poca importancia relativa a los cambios en el riesgo país recientes. En efecto, tras iniciar el año 1999 con un riesgo país aproximado de 600 bp, hacia el tercer trimestre una desafortunada declaración de un influyente político candidato presidencial, referido al servicio de la deuda, detonó aumentos del riesgo país a 1000 bp. Las crisis de otros emergentes han impactado mucho más que Greenspan en la economía local.

Si se concibiera la pérdida de señoreaje (0,2% del PBI anuales) como una prima de seguro contra crisis del tipo Tequila, ¿bajo qué circunstancias sería ese monto una prima actuarialmente justa? Si la probabilidad anual de un Tequila es de un 20% (consistente con la experiencia argentina en la década de los 1990s), y dado el costo que significó, una pérdida permanente de 1% de producto haría la prima de seguro actuarialmente justa.

Chang (2000) se pregunta si los costos sobrepasan a los beneficios de la dolarización, y se responde que la respuesta es poco clara. Aborda su medición y los problemas de ésta.

La significación del señoreaje recaudado por Argentina y México entre 1993-97, y para Brasil entre 1995-97, han sido calculados por Chang (2000). Encuentra que el señoreaje recaudado por año en Argentina ha sido del 1% del PBI (1200 millones de dólares por año), 1,3% del PBI en Brasil (10000 millones de dólares por año) y 0,9% del PBI en México (3800 millones por año). La creación de dinero es sólo muy pequeña parte de los ingresos gubernamentales en Argentina (1,7% del presupuesto), contra 9% en Brasil y 4,7% en México. El costo de reemplazar la moneda local circulante por dólares, en promedio para los años considerados, es de 13,6 miles de

millones de dólares en Argentina (4% del PBI), 15,8 miles de millones en Brasil (2% del PBI) y 13,9 miles de millones en México (3,3% del PBI).

Moverse de una Junta Monetaria a dolarización no cambia la capacidad de actuar como prestamista de última instancia, ya que en el primer caso, no se tiene esa prerrogativa. Utilizar una cobertura al estilo Repo, como la que tiene Argentina, es una alternativa onerosa, pero su costo puede ser explícitamente conocido. Si cubriera todo M2, menos las reservas disponibles para el Banco Central, costaría, en cálculos de Chang (2000) para ese país, 150 millones de dólares anuales, cifra que es ligeramente superior al 0,05% del PBI de ese país.

A raíz de la devaluación del Brasil en enero de 1999, el sucre ecuatoriano soportó un aumento en la presión especulativa. Se lo devaluó el 2 de marzo; el mismo día cerraron ocho bancos que estaban en problemas. El 11 de Marzo, el gobierno congeló los depósitos en la totalidad del sistema bancario. El descontento sobre la crisis financiera y el estado de la economía en general, indujo a algunos observadores a proponer la dolarización oficial (Schuler, 1999). El desempeño del Banco Central del Ecuador ha sido pobre. El Banco Central del Ecuador tuvo un mal historial. Cuando el Banco Central del Ecuador se estableció en 1927 la tasa de cambio del sucre era 5 por cada dólar de EE.UU. A principios de 1999 era 6825 por dólar; a principios del año 2000 excedía 21000 por dólar; y para el final de la primera semana del 2000 estaba entre 24000 a 25000 por dólar. Ningún Banco Central en América Latina demuestra un buen desempeño en el largo plazo, según el Instituto Ecuatoriano de Economía Política. Ecuador se independizó, experimentó crecimiento económico, y desarrolló un sistema financiero previo a que se estableciera el Banco Central del Ecuador. Antes de que el sucre se creara en 1884, el Ecuador no utilizaba dinero emitido por un Banco Central o gobierno, a excepción de monedas de 1 y 2 centavos. Al principio, el sucre era equivalente a los pesos y dólares descendientes del real español, un tipo de moneda común para todo el continente americano. Ecuador ya está dolarizado extraoficialmente en gran escala. Debido a la depreciación del sucre, más del 80 por ciento de los activos financieros se hallaban en dólares. Por lo tanto el dólar es la principal reserva de valor. También era la principal unidad de cuenta para rubros costosos como casas y automóviles, así como para los precios de electricidad, agua, y combustibles, denominados en sures pero indexados al dólar. Sólo el anuncio de la dolarización fue suficiente para estabilizar la tasa de cambio y reducir la tasa de interés interbancaria del 200 por ciento al 20 por ciento, cuando ninguna otra medida había funcionado (Instituto Ecuatoriano de Economía Política, 2000). A un año de funcionamiento, los resultados son prematuros: la inflación fue del 91%, y la economía se mantuvo estancada y con altos niveles de desempleo. Se estima que la pobreza alcanza al 70% de la población local. No se ha avanzado en reformas estructurales y no parece existir consenso político al respecto en la actual composición legislativa, lo que probablemente lleve a disolución del Parlamento y elecciones anticipadas, para destrabar el debate.

