

## Regímenes monetarios

# La caja de convertibilidad, la dolarización y la integración monetaria en América latina\*

*Héctor Guillén Romo\*\**

**En este trabajo se analizan teóricamente los regímenes monetarios “ultra fijos” que son la caja de convertibilidad, la dolarización y la integración monetaria. En nivel empírico, se examinan la experiencia argentina con el *currency board*, la dolarización ecuatoriana y el proyecto de integración monetaria en el cuadro del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Se llega a la conclusión de que ningún régimen de cambio es óptimo para todos los países ni en todo momento y que, en todo caso, su adopción se hará en función de consideraciones políticas y de la correlación de fuerzas entre los ganadores y los perdedores frente al cambio institucional que representa un nuevo régimen de cambio.**

\* Congreso Internacional de Economía Mundial, Conferencia Magistral Manzanillo, Colima, 22-25 /11/2004, Facultad de Economía, Universidad de Colima.

En este número de RE publicamos la primera parte de este artículo correspondiente al análisis de los regímenes monetarios de la caja de convertibilidad y la dolarización. En una próxima edición incluiremos los apartados referidos al régimen de integración monetaria.

\*\* Universidad de Paris 8, Departamento de Economía y de Gestión, h.guillen@wanadoo.fr

## Introducción

Los regímenes de cambio se pueden clasificar en fijos, intermedios y flotantes. En el caso de los regímenes fijos una paridad irrevocable es sostenida gracias a compromisos institucionales y operacionales estrictos (caja de convertibilidad, dolarización oficial, unión monetaria). En el caso de los regímenes flotantes nos encontramos frente a una flotación independiente o controlada pero no estrictamente. Cuando se trata de los regímenes intermedios se habla de ancla flexible o de flotación estrictamente controlada. Con las anclas flexibles las autoridades buscan defender un valor o un sendero predeterminado del tipo de cambio sin compromiso institucional de orientar totalmente la política monetaria al objetivo único de mantener la paridad (regímenes convencionales de paridad fija respecto de una moneda única o una canasta de monedas, bandas horizontales, paridades móviles y bandas de fluctuación móviles). Con la flotación estrictamente controlada las autoridades buscan preservar la estabilidad del tipo de cambio siguiendo de cerca las fluctuaciones e interviniendo

en el mercado pero sin vincularse con un valor o con un sendero predeterminado. La elección del régimen de cambio resulta de un arbitraje entre las ventajas de la flotación pura y las de la rigidez total. Los criterios de elección del régimen incluyen circunstancias específicas de cada país como los criterios tradicionales de optimización de las zonas monetarias, en gran medida endógenos, así como criterios relativos a la credibilidad y los político-económicos.<sup>1</sup>

La cuestión de saber qué régimen de cambio escoger se planteó a numerosos países latinoamericanos que constataban que las soluciones hasta entonces preconizadas no funcionaban<sup>2</sup>. En los años 80 se privilegiaron los regímenes intermedios: fijación flexible, paridad o banda de fluctuación "móvediza". En todos estos regímenes el tipo de cambio nominal jugaba un papel central como ancla para favorecer la estabilización de los precios. Los éxitos en la lucha contra la inflación y, sobre todo, la sobrevaluación de las monedas, factor fundamental en el desencadenamiento de las crisis financieras, contribuyeron a abandonar en la década de los '90 las soluciones intermedias y a preo-

<sup>1</sup> Andrea Bubula y Inci Otter-Robe « Une bipolarisation persistante » *Finances et Développement* Mars 2004. Para una descripción completa de todos los regímenes de cambio siguiendo tres criterios (grado de compromiso, ancla externa y cooperación regional) véase Agnès Bénassy-Quéré y Benoît Coeuré « L'avenir des "petites" monnaies, solutions régionales contre solutions en coin » *Revue d'économie politique* 110 Mai-Juin 2000.

<sup>2</sup> Andrew Berg, Eduardo Borensztein y Paolo Mauro "Quel régime monétaire pour l'Amérique Latine? *Finances et Développement* septembre 2003.

nizar los extremos (soluciones de esquina). En dicha década el sistema monetario internacional conoció tres transformaciones importantes. La primera fue un auge más rápido de los movimientos del capital que del comercio internacional con la aparición de poderosos actores privados cuyas capacidades financieras exceden las de los bancos centrales. Este movimiento tuvo como consecuencia una autonomía de la parte “baja” de la balanza de pagos (inversiones directas y de portafolio) respecto de la parte alta de la balanza (bienes y servicios). La segunda transformación, en parte consecuencia de la primera, fue la crisis financiera de los países emergentes (1994 en México, 1997 en Asia, 1998 en el Brasil y Rusia) y el abandono de numerosos regímenes de cambio fijo respecto del dólar. La tercera fue la creación del euro que presenta de entrada varias de las características necesarias para emerger como una de las monedas claves del sistema monetario internacional: mercado financiero desarrollado y líquido, baja inflación, importantes redes de empresas que utilizan el euro en sus transacciones, representación en los foros de decisión internacionales, etc.<sup>3</sup> En dicho contexto, la mayoría de los países latinoamericanos optaron oficial-

mente por las famosas “soluciones de esquina”: tasas flotantes o, por lo contrario, recurrieron a sistemas rígidos como las cajas de emisión (o de convertibilidad) o la dolarización. En la práctica esto equivalía a abandonar completamente el tipo de cambio a las fuerzas especulativas de los mercados o a dolarizar la economía<sup>4</sup>. Incluso bajo la influencia de la creación del euro empezó a avanzar la idea de una posible integración monetaria en la que participarían alguno o varios países latinoamericanos. En este artículo, nuestro objetivo será analizar los arreglos monetarios “ultra fijos” que son la caja de convertibilidad, la dolarización y la integración monetaria como posibles regímenes cambiarios viables para los países de América latina.

#### **La caja de convertibilidad (“*currency board*”)**

La caja de convertibilidad o de emisión combina varios elementos:

- Una tasa de cambio fija por ley respecto de una moneda ancla (o una canasta de monedas ancla). La decisión de fijar por ley la paridad cambiaria suele expresar la decisión del gobierno de sostener a cualquier costo la

<sup>3</sup> Agnès Bénassy-Quéré y Benoît Coeuré op cit p 347-348.

<sup>4</sup> Si se hace la distinción entre regímenes de cambio oficiales y regímenes de cambio reales, el movimiento en dirección de la flotación libre no se confirma. Agnès Bénassy-Quéré « Régimes de change: avec ou sans sucre? » La lettre du CEPII N° 191 junio 2000.

convertibilidad monetaria. En este caso el gobierno busca “un efecto de credibilidad”<sup>5</sup>.

