

UNIVERSIDAD NACIONAL DE SALTA  
Facultad de Ciencias Económicas,  
Jurídicas y Sociales  
Instituto de Investigaciones Económicas

Reunión de Discusión N°: 165

Fecha: 14/08/2002

Hs.: 16

DOLARIZACIÓN  
16/08/2002

## DOLARIZACION

Roberto A. Dib Ashur

*"No es la forma de gobierno la que constituye la felicidad de un país, sino las virtudes de sus jueces y de sus magistrados"*

# DOLARIZACIÓN

Roberto A. Dib Ashur – Junio de 2002

*"No es la forma de gobierno lo que constituye la felicidad de una nación, sino las virtudes de sus jefes y de sus magistrados"*

*Aristóteles*

## INDICE

- **Introducción**
- **Evolución económica de la Argentina en la década de los '90**
- **Qué se entiende por Dolarización**
- **Argumentos a favor y en contra de la Dolarización**
  - **La dolarización reduce la incertidumbre y consecuentemente favorece el crecimiento**
  - **Evitaría la fuga de capitales**
  - **Serviría para separar a la Argentina del Resto de los Países Emergentes**
  - **Señoreaje**
  - **Gran exposición a la política monetaria de los EEUU**
  - **Pérdida de la política monetaria por parte del país dolarizado**
  - **Prestamista de última instancia (Lender of Last Resort LOLR)**
  - **Pérdida de soberanía**
- **Países Dolarizados**
- **Anexo I: Riesgo país**
- **Referencias**

## INTRODUCCIÓN

En primer lugar haremos una breve revisión de la evolución de los principales indicadores económicos nacionales de la última década, cuando las circunstancias lo requieran extenderemos el periodo de análisis. Esta revisión tiene como objeto obtener el marco bajo el cual se aplicaría la dolarización y por qué se sugiere realizarla en Argentina y no en otros países. En este aspecto haremos una diferenciación de escenarios, aquél en el cual nuestro país se encontraba bajo el régimen de convertibilidad y el gobierno de turno fomentaba la dolarización (año 1999), y el escenario actual (Mayo de 2002).

Analizaremos luego, las ventajas y desventajas que ofrecería la dolarización de la economía. Asimismo evaluaremos las diferentes formas y los distintos niveles de una economía dolarizada. Para finalizar revisaremos la experiencia de los países que ya aplicaron esta medida con el fin de obtener un mayor conjunto de herramientas para su estudio y discusión.

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA DE LA ARGENTINA EN LA DÉCADA DE LOS '90

En la década de 1980 la Argentina registró una tasa de inflación promedio de 319%<sup>1</sup> y una tasa de crecimiento anual del PBI del -1%. Al finalizar esta década se enfrentó una hiperinflación que dio lugar a desarrollar la Ley de Convertibilidad, parte integrante del famoso Plan de Convertibilidad anunciado el 21 de marzo de 1991. Los principales puntos de este Plan fueron:

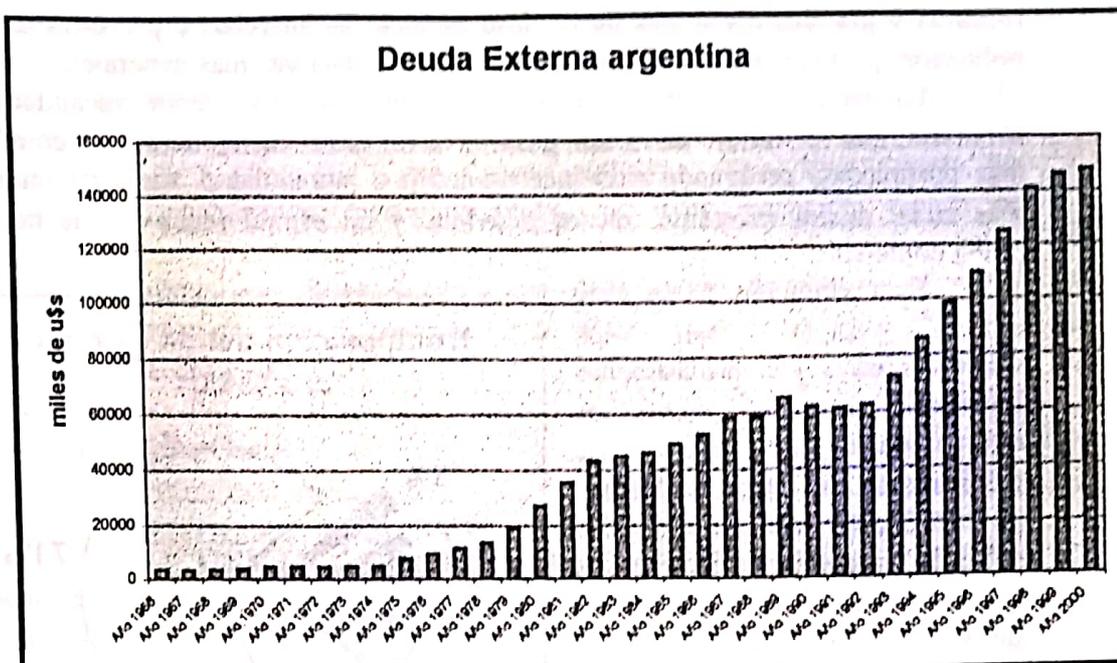
1. Ley de Convertibilidad. Votada por el Congreso de la Nación el primero de Abril de 1991, donde se establecía un tipo de cambio fijo 1 peso por 1 dólar de EEUU. La Base monetaria no podría superar las reservas en dólares. El Banco Central se convirtió así en una Caja de Conversión. Adicionalmente se modificó la Carta orgánica del BCRA.
2. Reforma Fiscal
3. Reforma Previsional (se incorporó el sistema de capitalización).
4. Plan de desregulación y programa de privatizaciones.
5. Apertura en relación al comercio exterior. Se eliminaron impuestos a las exportaciones y las cuotas y tarifas a las importaciones.
6. Se continuó con las negociaciones sobre el MERCOSUR, iniciadas durante el gobierno del Dr. Alfonsín, que entró en vigencia en 1995.

Durante la primera parte de la década de los 90 se realizó una reforma del Estado en la que se privatizaron empresas públicas y se vendieron activos públicos que permitieron disponer de ingresos extraordinarios al Gobierno cercanos a los u\$s 40.000 millones de dólares. En ese momento nuestra deuda externa se encontraba en unos u\$s 60.000 millones llegando a cifras que oscilan alrededor de unos u\$s 140.000 millones actualmente. Esa diferencia de dinero sirvió para financiar un elevado déficit fiscal de la Nación y de algunas provincias, para pagar deudas anteriores a proveedores y jubilados (con emisión de deuda<sup>2</sup>), se abonaron juicios perdidos con emisión de títulos (que superaron los 10.000 millones), se lanzaron programas financiados por organismos internacionales para atender cuestiones sociales (como planes trabajar, servicios comunitarios, etc.) que antes no existían, se dejaron de percibir aportes jubilatorios de los trabajadores que se pasaron a las AFJP y se redujeron los aportes patronales. Estas causas entre las más importantes explican el endeudamiento de esta década. Agravan la situación los pagos de los intereses que esta deuda genera. Los pagos por intereses de deuda fueron creciendo año a año, de cerca de 3.000 millones en 1993 pasamos a 10.000 millones en el 2.000<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Índice de Precios al Consumidor

<sup>2</sup> En la Gestión anterior el Ministro Cavallo consolidó la deuda con los jubilados con bonos públicos a 10 años cuyos intereses y capital comenzaban a pagarse recién a partir del séptimo año. La tasa de interés era del 4% anual y fija.

<sup>3</sup> Se tomaron datos publicados por el diario El Clarín, el día 29 de abril de 2001 – Suplemento Económico, cuya fuente citada es el Ministerio de Economía de la Nación.



Cuando se analiza la composición de la deuda externa argentina se destaca que la parte principal de la misma está compuesta por Títulos Públicos y Letes, con una participación de más de un 70%. Los préstamos otorgados por Organismos Internacionales no llegan al 20% del total. No obstante hay que destacar la importancia que tienen en las líneas otorgadas y en los informes emitidos por ellos en relación a nuestra economía, principalmente los del Fondo Monetario Internacional (FMI), que hace a su vez de auditor internacional, quedando, por consiguiente, muchas líneas de créditos supeditadas a los arreglos que se realicen en forma previa con el Fondo para ser abiertas o liberadas.

Es importante destacar que durante la década del 90 se registraron tasas de inflación menores a la promedio de los países en desarrollo, y que el crecimiento del PBI fue significativo así como el desarrollo del comercio exterior. El crecimiento anual del PBI argentino entre 1990 y 1994 fue de 6,4%, Japón creció en ese período un 2,2%, los países en desarrollo un 5,8% y los países industriales un 1,7%. Durante 1995 y 1999 el crecimiento fue del 2,2% esta disminución se debió fundamentalmente al impacto que tuvo la crisis mexicana en nuestra economía.

