



## **Dolarizar, flotar, callar**

*Leopoldo Fergusson  
Juan Fernando Vargas*

Leopoldo Fergusson\*  
Juan Fernando Vargas\*\*

● **Resumen.** El debate entorno a la dolarización ha cobrado importancia en América Latina en los últimos años y Colombia no es la excepción. A los defensores y contradictores de la propuesta se suman aquellos que consideran irrelevante la discusión. Este artículo revisa los argumentos a favor y en contra de la dolarización así como la evidencia empírica internacional y su relevancia para el caso colombiano. Ni los argumentos teóricos ni los resultados empíricos son concluyentes pues cada beneficio impone un costo y la escasa información no permite discernir claramente el efecto neto.

**Palabras clave:** Dolarización, Regímenes de tasa de cambio, Colombia

● **Abstract.** The debate about Dollarization has gained relative importance in Latin America over the past years, and Colombia is not to be an exception. To those who are in favor and against, we add the ones that consider the discussion to be irrelevant. This article surveys the pros and cons to Dollarization, just as it reviews the international empirical evidence, and more over, its importance to the Colombian case. Neither the theoretical arguments, nor the empirical results are concluding, since each benefit has its cost, and the lack of information does not help to figure out the net effect.

Clasificación JEL: E52, F15, F33.

---

\* CEDE, Universidad de los Andes

\*\* Universidad de los Andes y Banco de la República

# Dolarizar, flotar, callar\*

*Leopoldo Fergusson  
Juan Fernando Vargas*

## Introducción

**L**a "dolarización", entendida de manera amplia como el abandono de la moneda local y la adopción de una moneda extranjera (no necesariamente el dólar), ha despertado entre economistas una discusión en la cual, entre otras cosas, no parecen sobrevivir las posiciones moderadas. En efecto, quienes no se perfilan como defensores férreos o detractores incorruptibles, desprecian por inútil la discusión <sup>1</sup>.

Uno de sus defensores, el recientemente desaparecido profesor Rudiger Dornbusch, acudió a las siguientes enfáticas palabras, pronunciadas hace más de un siglo por el

---

\* Una versión anterior de este trabajo fue preparada para el curso Economía Internacional del profesor Mauricio Cárdenas. Universidad de los Andes (PEG), primer semestre del 2002. Agradecemos los comentarios de Alvaro Riascos. Las opiniones aquí expresadas son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen a las instituciones donde trabajan. Para comentarios favor dirigirse a: l-fergus@uniandes.edu.co, jvargadu@banrep.gov.co.

1 Este debate no ha estado ausente en los círculos académicos colombianos. Prueba de ello son la realización de un seminario sobre dolarización organizado por ANIF y FEDESARROLLO en mayo de 2001; la inclusión de un panel extraordinario sobre el tema en la asamblea anual de la ASOBANCARIA (Cartagena, junio 7-8 de 2001); y el último número de la revista Cuadernos de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional, que hace una revisión juiciosa del debate al incluir varios artículos sobre el tema.

economista británico John Stuart Mill, para fijar su posición: "...tanto salvajismo prevalece, no obstante, en las transacciones de la mayoría de las naciones civilizadas, que casi todos los países independientes eligen afirmar su nacionalidad conservando, para su propio perjuicio y el de sus vecinos, una moneda propia" (citado en Dornbusch, 2000). Mientras tanto, Paul Krugman, detractor frecuente de las ideas prevalecientes en la ciencia, ha propugnado por que reconozcamos "el entusiasmo actual por la unificación monetaria como lo que es: una moda intelectual, y no una cuestión de fondo" (Krugman, 1999a). Finalmente, Michele Boldrin ha optado por despreciar la discusión en una entrevista reciente, asegurando que "una de las cosas que más [le] molesta cuando se viene a América Latina es que, desde hace 40 años, por cualquier razón todos los debates frente al tema del desarrollo están completamente enfocados en estas chorradas sobre políticas macroeconómicas. Y es todo IS/LM. Dolarizar o no dolarizar, tasas de cambio variables o fijas, políticas contracíclicas o procíclicas (...) ¡Por favor! Las cuestiones son otras..."<sup>2</sup>.

Por otra parte, esta controversia teórica no ha podido ser resuelta con la evaluación empírica, como es frecuente en economía cuando la teoría no parece dar una respuesta definitiva. La evidencia internacional es, hasta ahora, escasa y poco concluyente. Por este motivo, aquellos que intentan, como nosotros, abordar el problema de la dolarización con el ánimo de adoptar una posición informada, suelen acabar presentando una lista (larga y aburrida) de los pros y contras de la dolarización. Este ensayo es un intento por presentar dicha lista de manera menos aburrida. Presentaremos los principales argumentos a favor y en contra de esta alternativa, así como las objeciones que detractores y defensores señalan con respecto a dichos argumentos. También, se intentarán plantear algunas hipótesis con respecto a la importancia de cada uno de estos elementos en el caso colombiano. Más que constituir una respuesta a la conveniencia de la dolarización para Colombia, se trata de un planteamiento de aquellos elementos que se deben evaluar cuidadosamente a la hora de considerar tal alternativa.