- La convertibilidad automática, es decir, la obligación de intercambiar en cualquier momento la moneda nacional a la tasa fija. El Banco Central se estrecha en sus funciones tradicionales y se vuelve estatutariamente una caja de convertibilidad, una especie de “gran casa de cambio”<sup>6</sup> encargada de mantener el tipo de cambio fijo con plena convertibilidad y de vender todas las divisas que le demanden, lo que implica una oferta infinitamente elástica de divisas. Más precisamente, el Banco Central inscribe en su pasivo los billetes y piezas (moneda fiduciaria) y las reservas que los bancos comerciales conservan en él. El total constituye la base monetaria. En su activo sólo dispone entonces de divisas extranjeras por un monto equivalente.
- El balance de la caja de convertibilidad es contradictorio con los balances de los bancos centrales tradicionales. Normalmente, la moneda fiduciaria y las reservas de los bancos son emitidas con tres tipos de contrapartidas en el activo del Banco Central, el rubro de oro y divisas, los créditos del Banco Central al Tesoro y los créditos del Banco Central a la economía, es decir, el refinanciamiento de los bancos comerciales. El Banco Central propio de la caja de convertibilidad se prohíbe la libertad de emitir moneda refinanciando a los bancos, es decir haciendo apuestas sobre la economía. Se trata de introducir un “efecto de disciplina” que impida, por un lado, el financiamiento monetario del déficit y, por otro lado, el refinanciamiento laxo del sector bancario por parte del Banco Central.
- La base monetaria crece en razón directa y unívoca (de uno a uno) con el aumento de reservas de divisas en poder del Banco Central. Las reservas de divisas deben cubrir cuando menos el 100% de la base monetaria de tal suerte que en caso de extrema desconfianza que incite al público a cambiar toda la moneda nacional en circulación por moneda ancla (dólar, euro, yen, etc), la banca central pueda hacer frente a todas las operaciones de cambio<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Jean-Louis Combes y Romain Veyrune, “Effet de discipline et effet de crédibilité de l’ancrage nominal” *Revue d’économie financière* N°75, 2004.

<sup>6</sup> René Villarreal ¿Pesos o dólares? *Análisis*, enero de 1999. p17.

<sup>7</sup> En algunas ocasiones se hace la distinción entre las cajas de convertibilidad ortodoxas y las cajas de convertibilidad modernas. Las cajas ortodoxas son aquellas en las cuales la base monetaria está cubierta en 100% con tenencias externas y no más. El gobierno no puede beneficiarse de financiamiento monetario y el sector bancario es-

- El señoreaje (la ganancia de las autoridades monetarias asociada con el derecho de emitir moneda de curso legal) proviene del hecho de que la caja de convertibilidad puede colocar sus reservas en préstamos en dólares que reportan intereses. Dichos rendimientos de la inversión de las reservas deducidos los gastos operativos permiten incrementar los activos de la caja de convertibilidad o se entregan al ministerio de Finanzas o de Economía.
- El Banco Central propio de la caja de convertibilidad no puede tener una política monetaria autónoma ni desempeñar un papel de prestamista de última instancia en caso de crisis.<sup>8</sup>
- La unidad de cuenta doméstica es preservada tanto en las transacciones internas de la esfera privada como en las operadas en la esfera pública. El Estado salvaguarda el símbolo monetario doméstico, incluso si las condiciones rígidas de su emisión restringen considerablemente la soberanía monetaria.

Un régimen de caja de convertibilidad sólo es creíble si el Banco Central dispone de suficientes divisas para cubrir al menos la totalidad de la masa monetaria en su sentido más estrecho. La opinión pública y los mercados, sobre todo el de capitales, tienen la seguridad de que cada billete en moneda nacional está garantizado con un monto equivalente de divisas del Banco Central. La “moneda de la caja de convertibilidad” será más demandada que las monedas sin garantía, ya que sus poseedores saben que pase lo que pase podrán convertir sus billetes en una de las grandes monedas.

El sistema funciona de manera similar al mecanismo del patrón oro pero con una moneda ancla como garantía<sup>9</sup>. El funcionamiento

ta sometido a una restricción presupuestaria fuerte debido a la ausencia de prestamista de última instancia. En el caso de las cajas de convertibilidad modernas se dispone de un departamento bancario que ejerce las prerrogativas de un Banco Central, es decir, proveer crédito al Estado y al sector privado. Los recursos de este departamento son provistos por el departamento de emisión gracias a los excedentes de divisas, las reservas excedentes o los préstamos de organismos financieros internacionales. La utilización de estos recursos se hace a discreción del departamento bancario. Estas innovaciones le proporcionan al Estado un mayor margen de intervención. Romain Veyrune, “Les caisses d’émission modernes sont-elles orthodoxes?” *Revue d’économie financière* N°75, 2004.

<sup>8</sup> Christian Aubin y Philippe Norel *Economie internationale, Faits, théories et politiques* Paris, Seuil, 2000. p 265-267.

<sup>9</sup> La Autoridad Monetaria de Hong Kong “al establecer un “tablero de cambio” que vincula con rigidez el dólar de Hong Kong al estadounidense, con la moneda local respaldada al cien por ciento por reservas en dólares USA, se ha aproximado tanto como cualquier Banco Central moderno a recrear el patrón oro”. Paul Krugman, *El gran engaño*, Barcelona, Crítica, 2004. p308.

del sistema es muy simple. En una economía macroeconómicamente estable sin choques externos y con flexibilidad en la asignación de los recursos en los mercados internos, un superávit en la cuenta corriente provocará un aumento en el circulante y, entonces, un aumento en los precios perjudicando la competitividad de la economía. Como resultado de ello se frenarán las exportaciones y aumentarán las importaciones, lo que llevará a eliminar el superávit y a recobrar el equilibrio externo. En caso de déficit externo, la salida de moneda ancla reducirá el circulante provocando una reducción de los precios que alentará las exportaciones y frenará las importaciones lo que facilitará el regreso al equilibrio externo.

Si el sistema es puesto a prueba, los defensores de la caja de convertibilidad afirman que los estabilizadores automáticos prohibirán cualquier salida masiva de divisas. En caso de una fuga hacia la moneda ancla, la masa monetaria del país disminuirá, lo que provocará un aumento de la tasa de interés que empujará a los inversionistas extranjeros a transferir sus fondos al país. El encadenamien-

to es prácticamente el mismo que en régimen de cambio fijo, pero la garantía inherente a la caja de convertibilidad asegura que las variaciones de la tasa de interés y los costos económicos correspondientes serán más bajos<sup>10</sup>.

La credibilidad económica, una inflación moderada y tasas de interés más bajas son las supuestas ventajas más manifiestas de una caja de convertibilidad. Este régimen puede ser muy restrictivo si el sistema bancario es frágil o si el país está expuesto a choques económicos externos como la modificación en los precios del petróleo, el aumento en las tasas de interés y /o el freno a los flujos de capital. En el régimen de caja de convertibilidad hay un abandono casi completo de la soberanía monetaria: el Banco Central no tiene ningún medio de regular la oferta de liquidez. No puede ni financiar al Estado ni ejercer una función de prestamista en última instancia para salvar a los bancos que enfrentan dificultades financieras<sup>11</sup>. Al eliminar el tipo de cambio como instrumento flexible para enfrentar el desequilibrio externo el único ajuste viable es el recesivo. En efecto, si se adopta la caja de

<sup>10</sup> Charles Enoch y Anne-Marie Gulde « Les caisses d'émission sont-elles une panacée monétaire? » *Finances et Développement*, Diciembre 1998.