Durante los últimos dos años, especialmente en el 2001, la Argentina comenzaba a mostrar graves dificultades para dar cumplimiento a sus obligaciones crediticias<sup>4</sup>. Para poder atender los vencimientos de deuda pública era necesario que la actividad económica supere el 4% de crecimiento. Esta situación parecía cada vez más improbable a medida que transcurría el año, el Gobierno intentaba con distintas medidas, muchas veces impopulares, que nunca lograban los resultados esperados y giraba bruscamente hacia otras, lo que provocaba mayor incredulidad, no solamente de los inversores externos, sino también del país en general. Tal situación fue agravada por la extraordinaria inestabilidad de los principales miembros del Poder Ejecutivo Nacional, las

<sup>4</sup> Ver anexo Balance de Pagos

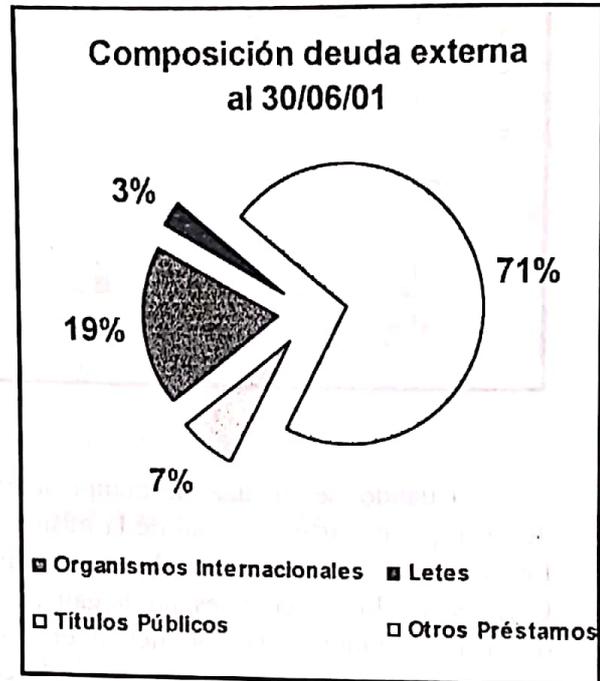
rupturas y grandes divisiones de la clase política, las marchas y protestas de la población, primero polarizadas para luego hacerse cada vez más generales.

La caída en el nivel de actividad generó una menor recaudación tributaria, que se tradujo en menor gasto o en un gasto cuyas fuentes no eran las más apropiadas, generando más incertidumbre e incredulidad, tasas de interés más altas, menor inversión, menor actividad y un espiral recesivo que no se podía contener.

Esta situación hacía muy difícil cumplir con los vencimientos y proyecciones realizadas ante los organismos internacionales de crédito, las calificadoras de riesgo realizaban informes cada vez más críticos sobre la Argentina y mientras más nos acercábamos a la posibilidad de una cesación de pagos total, se jugaban las últimas cartas intentando canjes de deuda sin mayor éxito, provocando el default selectivo (de un grupo de bonos), utilizando recursos del BCRA, de las AFJP, acelerando la fuga de capitales, utilizando una pésima medida para evitarla que fue la prohibición de retiro de

fondos del sistema financiero y un feriado cambiario que se extendió desde el 20 de diciembre hasta fin de año. Finalmente, casi junto con la dimisión del Presidente y el ingreso del actual Gobierno, se devaluó a un tipo de cambio fijo oficial (sumamente inferior al del mercado paralelo), para luego pasar a la liberación del tipo de cambio con una intervención del BCRA para mantener estable el valor del dólar (flotación sucia). Se salió de la Convertibilidad sin un programa económico de respaldo que pueda responder a la pregunta ¿para qué?<sup>5</sup>. Como broche se difirió el pago de la deuda pública externa.

Actualmente la Argentina parece encontrarse en estado terminal. Una deuda externa con vencimientos cortos y de una cuantía muy importante, un riesgo país superior a los 5 mil puntos básicos, sin acceso al crédito local o internacional, una economía con caída en el nivel de actividad que se encuentra en su cuarto año consecutivo, con lo que los recursos tributarios son cada vez menores. A todo esto debemos agregarle un nivel de desempleo mayor al 20%, una población que se va empobreciendo gradualmente, con mucha incredulidad



<sup>5</sup> Las devaluaciones en América Latina han sido contractivas, es más en las crisis recientes ningún país se ha librado de una depresión económica sin importar cuánto hayan devaluado a su moneda. Más aún en los Países Emergentes las devaluaciones vienen acompañadas por altas tasas de interés, disminuyendo la competitividad de los países. Como ejemplo en las crisis de Asia o Brasil las exportaciones se mantuvieron constantes o cayeron, y en Argentina se espera que las exportaciones sólo crezcan cerca de un 3% en el 2002 y que la balanza comercial favorable esté explicada principalmente por una caída en las importaciones.

en sus representantes y en sus instituciones. La devaluación del peso, la flotación del tipo de cambio con intervención del BCRA, la fragilidad política, la gran caída de las Reservas Internacionales causada en la fuga de capitales de fin del año 1999 contribuyen a una situación de incertidumbre e imprevisibilidad sobre el desarrollo de la economía. Hasta el escenario más corto se hace incierto. Sin expectativas positivas y crédito accesible se hace imposible pensar en crecimiento.

Se estima que llevar a cabo una dolarización disminuiría el riesgo soberano provocado por la ausencia en el riesgo de devaluación y que para lograrlo haría falta una fortaleza política que demuestre que puede controlar medidas como ésta, con lo que por analogía podría con otras de menor impacto emocional en la población.

Ahora más que nunca suenan las voces de aquellos que encuentran imprescindible dolarizar la economía Argentina, destacando los grandes beneficios que le brindaría al país. El pensamiento en favor de aquello lleva ya algunos años propiciado por analistas extranjeros, utilizando como ejemplo a Ecuador (principalmente) y recomendando la misma práctica para América Latina. En nuestro país existen numerosas personas a favor de dicha medida, e incluso durante su gobierno (1999) el Presidente Menem encomendó a su Ministro de economía, el Dr. Roque Fernández, que iniciara conversaciones con EEUU para evaluar la alternativa de salir de la Convertibilidad dolarizando. En las visitas efectuadas se encontró eco en ese país. Estas gestiones se interrumpieron con el cambio de gobierno posterior. Hay que mencionar que la situación de la economía era radicalmente diferente hace tres años a la fecha, con lo cual cuando evaluemos las ventajas y desventajas de la medida se diferenciará el impacto que tendría o hubiera tenido cuando la situación así lo requiera.

## QUÉ SE ENTIENDE POR DOLARIZACIÓN

Una dolarización se produce cuando los residentes de un país utilizan los Dólares de los Estados Unidos de América en sus transacciones, contratos, movimientos bancarios o financieros, o cualquier tipo de operación económica, en forma conjunta con la moneda local o en cuenta de ella.

Podría utilizarse la palabra dolarización para abarcar otra moneda como la reemplazante a la local. Por ejemplo para incluir al Euro, Yen o alguna canasta de monedas confiables, siendo las conclusiones similares a los fines buscados.

Una clasificación estaría en considerar a la dolarización oficial o extraoficial. Será extraoficial cuando los individuos mantienen depósitos bancarios o realizan transacciones en moneda extranjera a los fines de mantener su dinero a salvo de una devaluación, sin que sea declarado su uso obligatorio por el gobierno. Sería oficial cuando el gobierno permitiría u obligaría a su utilización<sup>6</sup>.

Podríamos pensar en una dolarización parcial o total de la economía. Sería total si reemplazamos toda la moneda local por la moneda extranjera. Utilizando para todo tipo de transacciones esta última, es decir eliminando completamente la moneda local. Sería parcial si coexistirían las dos monedas, utilizándose para algunas transacciones y contratos la extranjera y para otros la local. Sería el ejemplo de la Argentina de los últimos años. Los contratos a plazos y créditos eran realizados en dólares al igual que algunos servicios. Mientras que las operaciones corrientes o de contado se realizaban mayoritariamente en pesos. En relación a los depósitos bancarios coexistían las dos monedas. Nuestro país está (o estaba) parcialmente dolarizado dado que gran parte de los depósitos del público en general eran realizados en dólares al igual que en Bolivia, Perú y Turquía para citar algunos ejemplos.

La dolarización podría pensarse con acuerdo o sin acuerdo del país emisor. Argentina estuvo buscando un acuerdo formal con los Estados Unidos a comienzos de 1999, con el fin de obtener algunos beneficios económicos y políticos que no obtendría si dolarizara sin el consentimiento de aquellos. Esta posición de Argentina ha llevado a la discusión en toda Latinoamérica.

Oficialmente el país más grande dolarizado es Ecuador y luego Panamá. No obstante la utilización del dólar está muy difundida en las economías emergentes, principalmente de América.

---

<sup>6</sup> Es importante diferenciar los que es una moneda de curso legal es decir cuando es legalmente aceptable como pago para todas las obligaciones, pudiendo utilizarse otra moneda para el pago de acuerdo a lo que hayan estipulado las partes. Curso forzoso sería cuando los individuos se ven obligados a utilizar una moneda para sus transacciones, aún cuando prefieran hacerlo en otra moneda.