### **¿Por qué tanto salvajismo?**

Si conservar una moneda propia es un "acto de salvajismo", ¿por qué tantos países insisten en hacerlo en los albores del siglo XXI? Aunque el problema de la identidad nacional es sin duda un elemento presente en esta decisión, posiblemente el argumento más utilizado por los opositores de la dolarización es el hecho de que ésta implica renunciar al control de una política monetaria propia perdiendo un

---

2 La entrevista completa puede consultarse en [www.webpondo.com](http://www.webpondo.com)

instrumento de estabilización en épocas de recesión cuya función sería la de amortiguar las crisis bajando las tasas de interés e inyectando mayor liquidez al sistema. Por definición un país dolarizado adopta la política monetaria de Estados Unidos y "lo que es bueno para los Estados Unidos no necesariamente es bueno para otros países" (Sachs, 1999). Adicionalmente, algunos señalan que con la dolarización también se renuncia a la capacidad de acudir al rescate del sistema financiero doméstico ante una eventual crisis sistémica, pues el Banco Central perdería su función de prestamista de última instancia<sup>3</sup>.

Un argumento complementario en contra de la dolarización, basado en la contribución seminal de Mundell (1961), es el de la inconveniencia de las uniones monetarias en ausencia de lo que él denomina un "área monetaria óptima". En efecto, Mundell sostiene que mientras la rigidez de precios y de salarios prevenga a los términos de intercambio de desempeñar su papel natural en el proceso de ajuste, las crisis de balanza de pagos serán recurrentes. La intuición del argumento es simple: un ajuste de la tasa de cambio puede actuar como un amortiguador de choques de la economía de manera mucho más expedita y sencilla que otros mecanismos. Para un país enfrentado a una coyuntura recesiva, puede ser más sencillo depreciar su moneda para hacer más baratos sus productos en el exterior<sup>4</sup>, que reducir salarios y otros precios (lo que requiere de complejas negociaciones laborales y perturbaciones sociales) o trasladar su fuerza de trabajo a una región en "boom" como forma de contrarrestar el desempleo.

Un tercer costo de la dolarización es el asociado con la pérdida del señoraje, que corresponde al beneficio que recibe el gobierno por su poder de emitir dinero. Sin embargo, algunos autores como Alesina y Barro (2001) señalan que este costo no representa una pérdida social, sino una redistribución. En efecto, el beneficio por la creación de dinero a un costo inferior que su valor, pasa a manos del país cuya moneda

---

3 No obstante, autores como Haussman (1999), Calvo (2000) y Dornbusch (2001) señalan que el Banco Central no perdería esta función sino la capacidad de desempeñarla a través de emisión, lo que, en realidad, es una fuente de problemas a causa de una mayor inflación y el consecuente aumento en la tasa de cambio. Calvo sostiene que, en vez de emitir, el Banco Central podría acudir a sus activos líquidos (como las reservas internacionales), o, como en Argentina, podría contratar líneas de crédito contingentes con la banca internacional para ser utilizadas en la eventualidad de una crisis financiera.

4 Sobre este efecto de "competitividad" de las devaluaciones hablaremos de nuevo más adelante, cuando lo contrastaremos con otros posibles costos que, de acuerdo con la estructura de ingresos y gastos de las empresas, pueden tener las fluctuaciones de la tasa de cambio.

se adopta (en este caso los Estados Unidos) y, en principio, es posible diseñar mecanismos de compensación y repartición del señoraje entre los países miembros de una unión monetaria. No obstante, parecería iluso pensar que la creación de dichos mecanismos entre Estados Unidos y países como Colombia sea políticamente posible. Por otro lado, Dornbusch (2001) señala que renunciar al señoraje favorece la búsqueda de instrumentos menos distorsionadores de recaudo. Además, el impuesto inflacionario es señalado por muchos como uno de los impuestos que más golpea los sectores pobres de la sociedad. En general, varios autores ven en la dolarización un incentivo para la disciplina de la política macroeconómica, pero esto hace parte de sus posibles beneficios, que se discuten a continuación.

### **¿Por qué tantas monedas?**

Mientras los detractores de la dolarización señalan la renuncia de una política monetaria propia como uno de los mayores costos, a los ojos de la mayoría de sus defensores este parece ser más bien un beneficio, en la medida en que tiende a generar disciplina. La dolarización, dicen, puede eliminar el "sesgo inflacionario" proveniente de elementos como el deseo de sobre-estimular la actividad económica o monetizar el déficit público. En este sentido, países relativamente propensos a una política monetaria irresponsable pueden obtener un beneficio de acogerse a la de un país más conservador. Algunos señalan incluso que, aún cuando las autoridades se encuentran comprometidas con una política de desinflación, la dolarización puede convertirse en un mecanismo para hacerla menos costosa en términos de desempleo, en la medida en que esta política gozaría de mayor credibilidad<sup>5</sup>. Esto supone, por supuesto, que el país seleccionado como "ancla" monetaria debe tener un buen record de estabilidad de precios.