Durante 1994-5 el gobierno de El Salvador anunció primero que trataría de establecer una Junta Monetaria y luego procedería directamente a la dolarización oficial. Retiró el plan frente a la oposición doméstica al eliminar un símbolo de identidad nacional y declaraciones de parte de instituciones financieras internacionales afirmando que la economía y la situación fiscal de El Salvador no era lo suficientemente saludable para la dolarización. El 1 de enero de 2000, el país comenzó oficialmente su etapa de dolarización. Una cuestión muy específica del país, es la cantidad de emigrados a Estados Unidos que envían remesas a la economía local.

En Costa Rica, el presidente del Banco Central ha expresado interés en dolarización oficial, y un diputado del Congreso de Costa Rica ha presentado una ley para eliminar el Banco Central. El ministro de finanzas de Guatemala también ha indicado que su país está considerando adoptar dolarización a principios de la nueva centuria (Hernández 1999).

A partir de su crisis monetaria de 1994-5, prominentes personalidades mexicanas y extranjeras han debatido la posibilidad de que México establezca una Junta Monetaria o dolarice. En 1999 un buen número de empresarios y asociaciones gremiales muy conocidas han expresado su apoyo a la dolarización.

En varios otros países, incluyendo Brasil, Canadá, Hong Kong, Indonesia, Jamaica, Perú, Rusia y Venezuela, economistas y otros observadores han discutido la dolarización oficial usando el dólar de los Estados Unidos, aunque los funcionarios del gobierno han rechazado la idea por ahora. Al momento, el interés en la dolarización oficial en estos países no es tan extendido como en los países latino americanos mencionados anteriormente.

## V-Conclusiones

El objetivo de este trabajo fue presentar en forma sistemática elementos para el debate en torno a la persistencia de la opción por bancos centrales, su reemplazo por Juntas Monetarias o directamente la opción de dolarizar. Las lecciones que da la perspectiva histórica son:

- 1) La teoría cuantitativa se verifica en términos empíricos con multitud de ejemplos.
- 2) Los emisores que abusaron de la “degradación” de sus monedas sufrieron pérdidas de señoreaje, desde las casas de acuñación que exageraron sus recursos a disminuir la ley de las monedas, hasta Estados Unidos ante el colapso de Bretton Woods por políticas fiscales expansivas que erosionaron el valor de su moneda.
- 3) El uso de monedas vehículo, internacionales, es una vieja práctica: las potencias militares y comerciales que supieron mantener monedas sanas, pudieron hacer que estas se usaran en el comercio internacional.
- 4) La sustitución de monedas, la hiperinflación, y las estabilizaciones con recurso a paridades de cambio fijas son más antiguas que lo que pudiera pensarse.
- 5) Las áreas monetarias, entre países afines, tampoco son novedades.
- 6) La innovación financiera, como forma de reducir los costos de transacciones y facilitar el intercambio, ha sido una constante en la historia, desde la sustitución del trueque por la moneda metálica, al uso de instrumentos fiduciarios; desde las compensaciones en un mercado de capitales para evitar movimientos físicos de metales preciosos, hasta las modernas formas de dinero electrónico.