## **ARGUMENTOS A FAVOR Y EN CONTRA DE LA DOLARIZACIÓN**

Antes de que analicemos los argumentos esgrimidos a favor y en contra de dolarizar, debe quedar en claro que la dolarización se refiere sólo a una política monetaria y tan solo puede actuar sobre las variables a las que este tipo de política afecta. No es un plan económico en su totalidad sino una medida dentro de un plan (si lo hay). Con la situación que enfrenta nuestro país ninguna medida tomada en forma aislada brinda la solución. Es más, tomando las medidas correctas de manera seria, principalmente respetando los derechos de propiedad, reconstruyendo la seguridad jurídica, trabajando con una política fiscal equilibrada, integrándonos agresivamente al comercio internacional en base a un incremento real de competitividad de nuestros productos comercializables y aquellos potencialmente comercializables, llegaremos a pensar en un lento pero sólido crecimiento de nuestro país. Es fácil destruir la confianza, pero requiere de mucho tiempo conseguirla.

### **La dolarización reduce la incertidumbre y consecuentemente favorece el crecimiento.**

Uno de los argumentos centrales a favor de la dolarización manifiesta que la situación de incertidumbre y descreimiento que enfrenta nuestro país era uno de los causantes del espiral recesivo del último tiempo. En el segundo semestre del 2001 los rumores de devaluación hicieron que el precio a futuro del dólar supere el peso con cuarenta centavos. Por lo que asegurarse los dólares era sumamente costoso y junto con las altas tasas de interés, desahuciaba gran número de inversiones potenciales. Durante más de diez años de paridad peso-dólar no se logró crear confianza en la moneda nacional a pesar de haber soportado nuestro país diversos shocks externos, y muy seguidos, (1995 el tequila de México, 1997 crisis del sudeste asiático, 1998 default ruso, 1999 devaluación brasileña). Las transacciones a futuro se realizaron en dólares, así como los contratos y gran parte del ahorro de los argentinos. De hecho la relación de depósitos en dólares sobre pesos fue incrementándose año a año.

Uno de los atributos de la moneda es servir como reserva de valor y este atributo se veía cada vez más deteriorado en nuestra moneda. La población no guardaba la totalidad de sus ahorros en pesos. En medio de la crisis actual es repudiado como reserva de valor, es decir, se utiliza para las transacciones corrientes, pero si uno desea mantener un valor por un período, que no necesariamente tiene que ser muy largo, adquiere otros bienes, indiscutiblemente el dólar billete es el más popular actualmente. Si "veinte años no es nada"... diez tampoco, este tiempo, la última década del siglo veinte, no fue suficiente para que los argentinos creyéramos en nuestro papel moneda. Este era como un vale de dólares, eran "convertibles" según su inscripción en los billetes. Claro, algo de memoria queda, desde la creación del Banco Central en 1935 el peso argentino se depreció ante el dólar por un factor aproximado de 6.000.000.000.000, seis billones de veces<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> DOLLARIZATION, STILL THE BEST CHOICE FOR ARGENTINA, Kurt Schuler, Joint Economic Comité, US Congress.

La incertidumbre sobre el valor futuro del peso hace que la gente postergue decisiones de inversión y consumo colaborando con el estancamiento de la actividad.

Por lo tanto la dolarización reduciría el riesgo de devaluación y brindaría una mayor certidumbre sobre las transacciones futuras, colaborando con la reducción del riesgo soberano y las tasas de interés, favoreciendo de esta manera con la estabilización de la economía y alentando su crecimiento.

Algunas preguntas en relación a esta postura: ¿en qué magnitud se reduciría el riesgo país? ¿en qué magnitud se reducirían las tasas de interés? ¿existe alguna posibilidad de medir esos niveles y consecuentemente sus beneficios?

¿Alguien asegura que si se va en una dirección, a favor de la dolarización, no hay marcha atrás? Si es posible volver atrás, ¿por qué la situación sería diferente, en una manera sustancial, a la convertibilidad anterior que generaba gran incertidumbre?

No existen dudas que es necesaria la mayor certidumbre posible en una economía, la seguridad jurídica y un sistema político económico que en los aspectos fundamentales de política económica sea estable y creíble, independientemente del color que posea el gobierno de turno.

Ya se devaluó<sup>89</sup>, con lo cual ¿estaría cubierto el riesgo de devaluación que se quería evitar con la dolarización? Desde ya una situación más incierta que la que atraviesa el país hoy es muy difícil de imaginar. Por lo tanto tomar alguna medida que colabore con la confianza y credibilidad es imperante.

La pregunta que surge sería entonces: ¿ir a una dolarización, tender hacia una nueva convertibilidad (de una o más monedas), o esperar la credibilidad en el peso argentino?

### **Evitaría la fuga de capitales.**

Como segundo argumento se sostiene que la posibilidad de una devaluación, y de inseguridad en general, provocaría la fuga de capitales presionando sobre el nivel de tipo de cambio real y el nivel de crédito doméstico. Esto sucedió, y mucho más, se incautaron los depósitos (corralito) y se devuelven (hasta la fecha) con un sistema improvisado que se revisará en función de algún acuerdo que se llegue con organismos internacionales de crédito. No comentaremos aquí los terribles efectos que tuvo esta medida, pero la dolarización por sí sola no provocará el retorno de los capitales que se fugaron y tampoco hará que se renueve la confianza en el sistema financiero de manera inmediata. Deben darse otro tipo de condiciones para que aquello suceda.

<sup>8</sup> Es necesario mencionar los altísimos costos que tuvo la devaluación sin un plan económico serio de respaldo, ha ocasionando una importante reducción en el salario real de los trabajadores, serios conflictos entre deudores y acreedores cuyos derechos y obligaciones se encontraban en dólares. Le otorgó como beneficio la posibilidad a los gobiernos de utilizar el impuesto inflacionario, favoreció parcialmente al sector exportador, lo que no solucionó obviamente el problema de competitividad externa argentino.

<sup>9</sup> Ver anexo Balanza Comercial y PBI

Sin la existencia de una corrida contra la moneda (lo que impediría la dolarización, ya que no existe moneda contra la cual correr) podría producirse una corrida bancaria, o una fuga de capitales del país. Con lo cual, dolarizar contribuiría en poco a evitar dicha fuga.

### **Serviría para separar a la Argentina del Resto de los Países Emergentes.**

Se piensa que a través de una dolarización podría lograrse una diferenciación importante en relación a los países emergentes, principalmente el Brasil. De esta manera Argentina no quedaría tan expuesta al efecto contagio. Tal como se verá en el punto dedicado a analizar el Riesgo País, las calificadoras de riesgo y los inversores castigan a los países emergentes en general por pertenecer al grupo, cuando alguno de ellos enfrenta una crisis. Se piensa que con una medida como la dolarización se verá diferente a nuestro país del resto del club. Esta teoría se ve muy debilitada actualmente (en comparación a la época de Convertibilidad) debido a la cesación de pagos que realizó el país y la crisis actual. En este momento los que están queriendo diferenciarse de nosotros son los demás países en desarrollo.

### **Señoreaje**

Uno de los temas más importantes en lo que respecta a la evaluación de la dolarización es la pérdida del señoreaje que sufriría el país que resigne la utilización de su moneda.

Un país al emitir moneda obtiene un beneficio real que se denomina señoreaje.

Existen diferentes maneras de considerarlo y medirlo. Una de las formas de hacerlo es como un flujo de ingresos a través del tiempo. Una persona que tiene billetes puede comprar un bono, en vez de mantener ese billete en la mano y ganar una rentabilidad por ello. Entonces toda la gente que mantiene dinero en sus manos es como si le estuvieran prestando dinero gratis al gobierno emisor. Bajo este enfoque, el señoreaje sería la base monetaria multiplicado por una tasa de interés de referencia. Es decir estamos pensando en una renta periódica que otorgaría el capital.

Otra forma de medirlo consiste en considerarlo como un capital. Como una ganancia que se hace una sola vez. Al emitir dinero el gobierno tiene un costo por hacerlo (papel, imprenta, etc.) pero puede "comprar" por el valor que indican los papeles impresos. Este derecho de hacer esto es el derecho del señor o señoreaje.

El Banco Central de la República Argentina posee reservas en sus arcas. Estas reservas en vez de mantenerlas líquidas las mantiene en forma de bonos que otorgan una rentabilidad. Bajo el sistema de convertibilidad sólo se emitía moneda contra divisas. Con lo que la emisión estaba sujeta a la adquisición de

moneda extranjera, que pasaban a formar parte de las reservas del Banco Central. Estas reservas generaban una rentabilidad anual de aproximadamente 750 millones de dólares. Producto del retorno de las inversiones realizadas con ellas. Para el gobierno de los Estados Unidos el señoreaje neto de emitir dólares es aproximadamente de 25 mil millones al año. Cuando los países extranjeros tienen dólares en su poder están creando señoreaje para el gobierno de los Estados Unidos. La cantidad de dólares fuera de los Estados Unidos se encuentra entre el 55 al 70 por ciento del total. Con lo que los extranjeros explicaría cerca de 15 mil millones de dólares del señoreaje del gobierno Norte Americano<sup>10</sup>.

Ahora bien, si Argentina reemplaza el peso por el dólar el gobierno de los Estados Unidos percibiría el señoreaje del primero.