Por otro lado, tanto los argumentos de pérdida de autonomía monetaria como los derivados de la teoría de áreas monetarias óptimas son criticados por aquellos que defienden que el debate entorno a la dolarización debería enfocarse desde el punto de vista del balance de las empresas. Los defensores de este argumento llaman la atención sobre características actuales del sistema financiero internacional como la gran movilidad de capitales, una pseudo-dolarización de varios países cuyas firmas tienen buena parte de su balance en dólares y la forma como los mercados perciben el riesgo de devaluación de las economías emergentes. Por ejemplo, Calvo (2000) y

---

5 Intuitivamente, un programa de desinflación tiene menores costos en términos de desempleo cuando la credibilidad es mayor, pues las expectativas de inflación juegan un papel definitorio en la determinación de la inflación misma. Así, buena parte del trabajo en la reducción de la inflación lo logra la caída en las expectativas de inflación.

Hausman (2001) argumentan que las fluctuaciones de la tasa de cambio y las obligaciones en dólares son una *mezcla explosiva* ya que existe el riesgo de una depreciación de la moneda que empeoraría el balance de las empresas llegando a causar grandes bancarrotas y descalabros financieros como ocurrió en Ecuador e Indonesia<sup>6</sup>.

Sin embargo, el efecto de una devaluación sobre el balance de las empresas depende en la práctica de la estructura de ingresos y gastos de éstas. Bleakley y Cowan (2002) sugieren que la importancia del supuesto efecto negativo que sobre el balance puede tener una devaluación para las firmas altamente endeudadas en dólares debe contrastarse empíricamente con el "efecto competitividad" relacionado con el aumento de los ingresos para las firmas exportadoras. Para estos autores, las empresas endeudadas en dólares pueden ser también aquellas que más se favorecen con una devaluación a partir de este mecanismo, puesto que su aversión al riesgo las lleva a "calzar" los dos lados de su balance: ante una depreciación de la moneda el efecto positivo sobre sus activos debe al menos contrarrestar el encarecimiento de su pasivo. Aunque estos elementos son sin duda importantes, algunos factores son dejados de lado por Bleakley y Cowan. En particular, se pasa por alto el papel que los insumos importados pueden tener para ciertas empresas.

Otro argumento importante entre los que promueven la dolarización es el de la reducción de los costos de transacción. En efecto, el hecho de tener que cambiar una moneda por otra y de tener que pagar la comisión correspondiente, haría pensar que lo óptimo es un mundo con una sola denominación monetaria. La utilidad de un medio de intercambio común para todas las mercancías es indiscutible; se trata de la naturaleza misma del dinero. Si el número de monedas fuera equivalente al número de mercancías, su utilidad como medio de intercambio desaparecería por completo. Además, el argumento toma más fuerza a medida que avanza la globalización y el volumen de transacciones internacionales se incrementa y con ello el costo de tener muchas monedas. Por otro lado, la reducción de los costos de transacción no sólo podría tener beneficios estáticos. En la medida en que esta reducción de costos de transacción promueva el comercio, el crecimiento económico puede verse favorecido con la dolarización. A pesar de lo anterior, debe tenerse en cuenta que los costos de

---

6 Hausman (1999) añade que esta situación genera un encogimiento del sistema financiero, en la medida en que los agentes prefieren mantener dinero en la moneda extranjera con el fin de cubrirse frente a los riesgos de la devaluación de la moneda local. Así, una dolarización permitiría contar con un sistema financiero más desarrollado, y ello permitiría a las empresas enfrentar los choques asimétricos de modos alternativos, atenuando los costos de renunciar a una política monetaria propia.

transacción incluyen aspectos tan variados como las barreras culturales, naturales y políticas y no sólo los costos financieros asociados a tener monedas nacionales.

Otra de las razones con las que se defiende la dolarización es que con ésta se logra la eliminación del riesgo de devaluación ante ataques especulativos, lo que reduciría seguramente el riesgo país y permitiría obtener tasas de interés menores en los mercados financieros internacionales, reduciendo el costo del servicio de la deuda e incentivando la inversión y el crecimiento económico. Este argumento es teóricamente simple pero tiene algunos detractores. Sims (2001) se vale de una analogía interesante entre la deuda pública y las finanzas corporativas para señalar que la dolarización tiene una serie de desventajas. Sims argumenta que la deuda denominada en moneda nacional es análoga a la emisión de acciones mientras que la deuda denominada en moneda extranjera se comporta más bien como el crédito privado. A partir de esta comparación, sostiene que una decisión de dolarizar tiende a elevar la tasa de interés de la deuda pública pues encuentra que no genera automáticamente presiones para una mayor responsabilidad fiscal y que de hecho puede generar incentivos en la dirección contraria. En particular, señala que mientras un país con deuda en moneda doméstica debe adoptar estrategias de repudio políticamente costosas como las sorpresas inflacionarias, no pagar la deuda en dólares (más aún cuando los acreedores son extranjeros) puede enfrentar menos barreras políticas. También, advierte que la dolarización tiene implicaciones ambiguas sobre la estabilidad del sistema financiero pues reduce el conjunto de activos disponibles para el sector privado en la diversificación del riesgo además de dificultar la intervención del gobierno en las crisis financieras. Por lo tanto, el argumento de la disminución de las tasas de interés debe ser evaluado empíricamente. De la evidencia empírica y su relevancia para el caso colombiano nos ocupamos a continuación.