<sup>11</sup> La caja de convertibilidad no garantiza bajo ninguna circunstancia los depósitos del sistema financiero privado que pasan a ser responsabilidad exclusiva de las propias instituciones. Con ello los defensores de la caja de convertibilidad suponen que se reducen o eliminan las prácticas de riesgo moral y selección adversa, situaciones típicas en un contexto de seguro implícito asumido por el banco central. Diego Mancheno, Julio Oleas y Pablo Samaniego, "Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador", *Monetaria*, CEMLA, oct-dic 2001. p 400.

convertibilidad, el crecimiento de la economía dependerá más de la evolución de los mercados financieros internacionales que de la capacidad para utilizar plenamente los recursos internos. Si en el mercado internacional se constata una baja liquidez y una alta tasa de interés, la economía estará obligada a vivir en recesión permanente a pesar del desempleo y la capacidad productiva ociosa, ya que ni el gobierno ni la banca comercial podrán recibir crédito del Banco Central, lo que imposibilita la reactivación del ciclo económico. Frente a una situación de capacidad ociosa y desempleo, el gobierno no puede fomentar la inversión en infraestructura, tecnología, educación, ya que la restricción de un presupuesto equilibrado lo obliga a renunciar al arma fiscal como instrumento para reactivar el ciclo económico. La única posibilidad que le queda es la de endeudarse con la banca internacional en moneda ancla para convertirla en moneda nacional gracias a la caja de convertibilidad lo que llevará a un aumento de la deuda externa. La tasa de interés se utiliza como un mecanismo de atracción de capital extranjero que permita financiar el déficit externo,

aumentar las reservas internacionales y expandir la base monetaria. El tipo de cambio deja de ser un **instrumento** de política económica y se convierte en un **objetivo**. Una economía con caja de convertibilidad debe ser capaz de generar en un largo período un excedente estructural de su balanza de pagos para asegurar la regularidad de su crecimiento<sup>12</sup>.

La caja de convertibilidad “es una forma radical, extrema, de volver al patrón oro, esto es de congelar el tipo de cambio nominal cancelando su uso como instrumento de ajuste de los desequilibrios externos”<sup>13</sup>. Todo queda subordinado al sostenimiento de la paridad cambiaria. Esto fue posible en los primeros años del patrón oro debido “a la marginación política de buena parte de la población de la época y a la falta de esclarecimiento de las relaciones entre las reglas monetarias de un lado, y el empleo y la actividad económica del otro”.<sup>14</sup> Las controversias teóricas en materia monetaria bajo el régimen del patrón oro durante el siglo XIX seguramente influenciaron a los responsables de la organización monetaria colonial. A este respecto cabe recordar que las cajas de conver-

<sup>12</sup> Jean- François Ponsot, “Parité fixe et règle de convertibilité monétaire dans les économies émergentes: l’impact d’un currency board sur la croissance » en Dielbolt C y Escudier JL (dir) *La croissance économique dans le long terme, Formes historiques et perspectives*. Paris, L’Harmattan, 2002. p278.

<sup>13</sup> David Ibarra y Juan Carlos Moreno-Brid, “¿Alzheimer, milagrerías o soluciones? En David Ibarra, *Política y economía, semblanzas y ensayos*, México, Miguel Angel Porrúa, 1999. p 246.

<sup>14</sup> D. Ibarra y Moreno-Brid *op cit* p247.

tibilidad fueron rechazadas durante mucho tiempo ya que se las consideraba un resabio de la época colonial<sup>15</sup> cuando las colonias sometían la homogenización de sus trabajos concretos al mismo instrumento monetario que las metrópolis<sup>16</sup>. Al acceder a la independencia después de la segunda guerra mundial, la mayoría de las colonias decidieron abandonar las cajas de convertibilidad e implementar un Banco Central. En efecto, se consideraba que un mecanismo reglamentado de manera tan rígida, “a la Hume”, no se adaptaba a las necesidades de una economía diversificada capaz de implementar técnicas complejas de política monetaria. Las cajas de convertibilidad sólo se consideraban oportunas y viables en contextos muy particulares como el de economías abiertas de talla reducida constituidas por una sola

ciudad (caso de Hong Kong) o de pequeñas islas (como las Caiman o las Feroe). En tanto que 38 países o territorios disponían de una caja de convertibilidad en 1960, su número cayó a 9 a finales de los ochenta y se recuperó un poco pasando a 14 a finales de los noventa (varios países de Europa del Este adoptaron dicho régimen). La sorpresa en América latina vino del lado de la Argentina donde el ministro de finanzas de Carlos Menem, Domingo Cavallo, resucitó esta reliquia monetaria colonial que representa la caja de convertibilidad<sup>17</sup>.

La Argentina, más que cualquier otro país subdesarrollado, adoptó los principios neoliberales: apertura externa, privatización de empresas estatales, acogida de las empresas multinacionales, reforma agresiva de la seguridad social, privatización del régimen de

<sup>15</sup> La primera caja de convertibilidad se implementó en la isla Mauricio en 1859. Posteriormente, dichas cajas se generalizaron y se volvieron usuales en las colonias europeas. A las colonias se les permitía emitir su propia moneda, pero su valor permanecía rígidamente atado al del país colonizador al garantizar su solidez con una ley que exigía que la emisión de moneda local estuviera completamente respaldada con reservas de moneda dura. El público tenía derecho de convertir la moneda local en moneda dura a un tipo de cambio fijado por ley. Por su parte, el Banco Central tenía la obligación legal de disponer de una cantidad suficiente de la moneda del país colonizador para cambiarla por la moneda local. Paul R. Krugman, *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Argentina, Norma, 1999. p 87.

<sup>16</sup> Maurice Byé y Gérard Destanne de Bernis, *Relations économiques internationales*, Paris, Dalloz, 1987. p 564.

<sup>17</sup> Sebastián Galiani, Daniel Heymann y Mariano Tomassi, “Expectativas frustradas : el ciclo de la convertibilidad”, *Estudios y perspectivas*, Cepal, Santiago de Chile, junio 2003; Jérôme Sgard, “Ce qu’on en dit après, le « currency board » argentin et sa fin tragique”, *Revue d’économie financière* N°75, 2004 ; Michel Aglietta y Sandra Moatti *Le FMI De l’ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica, 2000 . p 110-111; Michel Aglietta y André Orléan, *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob, 2002. p 318-323.



jubilación, etc<sup>18</sup>. Estos se acompañaron por un elemento central: la adopción de la paridad del peso con el dólar. Con respecto a este último punto, hay que señalar que la Argentina escogió en 1991 la caja de convertibilidad<sup>19</sup> después de varias tentativas infructuosas de desinflación. En efecto, ante el cansancio de los argentinos de lidiar con los inconvenientes y costos de la inestabilidad de precios se generó un amplio consenso social para abatir la hiperinflación. Además, el grado inicial de monetización anormalmente bajo imponía una exigencia reducida en materia de reserva de divisas. En Argentina el *currency board* constituyó una institucionalización de la dolarización. El tipo de cambio quedó rígidamente fijado de manera legal gracias a un acto parlamentario en un peso por dólar. Esta última moneda tenía curso legal en el territorio nacional donde se la utilizaba como medio de pago.

La caja de convertibilidad argentina recibió un importante apoyo de la comunidad financiera internacional y particularmente del FMI. El régimen cambiario instaurado en la Argentina tuvo en un principio un cierto éxito. Antes que nada permitió controlar la inflación acabando con la hiperinflación que sacudió al país hasta 1990. La instauración de la caja de convertibilidad inmediatamente revirtió la tendencia llevando progresi-

vamente los precios al nivel de un dígito en 1994. Posteriormente, el sistema abrió la vía a un regreso de los capitales y a una remonetización de la economía. La expansión de la base monetaria en contrapartida de la entrada de capitales favoreció la expansión del crédito interno y del consumo. La economía real se reanimó asombrosamente. El crecimiento alcanzó 8% por año a principios de los noventa después de una catastrófica década de crecimiento negativo.