La Argentina ha planteado entonces la posibilidad de que se comparta el señoreaje con los Estados Unidos, o que éste compense la pérdida. ¿Por qué el Gobierno americano aceptaría tal alternativa? Veamos:

Argentina posee reservas en dólares que podrían ser transformadas en otra moneda, por ejemplo Euros o Yenes, en ese caso la demanda de dólares que realiza la Argentina desaparecería, esto le ocasionaría un exceso de oferta de dólares a los Estados Unidos. Para equilibrar el mercado el Tesoro de los Estados Unidos debería disminuir la oferta, cosa que lograría retirando dinero del mercado por medio de una colocación de bonos. Estos Bonos pagan intereses, lo que significa un costo real en dinero. Se haría para evitar las consecuencias inflacionarias que ocasionaría el exceso de dólares en la economía. Entonces, como de todas maneras el Tesoro de los Estados Unidos terminaría pagando intereses existiría una motivación para compartir el señoreaje.

Existe un incentivo adicional para compartir el señoreaje con aquellos países que dolaricen oficialmente, porque según describe un reporte de un miembro del Comité Económico del Congreso de los Estados Unidos "aplicando una fórmula apropiada, compartir el señoreaje puede aumentar la cantidad de señoreaje que el Gobierno de los Estados Unidos recibe ahora creando incentivos para la dolarización oficial en países que de otra manera continuaría emitiendo su propia moneda"<sup>11</sup>. Es decir la dolarización oficial tiende a aumentar la demanda por los dólares billetes.

Una manera práctica de resolver el problema de la pérdida de los intereses del señoreaje sería la sugerida por Paul Volcker<sup>12</sup>. Consistiría primeramente en comprar con las reservas del Banco Central, bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Argentina solicitaría la remisión por parte de Estados Unidos de dólares para su uso como moneda de curso legal, otorgando los bonos como garantía a un fideicomiso. Este giraría los intereses de los bonos a la Argentina, que si incumpliera su promesa y emitiría pesos para quedarse con los dólares, Estados Unidos podría ejecutar dicha garantía. Esta propuesta precisa algunas observaciones: en primer lugar la demanda de dinero es variable, más

<sup>10</sup> Los datos incluidos en este párrafo pertenecen al informe al Comité Económico del Congreso de los Estados Unidos elaborado por Kurt Schuler, incluido en las referencias.

<sup>11</sup> Schuker, Kurt - ref. Cit.

<sup>12</sup> Op. Citado, Rubinstein Gabriel, pág. 114.

aún en Argentina y en la época actual, en que la creación secundaria de dinero se ve dificultada por la falta de confianza que existe en las entidades financieras y bancarias por parte de la gente, por lo cual al menos por un tiempo tendería a mantener sus dólares fuera del sistema. No podemos pensar en una economía que opere sin sistema financiero, con lo cual se demostraría la gran variabilidad de la demanda de dinero. En segundo lugar, las reservas del Banco Central deberían ser suficientes para atender a través de la compra de bonos y la remisión de billetes al circulante y los encajes bancarios. En mayo de 2000, el promedio de reservas líquidas del BCRA ascendían a 25.200 millones de dólares, en mayo de 2001 a 20800 millones, en diciembre de 2001 a 14800 millones y a mayo de 2002 llegan a 11.500 millones aproximadamente. Si bien esta disminución responde a la importante fuga de capitales operada a partir de fines del año 2001, recuperar ese nivel de reservas resulta en un objetivo a cumplir y se constituye en un punto importante a considerar.

Otra cuestión a resolver sería, qué sucedería con el incremento de la demanda de circulante en un futuro y la manera de no perder la facultad de atender la misma. Es importante destacar que la capacidad del Banco Central de abastecer la demanda por ejemplo por un crecimiento real de la economía, requerirá diferentes cantidades de dinero que podrán ser satisfechas sólo con variaciones positivas de la balanza de pagos. Destacamos asimismo que la Argentina deberá hacer frente a los servicios crediticios y servicios de la deuda. Este es el cuello de botella del sistema.

### **Gran exposición a la política monetaria de los EEUU.**

Los EEUU mantendrían su política monetaria de acuerdo a sus necesidades, independientemente de los suceda en los países dolarizados. Aun cuando en estos últimos sean necesarias medidas opuestas. Por ejemplo el gobierno norteamericano puede estimar necesario “enfriar” la economía aumentando la tasa de interés, mientras que en los países dolarizados se necesitaría una política que promueva el crecimiento. El argumento entonces es que la dolarización los hace mucho más sensibles a los cambios de este tipo.

Este riesgo es también percibido por los EEUU, es decir los países oficialmente dolarizados podrían presionar para que la Reserva Federal modifique su política (para que reduzca la tasa en el ejemplo anterior). Las autoridades económicas de ese país ya se expidieron en relación al tema, aduciendo que su política se hará de acuerdo a las necesidades de su país. Alan Greenspan en una audiencia ante el Sub Comité Bancario del Senado<sup>13</sup> se expresó diciendo que “EEUU ya recibe críticas y las resiste, y que las políticas de la Reserva Federal ya afectan aun a los países que tienen monedas domésticas separadas y tasas de intercambio flotantes. Además los aumentos de un cuarto y medio punto porcentual en las tasa de interés que hace la Reserva Federal, son pequeños comparados con los incrementos de 10 y 20 puntos porcentuales que los Bancos Centrales han hecho en países tales como Brasil, Ecuador, Indonesia y Rusia en los últimos años”.

<sup>13</sup> Op. Cit. Kurt Schuler, Pág. 9 – Alan Greenspan ocupaba el cargo de presidente del Sistema Federal.

Además de ello, se sostiene que los países emergentes son los candidatos a dolarizar, en la literatura, coincidiendo entre ellos en que se encuentran parcialmente dolarizados y son muy sensibles a los factores externos como la política monetaria de los EEUU<sup>14</sup> independientemente del régimen político que posean o la política cambiaria. Es decir, se sostiene que ya poseen una alta exposición a este tipo de variaciones, con lo que dolarizar no haría cambiar demasiado la situación actual.

### Pérdida de la política monetaria por parte del país dolarizado.

Este tema es central en la discusión. Un país que viene constantemente utilizando sus herramientas de políticas económicas de manera ineficiente y en algunos casos irresponsable puede encontrar que resignar la posibilidad de manejar alguna de dichas herramientas sea favorable al país.

A fines de los años 80, la emisión de dinero excesiva por parte de la autoridad monetaria para financiar el gasto público, generó una hiperinflación que fue la más grande del mundo en los últimos tiempos. Era necesario entonces darle un corte a dicha situación, y como se había perdido por completo la confianza se decidió, por medio de una ley, emitir solamente contra compra de divisas. La posibilidad de utilizar el impuesto inflacionario para financiar al sector público, de intervenir el mercado de bienes o financiero mediante shocks de liquidez, creando dinero, se perdió. Esta medida fue bienvenida y constituyó una base muy importante para impulsar el crecimiento de la economía argentina. Si bien el Banco Central tenía cierto margen de maniobra, como por ejemplo la utilización de los encajes bancarios, la posibilidad de utilizar la emisión monetaria quedó restringida.

Lo anterior nos muestra que en vez de un costo podría ser un beneficio el no contar con la posibilidad de utilizar las atribuciones que un país tiene al poder emitir su moneda. Es realmente triste darse cuenta que es más conveniente no manejar nuestra política monetaria porque somos incapaces de hacerlo bien. Me pregunto cómo vería el pueblo japonés el hecho de tener que dejar de usar su moneda por incapacidad de sus gobernantes. El mismo argumento fue utilizado al promover las privatizaciones de las empresas del Estado, "empresas ineficientes que trabajaban a pérdida" en la mayoría de los casos era cierto. El hecho de que lo sea ahora, o lo haya sido, es responsabilidad de todos los argentinos, y de nosotros depende que deje de serlo.

Economistas de renombre internacional han sugerido que la Argentina debería ser gobernada por expertos internacionales a fin de ayudarla a salir de la crisis actual. ¿Debemos encargarles a extranjeros también el manejo de nuestro gobierno? Estoy convencido que en nuestro país existen ciudadanos capaces de manejar lo público de forma eficiente, digna y honesta. "El pueblo tiene el gobierno que se merece..." dice el saber popular, pues merezcámonos la excelencia.

No se puede obviar en este punto el hecho de que al evaluar la alternativa de dolarizar para evitar riesgos, principalmente de devaluación, por un mal

<sup>14</sup> Calvo Guillermo, Op. Cit. Pag 5

desempeño de esta herramienta, estaremos volviendo paradójicamente a la efigie original de nuestro primer peso argentino. La historia dice que en 1822, cuando se tuvo que emitir moneda a fin de evitar las falsificaciones que se hacían a los bonos que emitían las provincias, el gobierno de Buenos Aires tuvo que encargar el trabajo a una empresa norteamericana, éstos pusieron la efigie de George Washington, en vez de alguna representación de lo nacional. Si bien nuestra incipiente nación no contaba con una historia lo suficientemente larga como para elegir entre personajes dignos de representar a la patria en su moneda, podría haberse utilizado algún paisaje o figura folklórica representativa. Lo importante que la corrupción (la falsificación de Bonos) hizo que en la primera moneda de nuestro país apareciera Washington, ¿tendrá la misma causalidad la última?