### **Alguna evidencia y sus implicaciones para el caso colombiano**

Hemos esbozado, aunque no de manera exhaustiva, los argumentos a favor y en contra de la dolarización. Ahora presentaremos la (escasa) evidencia empírica relacionada con la relevancia de cada uno de estos elementos, y discutiremos su posible importancia para el caso colombiano. Para empezar trataremos la evidencia sobre el desempeño de las economías bajo regímenes de tipo de cambio fijo y flexible en general, y bajo la forma extrema de dolarización en particular. Posteriormente, especularemos sobre la importancia de cada uno de los costos y beneficios señalados con anterioridad.

Siendo la dolarización un caso extremo de tipo de cambio fijo, una posible fuente de evidencia empírica valiosa para discutir el tema de la conveniencia o no de

la dolarización tiene que ver con el desempeño de las economías bajo tipo de cambio fijo o flexible. Sin embargo, es difícil encontrar consenso en este aspecto. Sachs (1999) señala por ejemplo que la experiencia es favorable a los tipos de cambio flexible, no sólo porque la defensa del tipo de cambio fijo suele fracasar y resultar muy costosa, sino porque la política monetaria norteamericana rara vez coincide con los intereses de los países latinoamericanos, que enfrentan además, con frecuencia, movimientos en los precios de sus productos de exportación primarios que se podrían atenuar con los movimientos de la tasa de cambio nominal. Además, Sachs señala que muchos países latinoamericanos han demostrado ya su capacidad de seguir una política monetaria responsable, en particular en el marco de tipos de cambio flexible y esquemas de inflación objetivo. Hausman (1999), en cambio, habla de la "falsa promesa" de las tasas de cambio flexibles, pues en lugar de estabilidad y orden, "el sistema de tipos de cambio flexible entre los principales países ha producido movimientos significativos e impredecibles de la tasa de cambio". A lo anterior, añade que los esquemas de tipo de cambio flexible no han logrado dar "más autonomía a la determinación de tasas de interés, no han facilitado una política monetaria más estable, y no han conducido a una mayor habilidad para absorber choques"<sup>7</sup>.

Uno de los pocos trabajos que estudia explícitamente la relación entre el desempeño económico y la dolarización es el realizado por Edwards (2001). En dicho trabajo, se encuentra que el crecimiento del producto per cápita en 12 países que (entre 1970 y 1998) utilizaron la moneda de otra nación ha sido significativamente más bajo que el de países que tienen su propia moneda. Además, no se encuentra evidencia para afirmar que esos países son más prudentes en su política fiscal ni tienen una cuenta corriente más equilibrada. No obstante, sí existe evidencia para afirmar que los países que han sacrificado su moneda han tenido un mejor desempeño en términos de estabilidad de precios<sup>8</sup>. Aunque estos resultados pueden dar algún

---

7 Como evidencia a favor de estas afirmaciones, Hausman señala que las tasas de interés domésticas parecen responder más a los movimientos de las tasas de interés extranjeras bajo esquemas de tipo de cambio flexible, y presenta los casos de México y Argentina.

8 El análisis de Goldfajn y Olivares (2000) del caso panameño arroja conclusiones semejantes a las presentadas por Edwards. Concretamente, encuentran evidencia de una baja inflación, pero sin observar una garantía de disciplina fiscal ni de un menor "riesgo país", confirmando lo planteado por Sims (2001). De hecho, si bien la dolarización controla el riesgo de devaluación, no elimina el riesgo de repudio de la deuda. De hecho, éste puede incrementarse en la medida en que la disponibilidad de instrumentos para combatir los choques negativos es menor en un país que renuncia a su política monetaria. Adicionalmente, los autores encuentran un efecto positivo de la dolarización sobre la volatilidad del PIB. Finalmente, aunque encuentran que la tasa de interés promedio es menor en Panamá

indicio de los efectos de la dolarización, el propio Edwards reconoce que la escasez de información hace que los resultados sean poco concluyentes de modo que, acudiendo a una analogía médica, recomendar la dolarización es proponer un medicamento que ha estado sujeto a muy pocas pruebas. Infortunadamente, en el caso de la economía no es posible aplicar el medicamento a ratones de laboratorio antes que hacerlo a las economías reales. La alternativa que queda, el análisis teórico, tampoco parece haber dado respuestas. Conociendo estas limitaciones, a continuación presentamos una discusión especulativa sobre la magnitud de los costos y beneficios de la dolarización en Colombia.