Los agentes actuaban como si confiaran en la permanencia de ingresos medios netamente más altos que en el pasado. Con el paso del tiempo cada vez más y más promesas fueron realizadas bajo la hipótesis de que la economía podría sostener un crecimiento real en el nuevo marco de la convertibilidad. Los agentes privados, y en particular las familias, no integraron en su comportamiento la degradación de las finanzas públicas y la posibilidad de que sus ingresos futuros se vieran afectados por importantes choques adversos. Esto último es confirmado con la disminución del ahorro privado y el aumento del consumo privado. Por otro lado, cada vez que las autoridades tuvieron que hacer frente a choques o perturbaciones macroeconómicas respondieron redoblando el compromiso de mantener fijo el tipo de

<sup>18</sup> Héctor Guillén Romo, *La contrarrevolución neoliberal*, México, ERA, 1997.

<sup>19</sup> En su versión heterodoxa con una cobertura de 139%. Veyrune Romain, op cit p83.

cambio con lo que alentaron la dolarización de los contratos. El gobierno prometió que reembolsaría puntualmente sus bonos en dólares, las empresas de servicios públicos privatizadas fijaron sus precios en dólares, los bancos prometieron devolver los depósitos en dólares y los prestatarios firmaron cuantiosos volúmenes de promesas de pago denominadas en dólares. Como es obvio, el cumplimiento de todos estos compromisos implicaba que la economía estaría en condiciones de generar suficientes ingresos en dólares. Esto último podría lograrse a través de aumentos de productividad, condiciones internacionales favorables a la exportación, políticas fiscales consistentes y voluntad de los prestamistas extranjeros de otorgar crédito suficiente.

Sin embargo, en condiciones de una completa alienación de la soberanía monetaria, los choques se transmitieron completamente a la economía. La estabilidad monetaria forzada de la caja de convertibilidad implica una flexibilidad integral de la economía real<sup>20</sup>. Las crisis sucesivas que sacudieron México, Asia, Rusia y el Brasil provocaron fuertes devaluaciones en numerosas monedas de países que son mercados o competidores de las exportaciones argentinas. El peso argentino se fue sobrevaluando cada vez más hasta llegar a cuando menos 30% en

términos reales en el otoño de 2000 cuando la fuga de capitales comenzó. Esto ahogó el crecimiento y volvió deficitaria la balanza corriente. Las exportaciones dejaron de crecer y se endureció la oferta de crédito externo. Para frenar la hemorragia de divisas, el Banco Central aumentó las tasas de interés. Las cargas financieras aumentaron sobre las deudas en pesos y en dólares. La economía entró en recesión y en deflación desde 1998. Los bancos comerciales dejaron de prestar y la economía sólo se sostenía con el gasto público. Pero el alza de las tasas de interés y la baja de los ingresos fiscales provocados por la recesión se combinaron presionando las finanzas públicas. Las cargas financieras de la deuda crecieron de manera exponencial aumentándola, lo que implica tasas de interés cada vez más elevadas para que los acreedores internos y externos acepten conservarla. Alcanzado este punto la confianza se hizo pedazos. La comunidad financiera internacional liderada por el FMI exigió un imposible reequilibrio presupuestario. Como comenta Paul Krugman, “los funcionarios del FMI —a semejanza de los médicos en la Edad Media, que insistían en sangrar a los pacientes y además repetían el procedimiento cuando la sangría los había dejado aún más enfermos— prescribieron austeridad y

<sup>20</sup> Jean-François Ponsot, *La croissance économique dans le long terme, Formes historiques et perspectives*, Op. cit. p. 272.

más austeridad, hasta el final<sup>21</sup>. En estas condiciones, los recortes brutales en los gastos públicos interrumpieron la provisión de servicios públicos esenciales y cesaron el pago de los empleados públicos. Cuando el FMI rechazó desbloquear un crédito a principios de diciembre de 2001, la hemorragia de capitales hizo que el peso escaseara para las transacciones corrientes. El gobierno utilizó medios de financiamiento no ortodoxos como la emisión de “monedas de emergencia” por parte de las autoridades provinciales. Así, varias provincias crearon monedas de apoyo, ratificando el fraccionamiento monetario<sup>22</sup>. Con ello el Estado era cuestionado, ya que por un lado violaba la regla de emisión que se había impuesto durante diez años y, por el otro, aceptaba el cuestionamiento de su monopolio sobre la emisión monetaria. Las redes de trueque permitieron a muchos argentinos sobrevivir en lo más fuerte de la crisis<sup>23</sup>. En un acto desesperado, el gobierno decidió bloquear las cuentas bancarias, con la excepción de una suma muy limitada. Esta última medida desencadenó una explosión social que hizo huir al poder ejecutivo. Tras una semana de vacío de poder, el Parla-

mento designó un presidente hostil a la caja de convertibilidad. Se abolió la ley de convertibilidad, se decretó una moratoria sobre la deuda pública y el tipo de cambio se volvió flexible. El caso argentino demostró que la salida de una caja de convertibilidad puede efectuarse sin trastornos importantes de los usos monetarios anteriores y en el momento deseado por las autoridades políticas y monetarias.

Con la pesificación del sistema, el país volvió a tener una autoridad monetaria, esto es, el Banco Central recuperó los instrumentos fundamentales de la política monetaria. El Banco Central puede ahora, por ejemplo, recurrir a las operaciones de mercado abierto para regular la liquidez o aplicar instrumentos de regulación de los capitales volátiles desestabilizadores. En estas condiciones, la pesificación permitió la desinflación y la estabilización rápida del cambio, aunque fue objeto de críticas en razón de las múltiples medidas de carácter redistributivo que acompañaron el proceso. En particular se hace referencia a la pesificación asimétrica del pasivo y del activo bancario o a las modalidades de indexación ulterior de los contratos pesificados.<sup>24</sup>

<sup>21</sup> Paul Krugman, *El gran engaño*, op cit p.311.

<sup>22</sup> Jorge Schvarzer y Hernán Finkelstein, “Bonos, casi monedas y política económica”, *Realidad Económica* 193, enero 2003.

<sup>23</sup> Jérôme Blanc, *Les monnaies parallèles, Unité et diversité du fait monétaire*, Paris, L'Harmattan, 2000. p. 271-274.

<sup>24</sup> Aldo Ferrer, “Recuperación y crecimiento: tiempos e instrumentos de la política económica argentina”, *Comercio Exterior*, mayo 2004. p. 413.

La experiencia argentina demostró que la primera condición para crear y sostener una caja de convertibilidad es la de contar con suficientes reservas en divisas para hacer frente a los compromisos de convertibilidad y ganar la necesaria credibilidad interna y externa, lo que supone un prestamista internacional de última instancia muy activo. Este papel lo desempeñó de manera obligada y forzada hasta diciembre de 2001 el FMI. El rechazo a continuar jugando este papel precipitó la crisis de confianza y demostró que mientras no se solucionen los desequilibrios estructurales, resulta ilusorio y costoso el anclaje radical de la paridad cambiaria en una caja de convertibilidad. Su instauración es una invitación a ataques especulativos similares a los que conoció México en 1994 y 1995 y equivale a ponerse una camisa de fuerza: "el costo de volver atrás o de alterar la paridad con posterioridad, sube exponencialmente al trastocar de raíz esperanzas fundadas o infundadas de los agentes económicos"<sup>25</sup>. Sin embargo, a pesar de los problemas que estaba viviendo la Argentina con la caja de convertibilidad otra "solución de esquina" comenzó a ganar terreno en América latina: la dolarización.