### **Prestamista de última instancia (Lender of Last Resort LOLR)**

En algunas circunstancias el sistema financiero es víctima de corridas. Las corridas pueden producirse porque los ahorristas hacen una diferenciación entre un banco y otro, retirando el dinero de aquel al que no le tienen confianza y entregándolo a otro en el cual confían. Algo similar a esto ocurrió en el "Tequila". Consecuentemente, luego del mismo, la publicidad de las entidades bancarias hacía referencia a su solvencia, tamaño y respaldo internacional. En otras oportunidades las corridas se producen contra todo el sistema financiero y la gente opta por retirarlo del mismo, es más puede que la desconfianza sea en el país no en la entidad, es decir, trasladarían el dinero a un banco del mismo nombre en Nueva York mientras que no lo mantendrían en el de Buenos Aires. Sin entrar a discutir los motivos de las corridas en este trabajo, vamos a asumir que se producen, de hecho las famosas Normas de Basilea<sup>15</sup> fueron creadas entre sus principales objetivos, para evitar las mismas. La evidencia empírica muestra que son acompañadas por un deterioro del producto y un aumento en el desempleo. Las corridas provienen de situaciones de inseguridad, lo que significa un riesgo que luego se traduce en elevadas tasas de interés. Para retener el dinero dentro del sistema, los bancos pagan tasas cada vez mayores, al disminuir la oferta de depósitos, dichos bienes pasan a ser escasos y por lo tanto su precio aumenta (las tasas de interés).

Elevadas tasas e incertidumbre (no nos olvidemos que acompaña siempre a las corridas) son fuertemente contractivas.

Escenarios como el anterior son muy delicados y gozan de gran atención por parte de las autoridades económicas y políticas de las naciones. Los bancos centrales, generalmente, se guardan la posibilidad de salir a atender a las entidades financieras que presenten problemas para evitar que se generen corridas y la situación sea desencadenante de otras peores. Consecuentemente acuden otorgando más crédito a las entidades con problemas.

Algunos sostienen que al no contar con un Gobierno capaz de emitir moneda, al estar dolarizada la economía, el Estado quedaría desprotegido al perder el Banco Central la facultad de ser prestamista de última instancia, lo que

<sup>15</sup> Basilea es una ciudad de Suiza donde se dictaron dichas normas. Existen requisitos de liquidez que les obligan a los Bancos mantener. En Argentina el sistema financiero llegó a tener una enorme cobertura contando con los requisitos de liquidez, el efectivo en los bancos en pesos y en dólares, y la capacidad del BCRA de emitir redescuentos, entre los principales.

obligaría al país a dirigirse a la Ventanilla de Redescuento de la Reserva Federal de los Estados Unidos para pedir liquidez. El Gobierno argentino al proponer en el año 1999 esta posibilidad (evaluándolo como un respaldo positivo) obtuvo una posición negativa por parte de Alan Greenspan al responder que "La Reserva Federal no hará las veces de prestamista de última instancia de ningún otro sistema financiero"<sup>16</sup>.

La posibilidad de ser prestamista de última instancia no está estrictamente ligado al hecho de poder emitir papel moneda. De hecho, existen otras alternativas que pueden otorgarle liquidez a los bancos. Podría crearse un fondo de reserva para los casos de corridas, que quede fuera del alcance de los gobiernos de turno, a fin de respaldar los depósitos. Para la creación de los mismos se podría pensar en utilizar el señoreaje. Otra manera sería tomar un crédito contingente (algo así como un seguro por un monto determinado). Algunos sostienen que emitir moneda es menos costoso para el país. ¿Es necesariamente cierta esa afirmación?

En los países emergentes cuando el público pierde confianza en los bancos y desea retirar el dinero podemos estar seguros que buscarán reemplazar ese dinero por alguna moneda fuerte, no en moneda local. El Banco Central estaría de esta manera alimentando una corrida cambiaria. Es decir sin confianza en la moneda local, la posibilidad de ser prestamista de última instancia queda reducida a cero. Por lo dicho la facultad en discusión, a través de la emisión de papel moneda, estaba perdida<sup>17</sup>. No obstante ya mencionamos cuáles herramientas podrían utilizarse para tener reservas (de dólares) que puedan atender al sistema financiero en situaciones de crisis. Esas herramientas no se perdieron. De hecho bajo el régimen de Convertibilidad se contaba con las Reservas que tenía el Central por ley, y los requisitos de liquidez (que ascendían al 20% de los depósitos bancarios sobre el final del régimen, que eran depositados en dólares en bancos extranjeros) además de los pasivos que acordó el BCRA con bancos extranjeros por un 12% adicional de los depósitos.

### Pérdida de soberanía.

*"Cuando un pueblo se ha vuelto incapaz de gobernarse a sí mismo y está en condiciones para someterse a un amo, poco importa de donde proceda éste".*

*Georges Washington (1732-1799)*

Este es uno de los principales puntos de apoyo por aquellos que rechazan a la dolarización. Se sostiene que Latino América enfrenta una fuerte ofensiva colonizadora a través de la inserción del dólar en el continente. Que la autonomía de los gobiernos ya está seriamente limitada por la política económica neoliberal norteamericana, que la dolarización supondría el fin de la soberanía de esos países que se verán convertidos en definitivos en colonias de Estados Unidos. La dolarización facilitaría un proceso de unificación de las economías como centro EEUU, lo que llevaría a un poder aún mayor y a la

<sup>16</sup> Rubinstein, Gabriel; Op. Cit. Pág. 123.

<sup>17</sup> Lo que deberíamos preguntarnos es por qué no contamos con esa herramienta independientemente del régimen que utilizemos.

disgregación de los mercados regionales. Se pronostica la desaparición de las Bancas Centrales lo que llevaría a poner sus políticas monetarias en manos de la Reserva Federal. No existen medios para cubrir los déficit de balanza comercial o fiscales que no sea vendiendo activos (los que ya escasean) o pidiendo dinero prestado (lo que agravaría la dependencia). Y como la política comercial exterior estará sumamente subordinada a las relaciones cada vez más cercanas al país del Norte la dependencia será casi total. Máxime si el gasto público no puede ser reducido más (que pueden ser eliminados algunos gastos injustos, o que pueden reasignarse las partidas de manera más eficiente es verdad) no puede pedírsele al Gasto Público que siga reduciendo en salud, asistencia social, educación, defensa, infraestructura, cuando tiene a la mitad de la población bajo la línea de pobreza. Lo estamos viendo ahora, la posibilidad de maniobra sobre estas variables es muy baja en relación a los servicios que hay que pagar. La dependencia aumentará. La pregunta que sigue es, si no es por este camino ¿cómo?

Los que no comparten esta postura sostienen que la situación de crisis ocasiona más daño en la población que no tomar medidas contundentes y negar que la dolarización ayudaría al país a superar la situación con los argumentos esgrimidos ut supra. Que la moneda sirve como símbolo de la identidad nacional, pero qué más que representar a los próceres por medio de la moneda habría que tomarlos como ejemplo de vida y actuar como ellos. Se esgrime que mucho menos nacionalista es dejar que el pueblo siga sufriendo sin tomar las medidas adecuadas, y entre esas medidas se encuentra la dolarización.

En relación a la soberanía es que en algunos países dolarizados se produjeron instalaciones de bases militares norteamericanas: base aérea, de Manta en Ecuador, Operativo Nuevos Horizontes en Guatemala y Paraguay, Centro Regional de Drogas en El Salvador y un plan de patrullaje conjunto en Costa Rica.

## PAÍSES DOLARIZADOS

En este capítulo nos referiremos a aquellos países que están dolarizados oficialmente o también llamados totalmente. Incluiremos aquí también a aquellos países que utilizan otra moneda que no sea el dólar.

La dolarización total se produce cuando solamente la moneda de curso legal es la moneda extranjera. Es decir, se utiliza para las transacciones privadas y además para las públicas. El gobierno correspondiente recauda y abona con moneda extranjera.

En algunos casos los gobiernos se quedan con la facultad de emitir dinero fraccionario, de poco valor para las microtransacciones. Si estas emisiones se realizan moderadamente no tienen un impacto significativo en la economía. Este es el caso de Panamá, el cual emite el "balboa", solamente en monedas (no billetes). El "balboa" conserva la propiedad de seguir siendo unidad de cuenta, pero en la práctica no existe diferencia con el dólar, es simplemente el nombre que asume en Panamá el dólar. La razón para que emitan moneda fraccionaria radica en los altos costos de transporte que tiene embarcar metálico, además colabora con el interés político de emitir una moneda con identidad nacional.

Actualmente existen 30 países que utilizan el dólar estadounidense u otra moneda extranjera como moneda de curso legal total. En su mayoría representan a países que no son independientes totalmente de su madre patria. No obstante se los incluye para mejor ilustrar. Los países independientes oficialmente dolarizados son 15. Aunque el número parezca importante el tamaño de los países en su mayoría no lo es, como para obtener alguna comparación interesante con nuestro país, con independencia es que no cuentan con la suficiente cantidad de información pública sobre sus economías y su extracción sería demasiado costosa para el beneficio que se obtendría. Los únicos destacados serían Panamá, el Salvador y Ecuador.