Respecto del examen descriptivo de las Juntas Monetarias, se concluye:

- 1) Existieron en multitud de países, desde mediados del Siglo XIX, alcanzando su cenit en la década de 1950s.
- 2) La mayor parte de los países que las adoptaron fueron colonias británicas, y el esquema funcionaba como el de Bretton Woods, en el sentido de que la libra esterlina estuvo fijada al oro, y las monedas vinculadas a la libra, relacionadas a ella con tipos de cambio fijo.
- 3) Las Juntas Monetarias aunaron emisión de moneda local en muchos territorios aún no independientes, respaldo de reservas denominadas en libras (y en algunos casos en oro, como en Argentina), limitadas funciones de “banca central” (prestamista de última instancia y el día a día de la política monetaria), un mercado de capitales internacional en Londres que limitó el uso de oro en las transacciones internacionales, al generar movimientos de capitales compensatorios, señoreaje compartido, ya que los activos de respaldo devengaban en general intereses (salvo en casos en que el activo de reserva era oro), relativa estabilidad de precios, un solo caso de devaluación, y un caso de repudio de la moneda emitida (en Rusia del Norte) al perder los rusos blancos la guerra civil.

- 4) La independencia de territorios coloniales determinó que las Juntas Monetarias fueran reemplazadas por Bancos Centrales. En años recientes, comenzaron a utilizarse nuevamente, especialmente en países con tradición de inestabilidad (caso Argentina) o de otros casos particulares donde las expectativas eran inciertas respecto del mantenimiento del sistema capitalista (Hong Kong).

La cuestión cambiaria puede dividirse en la elección del régimen y escoger la vinculación. Esto último lleva a la discusión tradicional de áreas monetarias óptimas, donde interesan como criterios el grado de apertura e integración comercial con el país que se vincula, el nivel de movilidad de factores y la sincronización de los ciclos económicos. A esto se adiciona la cuestión de credibilidad y el grado ya existente de sustitución de moneda, incluida la cuestión de las deudas en divisas en la economía.

Con tipos de cambio fijos disminuye el riesgo de cambio respecto a la moneda vinculada, bajan costos de transacción, se tiene un ancla nominal para la política monetaria, pero se pierde discrecionalidad en gestión de crisis y autonomía en el día a día de la política monetaria. Además, las ganancias en credibilidad no son automáticas.

Las Juntas Monetarias cumplen fuertemente las ventajas de los tipos de cambio fijos, pero las desventajas son más pronunciadas, ya que la posibilidad de salida es más reducida que en el caso de un tipo de cambio fijo clásico, que puede ser devaluado.

La dolarización tiene los mismos pros y contras de tipos de cambio fijos y Juntas Monetarias, pero magnificados. A diferencia de los dos casos anteriores se pierde señoreaje, y un “activo intangible”, que puede ser muy valorado en determinados países, cuál es la satisfacción del sentimiento nacional de tener una moneda propia. La dolarización puede ser extra oficial (de hecho, sustitución de monedas), semi oficial (incluyendo autorización para realizar depósitos en moneda extranjera y oficial (de derecho). Un punto interesante en el debate es la secuencia de la dolarización: primero reformas, luego dolarización, o lo contrario. El Enfoque de la Coronación considera la necesidad previa de reformas en los mercados laborales, en la política fiscal, en el sector financiero y en la sincronización de los ciclos. El Enfoque Nike, arguye que la dolarización trae credibilidad y fuerza reformas. La experiencia de unificación monetaria europea, obedece al primer criterio, en tanto las experiencias más recientes en Latinoamérica y Economías en Transición de Juntas Monetaria y dolarización, han invertido el timing (Argentina, Estonia, Lituania, Bulgaria, Ecuador y El Salvador). Lo anterior se relaciona con la esperanza de ganar credibilidad en ambientes donde la confianza se ha deteriorado, y no se puede esperar a acumular reputación. Muchos de los beneficios percibidos en la discusión teórica, son vistos en estos países como un lastre: la experiencia de discrecionalidad ha sido generalmente mala, y atarse a reglas parece ser el camino para la disciplina monetaria y fiscal, y el impulso para realizar las reformas. Además, la persistencia de elevadas inflaciones previas y la reiteración de la inestabilidad, ha mellado gran parte de los beneficios objetivos de la discrecionalidad: por ejemplo, puede estar en pie un generalizado esquema indexatorio.

La dolarización tiene una característica adicional a las Juntas Monetarias: es virtualmente irreversible. Con pocas excepciones recientes, los países que introducen sus propias monedas lo han hecho en circunstancias excepcionales, especialmente cuando han ganado su independencia.