### La dolarización

La dolarización es una especie de caja de convertibilidad "plus"<sup>26</sup> en la medida en que no se limita simplemente a anclar la paridad en la moneda extranjera y a determinar las variaciones de la base monetaria en función de las variaciones de la reserva. Se puede interpretar como una forma particular de redoblar la apuesta a un tipo de cambio fijo, saliendo de la convertibilidad en una dirección contraria a la devaluación. El dólar (u otra moneda extranjera, xenomoneda) sustituye pura y simplemente la moneda local y se cancela la posibilidad de devaluación. El país renuncia a la posibilidad de poner fin a una eventual sobrevaluación y paga el precio en términos de competitividad y de balanza corriente. En este sentido, la dolarización representa una medida más radical que la caja de convertibilidad.

En tanto que la caja de convertibilidad busca fortalecer la moneda doméstica, la dolarización es el resultado de un proceso de pérdida total de confianza en las funciones tradicionales de la moneda, ocasionada por la ausencia de credibilidad en su valor intertemporal. En sentido estricto, la dolarización es el proceso de reemplazo con el dólar de los Estados Unidos (o del euro y en ese caso

<sup>25</sup> D. Ibarra y J.C. Moreno-Brid. p 252.

<sup>26</sup> Fred Bergstein, "La dollarisation: principes et enjeux", *L'Economie Politique* N°5, 1ère Trimestre 2000.

podemos hablar de eurización) de las monedas nacionales preexistentes como unidad de fijación del precio de los bienes, de instrumento de pago y de detención del ahorro (dolarización oficial). En sentido amplio, el término dolarización designa una situación en la cual el dinero extranjero sustituye al dinero doméstico en cualquiera de sus tres funciones (dolarización no oficial, *de facto* o informal).

Con respecto a su significado amplio, dolarización *de facto*, se puede señalar que los agentes económicos en ciertos contextos (crisis inflacionista, escasez de medios de pago, escasez de bienes, desarrollo de redes comerciales y financieras transfronterizas, proliferación de actividades clandestinas ilegales)<sup>27</sup> substituyen la moneda nacional con una moneda fuerte siguiendo lo que algunos autores denominaron la

ley de Gresham al revés<sup>28</sup>. Se trata de una reacción de los agentes económicos racionales confrontados con una pérdida de eficiencia de la moneda nacional.<sup>29</sup> Así, durante las hiperinflaciones que se desarrollaron en Europa después de la primera guerra mundial, los agentes económicos se pusieron a acumular divisas, posteriormente a contar e incluso a pagar en monedas extranjeras sus transacciones internas<sup>30</sup>. Este tipo de dolarización observada también en numerosos países latinoamericanos desde los años setenta condujo a una intensificación de la transferencia de ingresos, de patrimonios y de activos reales. La dolarización (o eurización) *de facto* u oficiosa puede ser parcial con pluralidad monetaria como en la mayoría de las economías de América latina o total con exclusividad monetaria como en Kosovo donde el euro reemplazó al marco alemán.<sup>31</sup>

<sup>27</sup> Jérôme Blanc. op cit 131-135.

<sup>28</sup> Contrariamente a la ley de Gresham que se aplica a monedas con un valor intrínseco como las metálicas, en el caso que nos ocupa es la buena moneda la que reemplaza a la mala. Pablo E Guidotti y Carlos A Rodríguez "Dollarization in Latin America. Gresham' Law in Reverse?", *IMF Staff Papers*, vol 39, n°3 septiembre 1992.

<sup>29</sup> En este último caso se hace también la distinción entre substitución de monedas y substitución de activos. La primera se refiere a fenómenos de substitución de moneda debido a motivos de transacción en tanto que la segunda resulta de consideraciones de riesgo y rentabilidad de los activos domésticos y extranjeros. Marco Baquero Latorre "Dolarización en América Latina: una cuantificación de las elasticidades de substitución entre monedas" *Monetaria*, CEMLA, jul-sep 2000.

<sup>30</sup> John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IV, The Royal Economic Society, 1971, p41.

<sup>31</sup> Hervé Boismery, "Substitution monétaire et dollarisation: aspects socio-économiques", *Economies et Sociétés*, n°33, 1/1996; Jean-François Ponsot, "La relation Banque centrale-banques commerciales dans un régime de dollarisation: le cas de l'Equateur", *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*, julio 2004; Sylviane Guillaumont Jeanneney, "La politique économique en présence de substitutions de monnaies" *Revue économique*, N° mayo 1994.

En este apartado nos ocuparemos de la dolarización en un sentido estricto, es decir, de la dolarización oficial o *de jure* integral decidida de manera unilateral sin negociación entre el país dolarizado y el “país tutor”. En este caso se trata de reemplazar la moneda nacional por una moneda extranjera otorgándole unilateralmente poder liberatorio ilimitado en el territorio del país considerado, desapareciendo la moneda doméstica o reduciéndola a un papel subsidiario.

La moneda no es sólo un simple instrumento económico. Posee dimensiones políticas y sociales irreductibles. La moneda es un símbolo fuerte de pertenencia a una misma entidad política, económica y social”<sup>32</sup>. Sin embargo, el discurso económico hegemónico sobre la moneda en las sociedades contemporáneas sólo pone el acento en su dimensión funcional que remite a sus funciones de medida de los precios, de medio de pago y de reserva de valor. En tanto que el análisis de la dolarización *de facto* ha privilegiado una concepción **funcionalista**, la dolarización *de jure* insiste en el hecho de que la moneda es una **ins-**

**titución** e interpreta la dolarización como una manifestación de la crisis de la moneda –institución que lesiona la soberanía monetaria.<sup>33</sup> Como institución la moneda recubre una dimensión simbólica de identificación. Constituye un vector de identificación de una comunidad al igual que la bandera, el himno y otros símbolos patrios. Así, hay que tener presente que la moneda constituye un **símbolo político de identidad nacional**<sup>34</sup>, que la esencia de la moneda es política y que las relaciones monetarias reflejan la jerarquía de poderes entre estados soberanos. En pocas palabras, la dimensión política es crucial para comprender la dinámica de la integración monetaria.

La dimensión simbólica y de identificación de la moneda prevalece porque la moneda es, ante todo, una unidad de cuenta única definida por una autoridad reconocida como legítima por la comunidad. La autoridad representativa de la comunidad es la única habilitada para designar la unidad de cuenta única. Proclamando su validez, la moneda unidad de cuenta es institucionalizada. Cuando la

<sup>32</sup> Bruno Théret, “Les dimensions sociopolitiques de l’euro”, *Problèmes économiques*, n°2597 (30/12/1998). p 27.

<sup>33</sup> Jean-François Ponsot, Rapport d’études pour l’Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations op cit p 24.

<sup>34</sup> “La moneda remite al príncipe y más generalmente a una organización política de la sociedad... La moneda es inseparable de un orden o de un poder. A todo sistema monetario se le asigna un límite, el de la aceptación de los medios de pago. El área de extensión del sistema de pagos se confunde con el de la soberanía de la institución que emite la moneda legal. Moneda y soberanía están entonces estrechamente vinculadas”. Jean Cartelier, *La monnaie*, Paris, Flammarion, 1996. p 96.

dolarización interviene, los agentes económicos abandonan la unidad de cuenta doméstica, ya que por diversas razones han perdido la confianza<sup>35</sup> en ella, y se inclinan por una unidad de cuenta exterior a la comunidad. La estabilidad de la unidad de cuenta constituye un elemento esencial de la confianza. Cuando ésta no es asegurada, la confianza colectiva en la moneda es sacudida y su aceptación por los otros cuestionada, afectando toda la organización monetaria. El paroxismo de la pérdida de la estabilidad de la unidad de cuenta se alcanza durante la hiperinflación, período durante el cual el gobierno se encuentra en la incapacidad de garantizar la calidad de la moneda. La pérdida de control atribuida a políticas económicas inadecuadas (por ejemplo, cuando el Estado abusa de la creación monetaria para financiar el déficit presupuestario) conduce al gobierno a “importar la calidad monetaria”<sup>36</sup>. La caja de convertibilidad es una tentativa en este sentido. Sin embargo, la regla de convertibilidad de la base monetaria con activos extranjeros en muchas ocasiones no basta para restablecer la confianza en la moneda local. En esas condiciones, la dolarización oficial aparece como una solución más propicia y más radical.