Panamá está oficialmente dolarizado desde 1904. Cuenta con una población cercana a los 2,7 millones de habitantes y un PBI 8,7 miles de millones. Según un informe de Schuler<sup>18</sup>: "Panamá ha tenido un crecimiento económico respetable, aunque no espectacular, una tasa promedio de inflación aún más baja que la de EEUU y no ha tenido grandes fracasos bancarios. La tasa de interés para los préstamos al detalle ha sido aproximadamente dos puntos de porcentaje más altas que las tasas de los Estados Unidos, mientras que las tasas Interbancarias han sido aún más cercanas a los niveles de los EEUU. Además del Estado Asociado de Puerto Rico, Panamá es el único país Latino Americano donde los prestamistas privados están dispuestos a hacer préstamos hipotecarios a tasa fija a 30 años".

Hacer comparaciones del desempeño económico entre países dolarizados resulta insuficiente debido a que entre ellos existen grandes diferencias en su

---

<sup>18</sup> Schuler, Kurt. Op. Cit. Pág5.

tamaño, cultura, régimen político, composición de sus sistema productivo, etc. Además, como ya se aclaró, la dolarización es sólo una medida con lo cual dependerá del resto de políticas que se tomen conjuntamente con la dolarización y la seriedad con la que se la lleva a cabo y el apoyo que la población le brinde. No obstante, existen estudios que comparan países en desarrollo que tienen altamente normado el sistema monetario (incluyendo dolarización y cajas de conversión como Argentina hasta el año 2001) con países en desarrollo que no se encuentran tan reglamentados. En dicho estudios muestran que los primeros poseen un mejor desempeño de su banca central que los otros.

Ecuador a raíz de la devaluación de Brasil en 1999 sufrió una fuerte crisis que provocó un ataque especulativo contra la moneda, que finalizó en una devaluación del "sucre". Luego de dejarlo flotar, el sucre en 10 meses perdió 2/3 de su valor contra el dólar. Concomitantemente se produjo el cierre de un número importante de bancos. El gobierno congeló los depósitos en todo el sistema bancario y dejó de pagar la deuda externa. La economía se contrajo un 7,3% en 1999. A lo largo de 1999 la pobreza había aumentado del 38% al 44%, la inflación alcanzó un 50%, el salario real ha disminuido en un 20%, los niños escolarizados entre 6 y 15 años han descendido de un 50% a un 4%. Cualquiera semejanza con la Argentina ¿es mera coincidencia?

Es interesante conocer cómo fue la transición según informes de la prensa. "El entonces presidente de Ecuador Jamil Mahuad anunció en enero de 2000 la dolarización de su país, con oposición del presidente del Banco Central. Este anuncio desencadenó el aumento de las movilizaciones sociales y el 21 de enero de 2000 organizaciones indígenas apoyadas por oficiales progresistas de las Fuerzas Armadas tomaron el Congreso, provocando la caída de Mahuad e intentaron instaurar un gobierno popular. Pero horas más tarde, y con la participación de la embajada norteamericana, los mandos militares dieron un golpe de estado a favor del vicepresidente Gustavo Noboa, quien asumió el poder el 22 de enero y confirmó la dolarización"<sup>19</sup>.

Finalmente se dolarizó en Ecuador en enero de 2000, lo que terminó con la crisis de la moneda, la tasa nocturna de interés interbancaria se redujo del 200% al 20% de forma inmediata ( a fines de 2001 estaba en un 2,6%). La economía creció un 2,3% en ese año y tuvo una inflación del 91%, convergiendo a valores menores en los últimos dos años. Se liberaron los depósitos, como consecuencia y reanudar el pago de la deuda que se renegoció y se redujo. Debido a que no se puede atender el déficit fiscal imprimiendo moneda, se reestructuró el sistema fiscal y se logró una mayor estabilidad. Se renegoció la deuda externa a cambio de algunas concesiones requeridas (Stand By Arrangement) por el FMI. En 1998 la deuda externa equivalía al 66% del PBN, en 1999 llegó al 90%. Los intereses que deben pagar son altísimos en relación al PBN. El peso de la deuda pasa a ser soportado por toda la población, por la suba de impuestos y por los recortes en los servicios públicos. El nivel de actividad no obstante, no se recuperó lo suficiente como para revertir el proceso de manera inmediata luego de la dolarización. Se sostiene que le quitó competitividad al

---

<sup>19</sup> Pascual Serrano, EL CASO DE ECUADOR NOS ANTICIPA LO QUE PUEDE PASAR CON ARGENTINA, 12 de marzo de 2001.

sector exportador, similar argumento al utilizado en la Argentina de la Convertibilidad. Más de tres mil empresas cerraron por quiebra, con una importante cantidad de gente desocupada y una gran emigración del país.

El Salvador adoptó el dólar como moneda de curso legal el 1 de enero de 2001. A comienzos del año 2002, más de la mitad de la masa monetaria ya había sido transformada en dólares estadounidenses. Se espera que a fin de año a este ritmo desaparezcan los "colones" de circulación.

El presidente de El Salvador, Francisco Flores especificó el 22 de noviembre de 2000, tres grandes objetivos en relación a la dolarización del país, contribuir a la reactivación de la economía, reducir las tasas de interés y dotar de mayor competitividad al país. El crecimiento del año 2001 fue del 2%, según un reporte del Banco Central de Reserva (inferior en más de un punto a la meta que la misma institución se había fijado un año antes). Este crecimiento fue el mismo que el del año 2000 sin dolarización y si bien no se registró un crecimiento superior al del año anterior lo difícil de determinar es cuánto hubiera sido si no se hubiera dolarizado, máxime teniendo en cuenta las dificultades que atravesó la economía salvadoreña durante el pasado año; principalmente los daños ocasionados por los terremotos de enero y febrero; el hundimiento de los precios internacionales del café; el alto costo del petróleo y la pérdida de dinamismo de la economía de los Estados Unidos.

En relación a la caída de las tasas, las mismas se vieron reducidas durante todo el año sustancialmente aunque las mismas siguen siendo altas para ser el motor impulsor del crecimiento de la economía. Cabe aclarar que Estados Unidos también ha reducido su tasa de interés en porcentajes muy pequeños. Hay que recordar que el proceso de disminución de interés arrancó desde mediados del 2000, es decir seis meses antes de que inicie el proceso de dolarización.

En relación a la competitividad, el sector exportador hasta octubre del año pasado, mostró una caída del 2.2% de las exportaciones en relación a las del 2000, explicado principalmente en el naufragio del café y a los bajos precios de la azúcar y la caída de demanda de maquila de los Estados Unidos. Con todo esto el aporte de la dolarización no quedó muy claro. En síntesis, los resultados son inciertos con lo cual podría aducirse que se debe a que el proceso aún es muy joven y se produjo en un año lleno de dificultades para ese país.

Guatemala sancionó el año pasado una ley que permite la libre circulación y el pago de sueldos en dólares.

Países oficialmente dolarizados					
Pais	Población en miles	PBI en miles de millones	Estado Político.	Moneda	Desde
Andorra	73	1,20	Independiente	Franco Francés, Peseta. (Euro)	1278
Coco (Islas Keeling)	0,6	0,00	Territorio Australiano Externo	Dólar Australiano	1955
Ecuador	12.200	18,4	Independiente	Dólar EEUU	2000
Islas Cook	18,5	0,10	Territorio Nueva Zelanda	Dólar NZ	1995
Chipre Norte	180	1,40	Independiente	Lira Turca	1974
Groenlandia	56	0,90	Territorio de Dinamarca	Krone de Dinamarca	Antes de 1800
UAM	160	3,00	Territorio de EEUU	Dólar EEUU	1898
Kiribati	82	0,10	Independiente	Dólar Australiano,	1943
Liechtenstein	31	0,70	Independiente	Franco Suizo	1921
Islas Marshall	61	0,10	Independiente	Dólar EEUU	1944
Micronesia	120	0,20	Independiente	Dólar EEUU	1944
Mónaco	32	0,80	Independiente	Franco Francés. (Euro)	1865
Nauru	10	0,10	Independiente	Dólar Australiano	1914
Niue	1,7	0,00	Territorio Nueva Zelanda	Dólar NZ	1901
Islas Norfolk	1,9	0,00	Territorio Australiano Externo	Dólar Australiano	Antes de 1900?
Islas Marianas del Norte	48	0,50	Territorio de EEUU	Dólar EEUU	1944
Palau	17	0,20	Independiente	Dólar EEUU	1944
Panamá	2700	8,70	Independiente	Dólar EEUU, propia moneda fraccionaria.	1904
Islas Pitcairn	0,042	0,00	Dependiente de Gran Bretaña	Dólar EEUU y NZ	1800s
Puerto Rico	3800	33,00	Estado Asociado a EEUU	Dólar EEUU	1899
Santa Helena	5,6	0,00	Colonia Británica	Libra Inglesa	1834
Samoa Americana	60	0,20	Territorio de EEUU	Dólar EEUU	1899
San Mariano	26	0,10	Independiente	Lira Italiana (Eura),	1897
Tokelau	1,5	0,00	Territorio Nueva Zelanda	Dólar NZ	1926
Islas Turcas y Caicos	14	0,10	Colonia Británica	Dólar EEUU	1973
Tuvalu	11	0,00	Independiente	Dólar Australiano	1892
Ciudad del Vaticano	1	0,00	Independiente	Lira Italiana (Eura), moneda propia	1929
Islas Virgenes Británicas	18	0,10	Dependiente de Gran Bretaña	Dólar EEUU	1973
Islas Virgenes EEUU	97	1,20	Territorio de EEUU	Dólar EEUU	1934
EEUU	268000	8100,00	Independiente	Dólar EEUU	1700s

Fuente: Fundamentos de la dolarización, Op. Cit., Pag. 5 y 6

## ANEXO

### RIESGO PAÍS

“Los gobiernos que en el pasado han engañado reiteradamente a sus pueblos descubren que deben afrontar costos de ajuste mucho más elevados cuando deciden seguir las políticas correctas”<sup>20</sup>

Se define al riesgo país como el retorno adicional que pide un inversor para colocar su dinero en un país emergente en lugar de colocarlo en un país sin riesgo. Se mide la prima de riesgo país como la diferencia entre la tasa que paga un país emergente por un bono que emite dicho país en dólares (o cualquier otra moneda fuerte) con la tasa de un bono de las mismas característica emitido por un país sin riesgo.