¿Cuál es la evidencia empírica? La inflación promedió 5,6% anual en países con Juntas Monetarias, 48,3% en aquellos con tipos de cambio flexibles y 19% en otros esquemas de tipos de cambio fijos clásicos. Para el total de la muestra presentada, el promedio de inflación fue del 27,4%. La dispersión de la inflación fue de 18,4% para toda la muestra, 2,6% para países con Juntas Monetarias, 38,2% para países con tipos de cambio flexibles y 10,1% para el resto de países con tipos de cambio fijos. El promedio de crecimiento anual del PBI per cápita para toda la

muestra reseñada fue de 1,5%, 1,6% en países con tipo de cambio flotante, 3,2% en países con Juntas Monetarias y 1,3% en el resto de países con tipo de cambio fijo. ¿Es concluyente la evidencia empírica? Muy posiblemente sea insuficiente y altamente específica, de todos modos, es lo que está disponible. Fue examinada evidencia para los países de América Central, donde se veía que las circunstancias que mejoran las probabilidades de éxito en cada caso son diferentes.

Los resultados a nivel de casos nacionales, arrojan matices particulares de interés. La experiencia argentina de Juntas Monetarias muestra la fortaleza del régimen para estabilizar y para inducir una recuperación en el crecimiento, también que las reformas no son automáticas, y la situación del mercado laboral con un desempleo sumamente elevado da cuenta que las dilaciones se pagan. Asimismo, la variabilidad del crecimiento y la susceptibilidad a crisis financieras han sido otras lecciones a extraer de tal caso nacional. El caso de Bulgaria es mucho más reciente: allí se ha visto el potencial estabilizador del instrumento, pero no ha transcurrido el tiempo suficiente para que se aprecien resultados concluyentes. Bulgaria tiene una ventaja respecto de Argentina y otros países latinoamericanos: puede llegar a integrar la Unión Europea y recibir importantes externalidades (el caso español en la década pasada es elocuente del efecto de oportunidades favorables, bien aprovechadas). Ecuador tiene un año de dolarización, y los resultados no son brillantes. La dilación en las reformas es su rémora más grave. El Salvador sólo lleva días.

¿Hay respuestas a las hipótesis formuladas? Sobre la principal, resulta claro que Juntas Monetarias y dolarización pueden ser, bajo determinadas circunstancias deseables desde el punto de vista de la estabilidad y el crecimiento respecto a un esquema tradicional de banca central. ¿Cuáles son esas circunstancias? Constituir una zona monetaria óptima con el país a vincularse, y ser consecuente en las reformas para construir reputación. Lo primero implica una dirección de los flujos del comercio, así como apertura hacia bienes y finanzas, sincronización de ciclos económicos, porque se va a importar la política monetaria de Estados Unidos, y un mercado laboral que pueda ser flexible para absorber los shocks a que estará sometida una economía con menos instrumentos. Pero las nuevas Juntas Monetarias y los nuevos países dolarizados parecen buscar algo más: tienen mala reputación y deben construir credibilidad, además no tienen demasiado tiempo para hacerlo. Deben efectuar reformas sobre las cuales los consensos locales no son acabados y entonces se generan presiones hacia la reformas con hechos consumados y circunstancias de difícil reversión. La hipótesis secundaria, relacionada con la anterior, es que no son ninguna panacea universal para los problemas de inestabilidad y débiles registros de crecimiento. Perder la política monetaria (y su relacionada, la cambiaria), es renunciar a un instrumento que en abstracto no es bueno ni malo. Ahora bien, que la experiencia denote que no ha habido buen uso del instrumento, puede llevar a atarse de manos y voluntariamente renunciar a él. La experiencia aquí es bien diversa, aún en un ámbito tan inestable como Latinoamérica. Por último, y relacionado con lo anterior, los problemas de inconsistencia temporal no se eliminan de cuajo atándose de manos, y las reformas que hacen a la congruencia de las soluciones tampoco son automáticas, porque se renuncie a un instrumento.