Los análisis institucionales de la moneda insisten sobre su dimensión espacial<sup>37</sup>. Según estos análisis, la aparición de la moneda no responde a la necesidad de disponer de un bien intermediario en los intercambios, sino de contar los bienes producidos por una sociedad. La moneda provee una medida de la riqueza social producida. Permite contar el producto. Gracias a la moneda, las riquezas heterogéneas creadas son homogeneizadas en el seno de un mismo espacio. En estas condiciones, el espacio monetario coincide con el espacio social de producción.

Desde el surgimiento de los espacios políticos en torno de los Estados-nación, la coincidencia del espacio monetario con el espacio social de producción privilegió la relación de una moneda con una nación. Con fenómenos como la constitución de la zona euro, la aparición de monedas paralelas y la dolarización, la coincidencia del espacio monetario con el espacio nacional deja de existir. En particular la dolarización oficial integral acaba con la coincidencia entre el espacio monetario y el espacio social de producción. Con la dolarización, dos espacios sociales de producción cohabitan con un espacio monetario común. El espacio social de producción del país dolarizado y el espacio social de

<sup>35</sup> Michel Aglietta y André Orléan, “No hay moneda sin confianza”, op cit p 9.

<sup>36</sup> Jean-François Ponsot, “Rapport d’études pour l’Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations” op cit p 25.

<sup>37</sup> Jean-François Ponsot, “Rapport d’études pour l’Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignation”s op cit p 30-31.

producción de los Estados Unidos comparten el espacio monetario del dólar.

La dolarización oficial integral decidida de manera unilateral constituye la organización monetaria que prevalece en los territorios anexados por EUA (Puerto Rico, Guam...) o en una pluralidad de territorios insulares (Micronesia, Islas Marshall, etc). En Europa, se verifica la misma situación en los casos de Mónaco y San Marino que utilizan el euro como moneda y de Liechtenstein que utiliza el franco suizo. Se trata de países pequeños con estatutos particulares, muy abiertos al exterior, sin control de las transferencias de capitales. Muchos de estos países dolarizados o euroizados son a menudo denunciados como paraísos fiscales deshonestos.

En América latina es bien conocido el caso de Panamá. Este país dolarizado desde 1903 constituyó hasta muy recientemente la excepción entre los países indepen-

dientes de talla significativa<sup>38</sup>. En efecto, a principios de 2001 Ecuador y El Salvador decidieron unilateralmente dolarizar sus economías sometidas a la presión de la hiperinflación y/o en un contexto de crisis social<sup>39</sup>. Estos países se decidieron por esta solución constatando el fracaso de las políticas anteriores y la súbita ausencia de credibilidad de las autoridades nacionales. Estas últimas se ven obligadas a cambiar de moneda al haber perdido completamente la confianza de los ciudadanos. La dislocación de la economía y la incapacidad para resolver el problema gracias a una devaluación o la instauración de un nuevo régimen cambiario obliga a las autoridades a “pedir prestada credibilidad” a un país en mejor situación y a renunciar a la soberanía monetaria. En lugar de sufrir periódicamente problemas con monedas “menores” afectadas por las hiperinflaciones, los disturbios políticos o por políticas económicas erróneas se trata pura y simplemente de reemplazarlas con alguna mone-

<sup>38</sup> Zenón Quispe M y Carlos Pereyra P “¿Es conveniente una dolarización total en una economía con dolarización parcial?”, *Monetaria*, CEMLA, ene-mar2001.p65.

<sup>39</sup> El de Guatemala es un caso especial. Este país adoptó en 2001 un régimen bimonetario con el quetzál y el dólar como monedas. En ese año entró en vigor una ley de Libre Negociación de Divisas que otorga curso legal al dólar en transacciones comerciales y financieras. Igualmente se autoriza la contratación de obligaciones en moneda extranjera a cualquier empresa o individuo y la expresión de los precios internos en dólares. A diferencia de Ecuador y del Salvador, el país continuará con una política de tipo de cambio flexible y el Banco Central conservará su prerrogativa de modificar la base monetaria emitiendo circulante. Es decir que en Guatemala se legaliza la presencia del dólar en la economía pero no se renuncia al uso de la política monetaria y cambiaria. David Ibarra, Juan Carlos Moreno-Brid, Jesús García y René Hernández, “La dolarización en El Salvador: implicaciones, ventajas y riesgos”, *Investigación Económica*, abril-junio 2004, N° 248. p 76-77.



da “mayor” mucho más estable y más líquida como el dólar de EUA.

La adopción de la dolarización conlleva ventajas y costos para los países dolarizados. La literatura sobre el tema enumera cuatro **ventajas**<sup>40</sup>:

**-Reducción de la inflación.**

Los autores favorables a la dolarización destacan que el hecho de reemplazar una moneda nacional cuyo poder de compra se erosiona con el transcurso del tiempo por una moneda más estable y reconocida por el mercado constituye una ventaja. Consideran que la irrevocabilidad de la decisión de adherir a la política monetaria de EUA permitirá la reducción de la inflación a las tasas de dicho país. De hecho, la reducción de la inflación resultaría sobre todo del efecto disciplinador debido a la implementación de condiciones monetarias restrictivas, más particularmente a la imposibilidad de financiar el déficit público con creación monetaria. En contraposición con lo anterior, los críticos de la dolarización sostienen que el régimen de flotación pura no significa la discrecionalidad total o la ausencia de reglas. Muy por lo contrario, sostienen que varios países con régimen de flotación han adoptado una política monetaria que limita la discrecionalidad imponiendo, con buenos resultados, objetivos en materia inflacio-

naria (por ejemplo, Chile).

**-Profundización financiera.**

La ventaja atribuida a la dolarización es la de facilitar la integración del mercado financiero doméstico en la medida en que el ahorro se hace en la nueva unidad y las operaciones a través de las fronteras se realizan sobre esta misma base. La necesidad para los residentes de diversificar artificialmente y, en algunos casos, costosamente su portafolio desaparece. Los prestatarios con planes de largo plazo ya no se enfrentarán con la disyuntiva de endeudarse en dólares y aceptar el riesgo cambiario o tomar créditos de corto plazo en moneda nacional y afrontar el “descalce” (*maturity mis-match*) entre sus activos y sus pasivos. Con la dolarización los residentes pueden acceder a créditos en los plazos deseados y en la moneda de uso diario. A este respecto, se pone frecuentemente como ejemplo Panamá, país que se dolarizó a principios del siglo XX y que constituye el único país latinoamericano líquido y bien organizado, con créditos hipotecarios de hasta 30 años. Sin embargo, los críticos de la dolarización responden diciendo que si bien es cierto que el sistema financiero panameño se caracteriza por su sofisticación y su solidez, esto no resulta necesariamente de la dolarización. El surgimiento del sis-

<sup>40</sup> Henri Bourguinat, *L'euro au défi du Dollar, Essai sur la monnaie universelle*, Paris, Economica. 2001. capítulos 3 y 4; Henri Bourguinat y Larbi Donhni, “La dollarisation comme solution en dernier ressort”, *Revue française d'économie*, n°1, vol XVII. 2003. Véase también Zenón Quispe y Carlos Pereyra P. op cit

tema financiero panameño debutó en 1970 con una ley que liberalizaba los requerimientos de colocación de los bancos extranjeros, fortalecía el secreto bancario y permitía una movilidad total del capital. Como resultado, los prestatarios panameños pueden acceder a los mercados financieros y tomar créditos a tasas frecuentemente más bajas que el gobierno. En estas condiciones, el reducido *spread* entre las tasas internas e internacionales se explica más por la apertura del sistema bancario panameño que por la dolarización.