Nuestro recuento de los beneficios de la dolarización indica que es deseable una unión monetaria entre dos países siempre y cuando los factores de producción sean suficientemente móviles y/o sus precios flexibles para contrarrestar los efectos desestabilizadores de choques asimétricos. Así, cabe preguntarse para el caso particular de la dolarización en Colombia hasta qué punto hay una simetría entre el ciclo colombiano y el de los Estados Unidos, y si estos dos países conforman un área monetaria óptima. La respuesta a la segunda pregunta es inmediata y negativa: los salarios nominales (especialmente en nuestro país) son rígidos a la baja y la movilidad de la fuerza de trabajo entre los dos países es escasa, con mayor razón dadas las trabas políticas. En cuanto a la primera, en un trabajo en proceso<sup>9</sup>, se hace un ejercicio en el que se analiza la relación entre los ciclos económicos de Colombia y Estados Unidos durante todo el siglo pasado. Los resultados no son favorables a la hipótesis de que los ciclos de Colombia y los Estados Unidos son semejantes<sup>10</sup>. Si aceptamos como válidos tanto el argumento de la pérdida de la autonomía monetaria como instrumento soberano de uso anticíclico para el ajuste ante choques idiosincráticos así como las razones de Mundell para defender la independencia cambiaria, este resultado empírico indicaría que los costos de la dolarización no son despreciables en Colombia. No obstante, haría falta investigar empíricamente en qué medida en nuestro país tanto

---

que en otros países con características similares, esto puede ser explicado por la existencia de un sistema financiero de banca predominantemente internacional. Kiguel (1999), por su parte, comenta sobre el caso de la convertibilidad argentina haciendo énfasis en su papel en la reducción de la inflación.

- 9 Mauricio Avella y Leopoldo Fergusson. "Ciclos económicos en Colombia y los Estados Unidos". Banco de la República. No publicado.
- 10 Barro y Alesina (2001) argumentan además que la magnitud de los costos asociados con renunciar a la política monetaria tras una dolarización no sólo depende de la correlación de los ciclos económicos sino de los co-movimientos de los precios relativos. De hecho, la estabilidad de precios en el país cuya moneda se adopta sólo se traduce en estabilidad en los precios del país "dolarizado" si los precios relativos de los países no cambian.

la política monetaria como los movimientos de la tasa de cambio se producen para absorber choques y cuál es su efecto en el sector real o si, al contrario, ni la tasa de interés ni la tasa de cambio han sido tradicionalmente instrumentos de ajuste y sus movimientos responden a otras razones<sup>11</sup>.

Por otro lado, los costos en términos de señoraje de la dolarización tienen, como señalamos atrás, algunos objetores importantes. Pero, aún si renunciar a este tipo de recaudo significa un costo real, la importancia del señoraje en Colombia es cada vez menor. En efecto, con la caída de la inflación, la magnitud del señoraje se ha venido reduciendo. Sin embargo, autores como Herrera y Caballero (2002) señalan que los montos de recursos del señoraje son aún importantes para los gobiernos latinoamericanos y, en el caso particular de Colombia, ésta ascendería a 1,2% del PIB.

Como señalamos anteriormente, uno de los principales argumentos de los defensores de la dolarización consiste en la solución de problemas de dolarización de facto de los pasivos de las empresas. Estudiar esto es crucial para determinar en qué medida las fluctuaciones de la tasa de cambio pueden acarrear la bancarrota para algunas firmas. Hausman (1999) cita evidencia indirecta a favor de esta hipótesis advirtiendo que el sistema financiero de los países se reduce en un 15 o 30% por contar con tipos de cambio flexibles.

Por el contrario, en su trabajo reciente para una muestra de países de América Latina (incluido Colombia), Bleakley y Cowan (2002) encuentran que el "efecto competitividad" sobre las firmas de la devaluación es suficiente para contrarrestar el deterioro del pasivo en moneda extranjera. Sin embargo, este análisis empírico también presenta algunos problemas. En particular, se desconoce que en muchas coyunturas una devaluación es precedida por una defensa férrea del tipo de cambio que suele implicar altas tasas de interés domésticas. Así, para la evaluación empírica de los efectos de competitividad y de hoja de balance de una devaluación se debe controlar por el posible beneficio asociado con la caída en las tasa de interés que puede seguir a la decisión de dejar flotar el tipo de cambio. Adicionalmente, la muestra de firmas utilizadas en el estudio es poco representativa para el caso colombiano pues