Las primas de riesgo país difieren entre países según las expectativas que tienen los inversores de recuperar su dinero.

La actividad económica se ve afectada por el riesgo país a través de su impacto en la inversión y consecuentemente en el crecimiento de la economía.<sup>21</sup>

El elevado riesgo país eleva las tasas de interés perjudicando el crecimiento de la economía de un país. Esto a su vez colabora para que la situación de ese país empeore, lo que provocará un incremento en la tasa de riesgo país futura. Salir de este círculo vicioso requiere de mucho esfuerzo y una política correcta y consistente en el tiempo, así como seguridad jurídica e instituciones sólidas.

Las principales calificadoras de riesgo soberano Standar & Poor, Moody's y J.P. Morgan<sup>22</sup> determinaron ocho factores que explican más del 90% de la variación transversal de las calificaciones.<sup>23</sup> Estas variables son:

- PBI per cápita
- Antecedentes de crecimiento

Indices de riesgo país al 16/05/02	
Argentina	5205
Brasil	905
México	250
Venezuela	830
Bulgaria	341
Ecuador	1072
Corca	83
Nigeria	1343
Panamá	377
Perú	530
Filipinas	355
Polonia	171
Rusia	438
Colombia	578
Turquía	615

Fuente Bloomberg

<sup>20</sup> Op. Citado, Rodríguez Carlos Alfredo, pág 94.

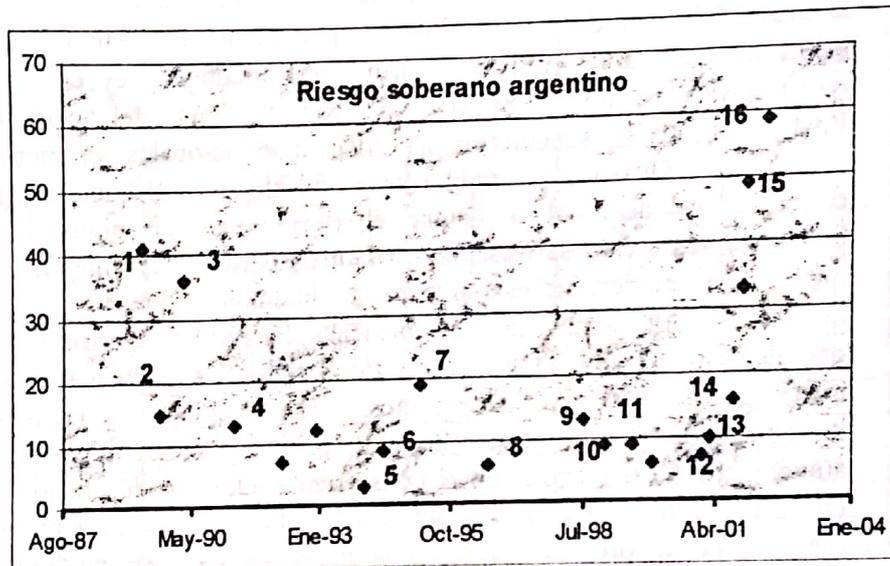
<sup>21</sup> “Un aumento del punto porcentual del riesgo país está asociado con una caída de casi un 1% en la brecha de producción. Sin embargo la tendencia en el PBI puede depender el riesgo propiamente dicho y por lo tanto la pérdida permanente puede ser más alta...Un aumento permanente de un punto porcentual en el riesgo país genera una caída permanente de 2.2 % en el PBI”, Op. cit., Carlos Rodríguez, págs 98 y 99.-

<sup>22</sup> El índice más utilizado es el EMBI+: Emerging Markets Bond Index Plus.

<sup>23</sup> Richard Cantor y Frank Packer: “Factores determinantes e impacto de las calificaciones de Riesgo Soberano” FRBNY Economic Policy Review, octubre de 1996. Op. Citado pág 102.

- Carga del endeudamiento
- Inflación
- Antecedentes de incumplimiento
- Nivel de desarrollo
- Déficit fiscal
- Déficit de cuenta corriente

Cabe destacar que la expectativa de variación de los indicadores listados por parte de las calificadoras de riesgo puede agravarse por la situación política que un país puede llegar a atravesar. Un claro ejemplo es lo sucedido con la inestabilidad política de la Argentina en los últimos dos años y el consecuente incremento de las calificaciones de su Riesgo Soberano.



Período	Nivel	Referencia	Observaciones
Abr-89	41	1	hiperinflación
Sep-89	15	2	Asume Menem
Mar-90	36	3	Plan Bonex: Hiperinflación
Abr-91	13	4	Convertibilidad
Abr-92	7		
Ene-93	12		
Ene-94	3	5	Privatización YPF, ley de AFJP
Jun-94	8,7	6	Reserva Federal sube las tasas de interés
Mar-95	19	7	Tequila
Ago-96	6	8	Crisis Asiática
Ago-98	13	9	Default Ruso
Ene-99	9	10	Devaluación Brasil
Ago-99	9	11	Candidato presidencial Duhalde anuncia el no pago de la deuda externa
Ene-00	6		
Ene-01	7	12	Efecto Blindaje
Mar-01	10	13	Cambios Ministros
Sep-01	16	14	Crisis Política
Nov-01	33		
Dic-01	49	15	Renuncia De la Rúa
May-02	59	16	Crisis Actual

En el cuadro y gráfico anteriores podemos ver como las primas de riesgo soberano varían según la situación política, económica y social del país evaluado. Por ejemplo en 1989 Argentina vivió un proceso hiperinflacionario que provocó la renuncia anticipada de su primer presidente constitucional, luego de un proceso de dictadura militar, el Dr. Raúl Alfonsín del partido radical le otorgó el mando al Dr. Carlos Saul Menem diez meses antes de su finalización. La situación social y económica del país estaba atravesando uno de los peores momentos de su historia, y el riesgo país mostraba sus mayores valores<sup>24</sup>. Tras la asunción del nuevo presidente se observa una fuerte caída en la prima. Luego del anuncio del Plan de Convertibilidad que incluía un plan de privatizaciones, principalmente la de YPF y la promulgación de la Ley de AFJP Argentina registró los menores niveles de Riesgo País del periodo analizado. Posteriormente se sucedieron las crisis internacionales ya mencionadas y la actual crisis. Otro factor importante a considerar es el que se denomina efecto contagio, es decir al aumentar el riesgo país en algún país emergente inmediatamente esto se traslada a los otros países integrantes del mismo grupo que no responden necesariamente a situaciones que les son directamente inherentes. Por ejemplo la crisis mexicana del año 95, la crisis asiática del 97, el default ruso del año 98 y la crisis de Brasil del año 99 marcaron picos en el riesgo país de los países emergentes. En situaciones de crisis los inversores buscan activos más seguros (flight to quality o efecto fuga hacia la calidad) aumentando su demanda con el consecuente aumento de precios. Por ejemplo en la crisis rusa, los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos aumentaron fuertemente sus precios y las tasas de interés de los países en desarrollo tuvieron igual destino, consecuentemente los precios de estos últimos disminuyeron. Otro ejemplo de contagio podemos verlo en Argentina en relación al Tequila, en 1995 su producto cayó en 4% y el desempleo trepó del 13 al 18% como consecuencia directa del efecto contagio.

El contagio se produce debido a que los inversionistas y calificadoras de riesgo poseen información imperfecta, causado principalmente en los altos costos de obtenerla, ya que los países emergentes poseen constantes variaciones en sus políticas y es necesario su monitoreo constante. Además suelen no disponer de estadísticas y datos tan precisos como la de los países desarrollados. La gran intervención estatal (principalmente en los países asiáticos) dificulta en gran parte las conclusiones de los analistas financieros por la dificultad de obtener información de dichas fuentes.

<sup>24</sup> Estos valores fueron extraídos del libro del Dr. Jorge Avila Op. Cit., calculados por el mismo, según consta en el Apéndice Estadístico.