**-Baja regular de las tasas de interés por reducción de las primas de riesgo.**

La eliminación del riesgo cambiario o riesgo de devaluación de la moneda interna es el beneficio más obvio que suele asignársele a la dolarización. La eliminación del riesgo de devaluación a su vez reduce el riesgo soberano (o riesgo país) que durante los periodos de tensión como durante la crisis de los mercados emergentes en los noventa determinó la actitud de los inversionistas hacia los países como sujetos de crédito. Pero, en la medida en que el riesgo país subsiste, los inversionistas extranjeros continuarán reclamando un suplemento de rendimiento. Las primas de riesgo sobre las tasas de interés seguirán existiendo en función del desempeño de las autoridades fiscales, la calidad del sistema financiero y la flexibilidad de los mercados de bienes y de

trabajo. Si bien es cierto que en ausencia de dolarización las tasas de interés se incrementan por el monto de la prima de riesgo, en el caso de Chile este costo es relativamente bajo ya que la prima de riesgo en este país es relativamente baja en relación con la de otros países. Esto se ha logrado en un sistema de flotación cambiaria con metas inflacionarias. Finalmente, los críticos de la dolarización opinan que esta última no implica necesariamente una convergencia hacia las tasas de interés de EUA, en función del riesgo país, originado por un "riesgo confiscatorio". Dicho riesgo existe cuando se tiene el temor de que una súbita pérdida de confianza en el país dolarizado conduzca a un retiro masivo de depósitos, a una fuerte restricción de la liquidez bancaria y a un descenso en el nivel de actividad económica.

**-Disciplina financiera creciente.**

Los defensores de la dolarización consideran que ésta alienta la disciplina fiscal en relación con los sistemas de flotación o de fijación, ya que elimina la posibilidad de monetizar el déficit fiscal, es decir que suprime la posibilidad de emitir moneda para financiar los déficit públicos. La dolarización permitiría a los países que la adoptan eludir totalmente las presiones políticas locales de tipo populista que impiden frecuentemente a los Bancos Centrales resistir las demandas de monetización de los déficit presupuestarios

y el otorgamiento de subsidios indebidos. Esto significa que el déficit debe financiarse a través del endeudamiento y no imprimiendo dinero. A este respecto, los críticos de la dolarización sostienen que Panamá mostró varios de los problemas que durante varias décadas agobiaron a América latina. Particularmente, hasta fines de los ochenta Panamá tuvo un sector público grande e ineficiente, cuyo gasto corriente representaba más del 25% del PIB.

Frente a todas estas ventajas subrayadas por los defensores de la dolarización sus críticos llaman la atención sobre diversos **costos y desventajas**.

**-Costos administrativos.**

La transición de la moneda doméstica al dólar o a cualquier xenomonedra implica la conversión de los precios y la mutación del sistema de pagos lo que supone gastos importantes entre los que destacan cambios en los distribuidores de billetes, programas de computación de los bancos, etcétera.

**-Pérdida del señoreaje.**

El derecho de emitir moneda es un "derecho del señor". En efecto, la palabra "señoreaje" hace refe-

rencia al impuesto que los señores feudales obtenían cuando convertían el oro no monetario en piezas. El "señoreaje" sigue siendo importante en el mundo actual de papel moneda. El derecho de emitir moneda constituye una **preciosa fuente de ingresos para que los gobiernos puedan hacer frente a su gasto público**<sup>41</sup>. Imprimir moneda no tiene casi costo y los billetes y monedas pueden cambiarse por bienes y servicios. Así, en su forma más estrecha el "señoreaje" corresponde a la diferencia entre el costo de producción de los billetes y las monedas y su poder de compra que es evidentemente muy superior. Más ampliamente definido, el "señoreaje" depende de la base monetaria que corresponde no sólo a los billetes y monedas en circulación sino también a las reservas de los bancos (billetes y monedas guardadas en los cofres más los depósitos en el banco central). En algunas ocasiones conviene distinguir el "señoreaje" bruto del "señoreaje" neto. El "señoreaje" bruto corresponde a las ganancias de emisión sin tomar en cuenta sus costos. El "señoreaje" neto resulta de deducir de las ganancias de emisión los gas-

<sup>41</sup> A título de ejemplo señalemos que entre 1975 y 1985 el "señoreaje" representó en México 18% de los ingresos del gobierno y 2.71 del PIB. En el caso de Bolivia dichas cifras fueron de 139.50% y 5% respectivamente. En el caso de este último país el "señoreaje" aportó recursos significativamente mayores que todas las otras fuentes de ingreso del sector público. En estas condiciones, no debe sorprender que Bolivia haya experimentado una de las peores hiperinflaciones de la historia mundial al final del periodo considerado. Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín, B. *Macroeconomía en la economía global*, México, Prentice Hall. 1994. p 334.

tos de impresión de los billetes, de fabricación de las monedas y de funcionamiento del Banco Central.

El “señoreaje” no siempre es percibido por el gobierno del país local. Existen tres situaciones en las cuales estos ingresos son apropiados por alguna entidad diferente del gobierno local.

La historia monetaria nos informa que durante mucho tiempo el sector privado tuvo derecho de imprimir papel moneda y gracias a ello el derecho de percibir total o parcialmente el “señoreaje”. Antes de la unificación del sistema bancario por medio de un banco central los bancos privados emitían moneda. Hay quienes han sostenido en una posición extrema neoliberal de libre mercado que debería reintroducirse este sistema de creación privada de dinero<sup>42</sup>.

El segundo caso en el cual los ingresos del “señoreaje” van a dar a alguna entidad diferente del gobierno local es el de la sustitución de monedas (dolarización no oficial). Como señalamos anteriormente, ésta se presenta cuando el Banco Central local goza del monopolio de creación de moneda nacional pero en virtud de una historia de inestabilidad monetaria los residentes del país utilizan también una moneda extranjera para las transacciones internas. De este modo hay dos monedas que funcionan como medio de

cambio y el “señoreaje” lo comparten el gobierno nacional y el gobierno extranjero.

El tercer caso es de la dolarización oficial, es decir, cuando un país decide unilateralmente emplear la moneda de otro país. En este caso es el gobierno del país emisor el que gana el “señoreaje”. Por ejemplo, Ecuador y el Salvador utilizan el dólar americano como moneda oficial. La falta de moneda local significa que los gobiernos de Ecuador y del Salvador renuncian a la posibilidad de percibir “señoreaje” en favor del gobierno de Estados Unidos. Si los residentes de Ecuador y El Salvador quieren aumentar su tenencia de dinero, el país en su totalidad tiene que lograr un excedente de la balanza de pagos, ya sea obteniendo los dólares en préstamo o acumulándolos mediante un excedente comercial. En caso de que se elija el camino del préstamo, la deuda tiene que servirse de todos modos, de tal suerte que en cualquier caso el país tiene que entregar bienes o servicios reales a cambio de su acumulación de moneda extranjera. Por otra parte, EUA obtiene recursos reales por el privilegio de imprimir los billetes que usan ambos países. De lo anterior podemos concluir que toda economía dolarizada unilateralmente soporta una transferencia neta de recursos en favor del país “tutor”.