---

11 Esta pregunta es relevante, dado que Belke y Gros (1999), realizando este ejercicio para los países de la Unión Monetaria Europea, no encuentran suficiente evidencia empírica en favor del uso de la política monetaria y de la tasa de cambio como instrumentos de política para contrarrestar choques externos de demanda. Calvo y Reinhart (2000) muestran que muchos de los países que formalmente cuentan con un régimen de tipo de cambio flotante, en la práctica operan con un "miedo a flotar" de modo que la tasa de cambio no cumple su papel de amortiguador de choques.

corresponde a las que emiten acciones en bolsa<sup>12</sup>. En suma, aún no contamos con suficiente evidencia acerca del efecto que en la práctica tienen las fluctuaciones de la tasa de cambio sobre los resultados de las empresas. Llenar este vacío es fundamental pues muchos de los defensores de la dolarización recurren a este argumento para sustentar su posición<sup>13</sup>.

En cuanto a los beneficios en términos de costos de transacción de la dolarización y su impacto sobre el comercio, Rose (2000) y Glick y Rose (2001) encuentran que el hecho de pertenecer a una unión monetaria podría multiplicar el volumen del comercio por dos o tres. Así, la dolarización podría parecer a primera vista beneficiosa para Colombia por cuenta de su impacto sobre el comercio. No obstante, al respecto es necesario hacer al menos tres advertencias. Primero, en el contexto de la discusión acerca de la conveniencia de la adopción de una moneda global única, Rogoff (2001) señala que la evidencia presentada por Rose podría llevar a conclusiones erradas. En efecto, Rogoff recurre a la vieja fábula de la "sopa de uña"<sup>14</sup> y argumenta que la moneda común en zonas como la Unión Monetaria Europea es como la uña de la sopa: los altos volúmenes de comercio entre países que comparten la misma moneda se deben a los abundantes esfuerzos hacia la integración y coordinación económica, platillo del cual la moneda común es sólo un ingrediente. Segundo, Persson (2001) y Klein (2002) presentan evidencia empírica en contra de los resultados obtenidos por Rose. Tercero, si bien los costos para el comercio en Colombia pueden ser altos, elementos como la pobre infraestructura y la inseguridad representan una traba para el comercio mucho más significativa que los costos de cambiar los pesos por dólares de manera que el impacto de una dolarización sobre los volúmenes de comercio puede ser menos importante y, ciertamente, no tan espectacular como el encontrado por Rose.

Sobre la necesidad de una disciplina para la política monetaria, estos argumentos parecerían no ser decisivos para defender la dolarización de nuestro país, o por

---

12 Agradecemos a Roberto Steiner, quien llamó la atención sobre el artículo de Bleakley y Cowan así como sus posibles extensiones.

13 El BID ha mostrado recientemente su preocupación por estudiar empíricamente el efecto de las devaluaciones en el balance de las empresas en América Latina haciendo un esfuerzo por recolectar información desagregada al nivel de la firma en varios países de la región incluido Colombia.

14 En una noche de invierno, un vago tocó a la puerta de una familia y pidió posada a cambio de prepararles una deliciosa "sopa de uña". La familia, curiosa, accedió y el vago, además de la uña, agregó una serie de aderezos que, por supuesto, fueron responsables del éxito del platillo aún cuando el vago dio todo el crédito a la uña.

lo menos parecería demasiado tarde para esgrimirlos, pues ya se ha enfrentado un proceso de desinflación que le ha dado credibilidad a la autoridad monetaria, aún si, como predice la teoría, el país ha pagado un alto costo en términos de desempleo. Con un Banco Central independiente que opera bajo el esquema de un tipo de cambio flexible y de inflación objetivo, la "seriedad" de la política monetaria parece haberse consolidado. Sin embargo, esta observación requiere de nuevo de algunas advertencias. Primero, la desinflación ha ocurrido en el marco de una recesión económica, y por tanto no ha sido puesto a prueba el compromiso con una política monetaria responsable en "tiempos normales". Segundo, como consecuencia de un extenso período (casi tres décadas) de inflación moderada, las expectativas de inflación en Colombia tienen un elevado componente inercial. En este sentido, cualquier elemento que aumente la credibilidad de la política desinflacionaria reduciendo este componente inercial en la determinación de las expectativas de inflación, podría favorecer un proceso de desinflación menos costoso en términos de desempleo. Obviamente, que la dolarización se constituya en un factor conducente a este resultado es motivo de debate. Finalmente, es conveniente mencionar un resultado paradójico, ocurrido en Ecuador con la experiencia de la dolarización: la inflación en el corto plazo puede aumentar en vez de disminuir, pues el cambio de moneda desencadena todo un proceso de ajuste de precios y de "redondeo" que generalmente es al alza. Herrera y Caballero (2002) presentan evidencia al respecto (la inflación en Ecuador llegó al 91% en el 2000 mientras que en Estados Unidos ésta fue del 3,4%) y, al igual que Vargas (2000 y 2001), argumentan que esto obedece a que la inflación en muchos países en desarrollo depende de problemas estructurales ajenos a la política monetaria, como las pujas distributivas.