## Tablas

<b>Cuadro 1: Juntas Monetarias operando</b>				
País	Años en operación	Divisa de referencia	Reservas exigidas	Cobertura mínima
Argentina	9	Dólar	2/3 divisas y oro, 1/3 bonos del gobierno denominados en dólares	100% de M0
Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Grenadinas (East Caribbean Currency Authority ECCB)	35	Dólar	Divisas y oro	60% de M0
Brunei	33	Dólar de Singapur	Activos externos líquidos, títulos externos líquidos e intereses devengados	70% de las deudas del Banco Central
Bosnia	3	Marco	Con la excepción del 50% del capital del Banco Central, sólo activos en marcos	100% de los pasivos monetarios del Banco Central
Bulgaria	3	Marco	Activos externos y oro	M0 más algún exceso de cobertura deseado
Djibouti	51	Dólar	Activos externos	100% del circulante
Estonia	8	Marco	Activos externos y oro	100% de M0 (excluyendo certificados del Banco Central)
Hong Kong	17	Dólar	Activos externos	105% de billetes y monedas
Lituania	7	Dólar	Activos externos y oro	100% de M0 + pasivos líquidos del Banco Central

Fuente: Ghosh et al (1998)

**Cuadro 2: Costos y beneficios de la dolarización.**

	Reducción de costos de transacciones en el comercio	Régimen de cambiario creble ligado a una moneda confiable	Pérdida de independencia monetaria	Pasivos en dólares	en	Pérdida de señoreaje	Pérdida de prestamista de última instancia	Pérdida de “activo intangible” moneda local.
Economías dolarizadas	no Mayor comercio por baja de costos de transacción y menor variabilidad de tipos de cambio.	Menor volatilidad de la inflación. Menor variabilidad de precios relativos. Estímulo al crédito mediano y largo plazo. Menor fragilidad financiera de los balances de los deudores y del riesgo crediticio de la economía.	Pérdida de la capacidad de aislar las tasas de interés locales respecto de los internacionales. Pérdida de la herramienta monetaria anticíclica. Pérdida de la herramienta monetaria contra ajustes deflacionarios severos.	No existen por definición.	por	Total. Puede negociarse con Estados Unidos compartir parcialmente el señoreaje incrementado que gozará este país.	Total. Puede buscar alternativas “a la Argentina”, mecanismos de seguro de depósitos, acuerdos de préstamos contingentes en caso de crisis. El calce de monedas a que lleva la dolarización de activos y pasivos, disminuye en parte la demanda de un prestamista de última instancia.	Total. Puede compensarse en parte emitiendo moneda fraccionaria de escaso valor, y usando una denominación local para el dólar, como el balboa panameño.
Economías parcialmente dolarizadas	Idem	Reducción mayor en el riesgo crediticio.	Costos menores.	Problemas ante una devaluación por descalce de divisas. Puede quebrar todo un sector y empeorar la situación fiscal de un Estado endeudado en divisas. La dolarización total elimina ese problema. Ligado a lo anterior, está la posibilidad de transferencias de ingreso y propiedad que se evitan al dolarizar. El sistema financiero puede profundizarse y surgir o extenderse crédito a largo plazo.		Menor que cuando la economía no está dolarizada, ya que la población ha sustituido la moneda, quitándole al señoreaje local.	Menor que cuando la economía no está dolarizada. Puede buscar alternativas “a la Argentina”, mecanismos de seguro de depósitos, acuerdos de préstamos contingentes en caso de crisis. El calce de monedas a que lleva la dolarización de activos y pasivos, disminuye en parte la demanda de un prestamista de última instancia.	Posiblemente, el “intangible” esté muy depreciado en la consideración pública. Puede compensarse en parte emitiendo moneda fraccionaria de escaso valor, y usando una denominación local para el dólar, como el balboa panameño.

Fuente: Elaboración propia sobre Stein et al (1999), Schuler (1992 y 1999), Calvo (1999), Eichengreen (2000).

País	Depósitos bancarios	Deuda pública	Mercado Off-Shore
Belice	2,9%	66,2%	ND
Costa Rica	41,3%	45,1%	Importante
República Dominicana	14,5%	83,1%	No Importante
El Salvador	7,7%	57,2%	No Importante
Guatemala	0%	84,7%	Importante
Honduras	34,8%	91,9%	ND
Nicaragua	71,3%	ND	Importante
Panamá	100%	100%	ND

Fuente: Stein et al (1999).