Situaciones de Contagio se produjeron con la crisis mexicana del año 95, la crisis asiática del 97, el default ruso del año 98 y la crisis de Brasil del año 99 marcando picos en el riesgo país de los países emergentes. En situaciones de crisis los inversores buscan activos más seguros (flight to quality o efecto fuga hacia la calidad) aumentando su demanda con el consecuente aumento de precios. Por ejemplo en la crisis rusa, los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos aumentaron fuertemente sus precios y las tasas de interés de los países en desarrollo tuvieron igual destino, consecuentemente los precios de estos últimos disminuyeron. Otro ejemplo de contagio podemos verlo en Argentina en

relación al Tequila, en 1995 su producto cayó en 4% y el desempleo trepó del 13 al 18% como consecuencia directa del efecto contagio. En el último tiempo Argentina llegó a alcanzar los niveles de riesgo país más elevados de la historia, superando los 7 mil puntos básicos. La fuerte

Indices de riesgo país			
	05/07/02	16/06/02	Variación %
Argentina	7155	5205	37,46%
Brasil	1715	905	89,50%
México	328	250	31,20%
Venezuela	1180	830	42,17%
Bulgaria	384	341	12,61%
Ecuador	1289	1072	20,24%
Corea	82	83	-1,20%
Nigeria	1952	1343	45,35%
Panamá	470	377	24,67%
Perú	644	530	21,51%
Filipinas	435	355	22,54%
Polonia	199	171	16,37%
Rusia	514	438	17,35%
Colombia	606	578	4,84%
Turquía	943	615	53,33%
Uruguay	1537	-	
Variación promedio			29,20%

Fuente Bloomberg

dependencia del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, la inestabilidad del dólar, el corralito financiero, la crisis política, el empobrecimiento social y sus movilizaciones, la falta de rumbo económico y principalmente la gran incertidumbre repercute en el resto de los países emergentes, principalmente los de Latinoamérica. En los últimos veinte días la mayoría los países emergentes tuvieron un incremento en su riesgo soberano y en promedio superó el 29% de variación, este fuerte incremento es asignado al contagio provocado por Argentina a aquellos. Las principales economías de América se encuentran sumamente preocupadas por esta situación, manifestándolo sus jefes de Estados ofreciendo su apoyo a nuestra nación, teniendo en cuenta que la "de la buena salud" de cada uno depende de la del todo en conjunto. Como puede observarse en los cuadros en la primera semana de julio de este año se registró un incremento en las cuatro economía más representativas de Latinoamérica en lo que hace al mercado financiero. Pero estas subas, si bien son importantes, explican la menor parte de la suba de las últimas tres semanas. Por ejemplo Brasil mostró una suba de casi el 90% en su riesgo soberano en los últimos 20 días, mientras que la variación en la última semana fue de un 12%. Observando cómo se modificaron las cifras de ese país desde fin del 2000 al 5 de julio de 2002 vemos que se registró un aumento del 97% en total. Considerando que casi la totalidad de dicho incremento se produjo en el lapso de dos semanas (independientemente de las variaciones que sufrió en el transcurso del período, que naturalmente se

compensaron para obtener el valor de comienzos de junio de este año) cuya causalidad es otorgada al contagio de Argentina y al temor de que el candidato de izquierda Lula Da Silva obtenga la presidencia en octubre y tire por la borda la política económica implementada por el presidente Fernando Enrique Cardoso poniendo en riesgo al país de declararse en cesación de pagos, podemos observar la significativa importancia que obtienen estos tipos de circunstancias en la economía real de los países. Más aún aquellos emergentes, muy expuestos a lo que suceda en el resto. Similar situación se vivió en México y Venezuela y en el resto de los países considerados. El único país que parece haber quedado inmune al contagio fue Corea, coincidentemente con la organización del Mundial de Fútbol en forma conjunta con Japón, y más aún en el mes de Junio en el cual se desarrolló el evento fue el mes de las grandes variaciones, este país mostró una reducción.

En línea con lo expresado, Jorge Avila<sup>25</sup> afirma que desde la

RIESGO PAIS				
	5 de Julio 2002	Anterior Var. %	Fin de mes anterior var. %	Fin de año 2000 anterior var. %
ARGENTINA	7155	-0,59739	5,36004	62,46594
BRASIL	1715	-0,17462	12,31172	97,12644
MEXICO	328	-2,95858	2,18069	6,49351
VENEZUELA	1180	0,25459	5,8296	4,60993

Fuente: Diario Ambito Financiero 8/7/2002

adopción del régimen de Convertibilidad, el riesgo soberano argentino depende principalmente de cuatro factores, dos internos y dos externos. Los primeros son el déficit fiscal y la situación política del país, los últimos la política monetaria de los EEUU y la situación de países referentes como Brasil, México y Hong Kong. Los analistas financieros internacionales formarán la prima a través de un proceso de evaluación propio. En relación a cual de las variables gravitaría más sobre el riesgo soberano Avila comenta: "No existe una jerarquía de influencias, pero creemos que la gravitación de tales factores está limitada por la calidad de las instituciones políticas y económicas del país. Por ejemplo, un cierto déficit fiscal produce menos inquietud con un régimen de convertibilidad monetaria; el anuncio de la moratoria externa por parte de un candidato presidencial puede no provocar una corrida sobre los depósitos cuando la banca respeta normas prudenciales del tipo Basilea plus; la estabilidad de la política exterior, y de las políticas generales del país, es mayor cuando la presidencia de la Nación se renueva en forma metódica y constitucional, y un shock internacional depararía menos incertidumbre macroeconómica en el marco de una asociación comercial con el NAFTA que con el actual MERCOSUR. Nuestra presunción básica es que la organización republicana, el patrón dólar y una alianza comercial con una potencia económica abierta y estable, son condiciones necesarias, y tal vez suficientes, para asegurar una prima de riesgo argentino históricamente baja".

<sup>25</sup> Avila Jorge, Op. Cit. pag14 y 15.

## Referencias:

- Schuler Kurt, Fundamentos de la Dolarización. IEEP (Instituto Ecuatoriano de Economía Política), Julio de 1999. Reporte preparado para el Comité Económico del Congreso de los Estados Unidos.
- Schuler, Kurt, DOLLARIZATION, STILL THE BEST CHOICE FOR ARGENTINA, Joint Economic Committee, US Congress, Washington, 8 de Febrero de 2002.
- Rubinstein, Gabriel, DOLARIZACIÓN Argentina en la aldea global. Nuevo Hacer – Grupo Editor Latinoamericano, 1999.
- Blasco Garma, Enrique, Dolarizar el fin de las monedas nacionales, Editorial Atlántida, 2001.
- Hanke, Steve; Schuler, Kurt; UNA PROPUESTA DE DOLARIZACIÓN PARA LA ARGENTINA, CATO Institute, Mayo de 1999.
- Rodríguez, Carlos Alfredo; Argentina en transición La recesión 1998/2000, Temas Grupo Editorial SRL, 2000.
- Rodríguez, Carlos; Ortiz, Javier; NUEVAS PERSPECTIVAS SOBRE LOS EFECTOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS Y FISCALES EN UN REGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FIJO: Interacciones entre Riesgo País y el Nivel de Reservas Internacionales, Noviembre de 2001, Universidad del CEMA.
- Calvo, Guillermo; ON DOLLARIZATION, Universidad de Maryland
- Calvo, Guillermo; TESTIMONY ON DOLLARIZATION, Universidad de Maryland, Presentado ante el “Subcomité on Domestic and Monetary Policy – Comité on Banking and Financial Services, Junio de 2000.
- Calvo, Guillermo; NOTES ON PRICE STICKINESS: With Special Reference to Liability Dollarization and Credibility, Universidad de Maryland
- Blasco Garma, Enrique; DOLARIZAR El fin de las monedas nacionales, Editorial Atlántida, 2001
- Avila, Jorge; RIESGO ARGENTINO y Performance Macroeconómica, Universidad del CEMA, 2000.
- Druck, Pablo; Morón, Eduardo; Stein, Ernesto; THE TWIN RISK IN THE DOLARIZATION DEBATE COUNTRY AND DEVALUATION RISKS, Septiembre de 2001, versión incompleta y preliminar.

Universidad Nacional de Salta  
Facultad de Ciencias Económicas,  
Jurídicas y Sociales  
Instituto de Investigaciones Económicas  
Buenos Aires 177  
A4402FDC Salta  
Argentina

REUNIONES DE DISCUSIÓN

<u>Nº</u>	<u>Fecha</u>	<u>Autor</u>	<u>Título</u>
156	17/10/01	Eduardo Antonelli	"Evaluación de la Segunda Encuesta Docente de Economía I"
157	28/11/01	Eusebio Cleto del Rey	"La Contribución de Mejoras: Un Ejercicio Empírico"
158	12/12/01	Vicente E. Rocha y Hugo H. Andías	"Federalismo Fiscal y Descentralización Tributaria"
159	27/ 2/02	Carolina Piselli	"Asignación de Ingreso Personal a Individuos no Respondentes de la Encuesta Permanente de Hogares"
160	6/ 3/02	Eduardo Antonelli	"Efectos sobre los Precios de Retenciones a la Exportación"
161	17/ 4/02	Lidia Rosa Elías de Dip	"Concentración Geográfica de la Industria. Provincia de Salta, 1993"
162	8/ 5/02	Eduardo Antonelli	"Consideraciones sobre la Oferta Agregada"
163	22/ 5/02	Eduardo Antonelli	"Dolarización y Demanda de Dinero"
164	07/07/02	Eduardo Antonelli	Inflación en Argentina – Evidencia empírica 1900 - 2000
165	14/08/02	Roberto A. Dib Ashur	Dolarización