En términos de la posible disminución del "riesgo país" es preciso también hacer algunos comentarios. Autores como Krugman (1999a) son en cierta medida escépticos frente a éste argumento pues, por un lado, si bien es cierto que las devaluaciones seguidas a ataques especulativos pueden haber tenido impactos desastrosos en ciertos países, en otros como Brasil -en enero de 1999-y Australia-durante la crisis asiática-éstas han sido fundamentales para capotear con éxito las crisis financieras. Por otro lado, como lo argumenta Sims (2001) y lo muestra Goldfajn y Olivares (2000), la eliminación del riesgo de devaluación no implica automáticamente una reducción del riesgo de "default" de la deuda. En efecto, según estudios de FMI (Berg y Borensztein, 2000) no parece haber una relación causal clara entre una cosa y la otra. Así, la dolarización no implica de por sí un acceso a créditos internacionales más baratos-como lo muestra la comparación de los "spreads" de un Panamá dolarizado con países como Costa Rica-y, por lo tanto, no necesariamente sería un estímulo para la inversión y un mayor crecimiento económico.

Como hemos visto, para evaluar la conveniencia de la dolarización es necesario recoger evidencia empírica sobre los diferentes costos y beneficios que ésta genera. Alesina y Barro (2001) sugieren que los candidatos a dolarizarse deben ser aquellos países que exhiban las siguientes características: 1. Una historia de inflación elevada y volátil (indicador de la ausencia de un compromiso de estabilidad monetaria); 2. Un elevado volumen de comercio internacional con el país cuya moneda se adopta; 3. Una correlación sustancial entre los ciclos económicos de los países en la unión monetaria; 4. Una estabilidad razonable entre los precios relativos con respecto al país cuya moneda se adopta. Colombia, al menos en comparación con muchos países latinoamericanos, no reúne el primer requisito y tampoco el tercero, según nuestro trabajo en progreso arriba citado. Sin embargo, Colombia sí tiene una elevada proporción de comercio con los Estados Unidos, su principal socio comercial, por lo que en términos de la segunda prueba somos candidatos a dolarizarnos. Faltaría sin embargo evaluar empíricamente la relevancia del cuarto requisito en el caso colombiano. De cualquier manera este sencillo test de cuatro componentes no arroja resultados contundentes a favor o en contra de la dolarización, más aún si se tiene en cuenta que deja de lado muchos de los elementos teóricos que hemos discutido.

## **Reflexiones finales**

Señalábamos en la introducción que el debate con respecto a la dolarización parece enfrentar a tres polos. Mientras quienes la defienden con ahínco discuten con los que prefieren los regímenes de flotación cambiaria, unos terceros observan con desprecio la futilidad de la discusión. Nuestra revisión de las ideas de unos y otros mostró que algunos de los argumentos a favor y en contra de la dolarización están bien fundados. No obstante, cada beneficio de la dolarización impone un costo, y la cuantificación del tamaño relativo de cada uno de ellos no parece estar clara a partir de la evidencia internacional. Aún menos evidencia existe para el caso colombiano, en aspectos tan cruciales como el papel de la dolarización de facto de los balances de las empresas y el papel de la política monetaria y cambiaria para la estabilización económica. Con estas limitaciones, nuestra revisión de estos elementos para el caso colombiano no parece generar en conjunto una necesidad urgente de aprovechar los beneficios de la dolarización. Acudiendo a la analogía de Edwards, podemos considerarnos un paciente sano, que aún no tiene porque someterse a dicha medicina. Podemos esperar, sin embargo, a que otros sean nuestros "ratones de laboratorio".

Por otra parte, los problemas colombianos, mucho más complejos, no encontrarán en la dolarización una solución milagrosa. Sin embargo, esto no significa que desestimemos del todo la importancia de este agitado debate, este artículo es prueba

de ello. Simplemente, su verdadero papel debe ser puesto en la perspectiva correcta. En este sentido, es importante volver a la vieja discusión de no confundir los objetivos con los instrumentos: la dolarización no puede ser vista como un objetivo en sí, sino como una entre muchas alternativas no excluyentes para lograr los objetivos de estabilidad macroeconómica y social. Krugman (1999b) hace notar que Argentina ha sido el contraejemplo para aquellos que creían que una moneda estable y creíble es todo lo que se necesita para promover la prosperidad; entre otras cosas, un manejo responsable de la política fiscal es indispensable. En el corto plazo, la dolarización no será la solución de los problemas macroeconómicos, y mucho menos microeconómicos, de los países en desarrollo. En el largo plazo, entre tanto, es factible que con los procesos de globalización observemos cada vez más una tendencia hacia la disminución en el número de monedas en el mundo, para sacar provecho de las ventajas del comercio en un mundo donde la política monetaria activa (y sobre todo la irresponsable) ha venido cayendo en desuso.