País	Años	Estimaciones tramo bajo (% de PIB por año)	Estimaciones tramo alto (% de PIB por año)
Argentina	1991-6	0,2	0,5
Brasil	1994-6	0,1	1,3
Ecuador	1991-7	0,2	7,4
El Salvador	1991-6	0,2	2,3
México	1991-7	0,2	0,8

Fuentes: Schuler (1999), Bogetic (1999), citado por Schuler (1999), tramo alto. Ambas estimaciones utilizan información de Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

Notas: La estimación del tramo bajo es la moneda en circulación al final del año, como un porcentaje del PIB, multiplicada por la tasa de interés promedio anual de los documentos comerciales en los Estados Unidos.

La estimación de tramo alto es la tasa promedio anual de cambio de la base monetaria (calculada en base a la línea 14 de las Estadísticas Financieras Internacionales) multiplicada por la tasa de interés anual promedio (calculada de la línea 64).

Brasil se calculó sobre la base de 1994-6 debido a que su hiperinflación a principios de 1990 hace aparecer los costos erróneamente grandes.

Note que estas son estimaciones de flujo de costos brutos, esto es, asumen que el país emisor no compartirá señoreaje con los países en este cuadro, si ellos se dolarizan oficialmente. Si el país emisor comparte señoreaje, el flujo de costos neto es menor que el flujo de costos bruto.

## Bibliografía

- Barro, Robert y David Gordon (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Policy* N° 12.
- Berg, Andrew y Eduardo Borensztein (2000). The Pros and Cons of Full Dollarization. *International Monetary Fund Working Paper WP/00/50*. IMF: March.
- Calvo, Guillermo (1999). On Dollarization. <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>.
- Chang, Roberto (2000). Dollarization: A Scorecard. *Economic Review*, Third Quarter. Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Eichengreen, Barry (2000). When to Dollarize. University of California, Berkeley. Mimeo.
- Eichengreen, Barry y Natah Sussman (2000). The International Monetary System in the (Very) Long Run. *IMF Working Paper WP/00/43*. IMF: March.
- Fernández Arias, Eduardo y Ernesto Talvi (1999). Devaluation or Deflation? Adjustment Under Liability Dollarization. BID.
- Frankel, Jeffrey (1999). The International Financial Architecture. *Brooking Institution Policy Brief 51*. June. Web page.
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde y Holger Wolf (1998). Currency Boards: The Ultimate Fix?. *IMF Working Paper WP/98/8*. IMF: January.
- Gulde, Anne-Marie (1999). The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization. *IMF Policy Discussion Paper PDP/99/3*. IMF: April.
- Gulde, Anne-Marie, Juha Kahkonen y Peter Keller (2000). Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone. *IMF Policy Discussion Paper PDP/00/1*. IMF: January.
- Instituto Ecuatoriano de Economía Política (2000). Dolarización oficial en Ecuador. Guayaquil, 13 de enero (página web).
- Kocherlakota, Narayana y Thomas Krueger (1998). Why Do Different Countries Use Different Currencies? *WP/98/17 International Monetary Fund (Research Department)*.
- Kydland, Finn y Edward Prescott (1977). Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, vol 85, issue 3.
- Mundell, Robert (2000). Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform. Paper delivered at Universidad del CEMA, Buenos Aires (Argentina) on April 17, <http://www.cema.edu.ar>.

Schuler, Kurt (1992). Currency Boards. Dissertation, George Mason University, Fairfax Virginia.

Schuler, Kurt (1998). Currency Boards: Introduction. <http://users.erols.com/kurrency>.

Schuler, Kurt (2000). Basics of Dollarization. US Senate Joint Economic Committee Staff Report.

Stein, Ernesto (1999). Issues Regarding Dollarization. Staff Report. Subcommittee on Economic Policy, US Senate Banking, Housing, and Urban Affairs Committee.

Stein, Ernesto, Ernesto Talvi, Ugo Panizza y Gustavo Márquez (1999). Evaluando la dolarización: una aplicación a países de América Central y del Caribe. Preparado para el Seminario “Opciones Cambiarias para la Región”. BID. Panamá, 23 y 24 de julio.

Velde, François y Marcelo Veracierto (2000). Dollarization in Argentina. Economic Perspectives, First Quarter, volume XXIV, Issue 1. Federal Reserve Bank of Chicago.

Zarazaga, Carlos (1995). Argentina, México And Currency Boards: Another Case of Rules Versus Discretion. Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas, Fourth Quarter.