Por último, quisiéramos señalar una limitación de nuestro artículo. El debate sobre la dolarización no puede estar limitado exclusivamente al plano económico. Los aspectos políticos juegan un papel necesariamente importante en la discusión de la política económica como lo han señalado, en el caso de este debate, autores como Sims (2001) y Herrera y Caballero (2002). De hecho, la experiencia histórica muestra que la política monetaria no está desligada de decisiones políticas tan importantes como, por ejemplo, la de pelear una guerra...

## Bibliografía

- Alesina, Alberto y Robert Barro (2000). "Currecny Unions". *NBER Working Paper Series*. Cambridge. No. 7927.
- Alesina, Alberto y Robert Barro (2001). "Dollarization". *American Economic Review*. *American Economic Association Papers and Proceedings*. May. Vol 91. No. 2.
- Berg, Andrew y Eduardo Borensztein (2000). "Full Dollarization: The Pros and Cons". *Economic Issues*. *International Monetary Fund*. Washington D.C.
- Belke, Ansgar y Daniel Gros (1999). "The impact of external shocks on labour markets". *Welwirtschaftliches Archiv*, 135:1, p. 1-47.
- Bleakley, Hoyt y Kevin Cowan (2002). "Corporate Dollar Debt and Devaluations: Much Ado About Nothing?" *Massachussets Institute of Technology*.
- Boldrin, Michele (2002). "Entrevista de Michele Boldrin para Webpondo". En [www.webpondo.com](http://www.webpondo.com).
- Borensztein, Eduardo (1999). Intervención en "IMF Economic Forum. Dollarization: Fad or Future for Latin America", <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/TR990624.HTM>
- Calvo, Guillermo (2000). "Testimony on Dollarization". *Preented before de Subcommittee on Domestic and Monetary Policy, Comitee on Banking and Financial Services*. Washingt, D.C .

- Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart (2000). "Fear of Floating". *Paper presented to the Hoover Conference on Dollarization*, Stanford University, May.
- Dornbusch, Rudiger (2000). "Fewer monies, better monies". *NBER Working Paper Series*. Cambridge. No. 8324.
- Edwards, Sebastian (2001). "Dollarization and Economic Performance: an Empirical Investigation". *NBER Working Paper Series*. Cambridge. No. 8274.
- Frankel, Jeffrey (1999). Intervención en "IMF Economic Forum. Dollarization: Fad or Future for Latin America", <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/TR990624.HTM>
- Fisher, Stanley (2001). "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar view Correct?". Distinguished Lecture on Economics in Government. International Monetary Fund.
- Glick, Reuven y Andrew Rose (2001). "Does a currency union affect trade? The time series evidence". *NBER Working Paper Series*. Cambridge. No. 8396.
- Goldfajn, Ilan y Gino Olivares (2000). "Full Dollarization: The Case of Panama". En: *Economía*, Vol. 2, No. 2.
- Hausman, Ricardo (1999). "Should There be Five Currencies or One Hundred and Five?". *Foreign Policy*. Fall.
- Hausman, Ricardo (2001). "A way out for Argentina: the currency board cannot survive much longer". *Financial Times* ([www.FT.com](http://www.FT.com)). Oct 30.
- Herrera, Beethoven y Julián Caballero (2002). "Dolarizar: ¿realmente un dilema?" *Cuadernos de Economía* vol. 21, No. 36.
- Kiguel, Miguel (1999). Intervención en "IMF Economic Forum. Dollarization: Fad or Future for Latin America", <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/TR990624.HTM>.
- Klein, Michael (2002). "Dollarization and Trade" *NBER Working Paper Series*. Cambridge. No. 8879.
- Krugman, Paul (1999a). "Monomoney Mania: why fewer currencies aren't necessarily better". En: [www.slate.com](http://www.slate.com)
- Krugman, Paul (1999b). "Don't laugh at me Argentina". En: [www.slate.com](http://www.slate.com).
- Mundell, Robert A. (1961). "A theory of Optimum Currency Areas" *American Economic Review*. Vol 51. p. 657-665.
- Ortiz, Guillermo (1999). Intervención en "IMF Economic Forum. Dollarization: Fad or Future for Latin America", <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/TR990624.HTM>.
- Rose, Andrew (2000). "One money, one market: Estimating the Effects of Common Currencies on Trade". *Economic Policy*.
- Rogoff, Kenneth (2001). "Dollarization". *American Economic Review*. *American Economic Association Papers and Proceedings*. May. Vol 91, No. 2.
- Sachs, Jeffrey y Felipe Larraín (1999). "Why Dollarization is More Straitjacket than Salvation". *Foreign Policy*. Fall.
- Sims, Christopher A. (2001). "Fiscal consequences for Mexico of adopting the dollar" *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, No. 2.
- Vargas, Jorge E. (2000). "Dolarización de la economía y bienestar de la gente". *Mimeo*.
- Vargas, Jorge E. (2001). "Dolarización: aprender de la experiencia". *Diario El Comercio*, Ecuador, febrero 12.