<sup>42</sup> Friedrich Von Hayek, *Denationalization of Money*, Londres, Institute of Economic Affairs, 1976.

Algunos autores como Guillermo Calvo<sup>43</sup> sostienen que el país dolarizado puede firmar un acuerdo con EUA para compartir el “señoreaje”. Cualquiera sea la ingeniosidad de la fórmula para compartir el “señoreaje” el problema central, como señala Henri Bourguinat<sup>44</sup>, permanece: el interés que puedan tener EUA en compartir dicho “señoreaje”. No queda claro lo que podrían ganar con esta solución y es probable que sea mal aceptada por el Congreso de los Estados Unidos de América siempre reticente a otorgar subsidios a los países extranjeros si no hay una contrapartida política o económica atractiva.

#### **-Pérdida del prestamista de última instancia.**

Una de las desventajas y costos asociados con la dolarización es la pérdida del Banco Central doméstico como prestamista de última instancia. En caso de desórdenes financieros profundos como corridas bancarias o incumplimientos en el pago de la deuda, la contrapartida de la dolarización radicaría en la incapacidad de los Bancos Centrales nacionales para parar el proceso de contagio proveyendo la liquidez exigida frente a la amenaza de insolvencia general. Ellos habrían perdido la función de proveedores últimos de liquidez. Ya no habría prestamista de última instancia.

A esto los defensores de la dolarización responden con dos argumentos. Primero, consideran que debido al azar moral que a menudo empuja a la toma de riesgos excesivos por parte de los bancos comerciales que confían demasiado en una eventual ayuda del Banco Central, la supresión del prestamista de última instancia podría conducir a una mayor disciplina y contribuir así a evitar las crisis financieras. En segundo lugar, consideran que es un error pensar que ese papel está necesariamente vinculado con la capacidad de emitir dinero. Más específicamente, Guillermo Calvo sostiene que existen métodos alternativos como la creación de un fondo de estabilización o el establecimiento de líneas de créditos contingentes con los bancos privados. En este caso se trataría de que los países acuerden arreglos especiales con terceros para obtener fondos de emergencia. En la práctica esto se presenta como un problema o un costo adicional de la dolarización. Aquí se vuelve evidente que el sistema bancario de una economía oficialmente dolarizada sólo es viable con relaciones privilegiadas con el sistema bancario del país emisor o con un acceso fácil a los euromercados. De cualquier manera con la desaparición del prestamista de última instancia **nacional** se ataca un sím-

<sup>43</sup> Guillermo A Calvo, *On Dollarization*, texto mimeografiado, Universidad de Maryland, 1999.

<sup>44</sup> Henri Bourguinat, op cit p 67.

bolo fuerte de la soberanía monetaria del país dolarizado.

**-Pérdida de independencia respecto de la política monetaria americana.**

La dolarización unilateral tiene el inconveniente de anular la política monetaria interna. Resulta claro que al adoptar el estándar monetario extranjero, el país dolarizado acepta necesariamente la política monetaria del país emisor de la moneda "importada". Un país sin política monetaria pierde un instrumento que puede ayudar a las autoridades a contrarrestar los efectos de un choque sobre la economía interna. En efecto, en caso de choque no puede contarse ya con el apoyo de un relajamiento de la política monetaria o de una regulación contracíclica. La incapacidad de responder a esos choques, cuando simultáneamente se ha renunciado a cualquier posibilidad de ajuste cambiario, puede producir grandes y prolongadas fluctuaciones en la inversión, el producto y el empleo. Las políticas económicas para enfrentar un choque adverso en condiciones de dolarización unilateral tienen un componente deflacionario más acentuado y persistente en términos de empleo, de producción y de pobreza que en ausencia de la dolarización. Así, por ejemplo, un deterioro abrupto de los términos de intercambio no provocará la típica crisis de balanza de pagos e inflación, sino que se manifestará en

una contracción más severa y más larga de los niveles de actividad y de empleo.

A esto se responde diciendo que la renuncia a la política monetaria es justamente una de las ventajas de la dolarización, ya que la experiencia latinoamericana ha demostrado que en este continente las políticas son frecuentemente pro y no contracíclicas. Dichas políticas han sido incapaces de regularizar la coyuntura elevando las tasas de interés cuando la coyuntura es alta y disminuyéndolas cuando es baja. De cualquier manera, se constata la desaparición de un instrumento importante del ajuste y la sumisión a la política monetaria del "país tutor". Si se trata de EUA, es muy probable que esto imponga al país dolarizado un impulso desfasado si el ciclo económico americano no está sincronizado con el ciclo económico del país dolarizado. Además, es difícil imaginar que la Reserva Federal se preocupe por integrar los intereses del país dolarizado en sus propios objetivos de política monetaria en caso de existencia de desfase de los ciclos. No hay que olvidar que las autoridades americanas tuvieron intercambios informales con la Argentina y Hong Kong sobre las condiciones de una dolarización total de estos países y de una redistribución de los ingresos de señoreaje. Por lo contrario, claramente excluyeron que tal decisión pudiera llevar a EUA a ajustar su política de tasas

de interés, de supervisión bancaria o de acceso al redescuento de la Fed<sup>45</sup>.

La enumeración anterior de las ventajas y costos de la dolarización tiene una seria limitación: pasa por alto los ganadores y perdedores en el proceso de dolarización. En efecto, se ignoran los efectos redistributivos de las ganancias y las pérdidas de reemplazar la moneda nacional. Ahora bien, resulta claro que las ganancias y las pérdidas no se reparten equitativamente entre todos los agentes económicos. Habrá ganadores y perdedores potenciales con la dolarización. Los **ganadores** se encontrarán por el lado de los grupos más dinámicos de la economía que aprovecharán la estabilidad macroeconómica resultante de la utilización del dólar, en particular del lado de las grandes empresas productoras de bienes comerciables (bienes que compiten con los bienes extranjeros en los mercados interiores o extranjeros). Saldrán ganando también los prestatarios que resultarán beneficiados con la disminución de las primas de riesgo en las tasas de interés y podrán pedir prestado más barato en el mercado internacional de capitales o acceder más fácilmente a los servicios financieros correspondientes. Así, para los apologistas

de la dolarización, esta última aumentará las opciones financieras ofrecidas a los gobiernos de las economías emergentes aumentando con ello la estabilidad financiera. Los **perdedores** en el proceso de dolarización se encontrarán por el lado de los productores del sector de bienes no comerciables como son los pequeños agricultores, los artesanos y los trabajadores del sector informal. De una manera más general saldrán perdiendo todas aquellas que serán obligados a seguir una política económica, sobre todo monetaria, que responderá a los intereses del “país tutor”, EUA. Este aspecto olvidado explica la violenta resistencia presentada en Ecuador por parte de la población indígena, los sindicatos y los pequeños campesinos que vieron en la dolarización un preludio a la “panamización” de su economía.

Como lo ha demostrado Benjamín Cohen<sup>46</sup> el caso de Panamá es muy elocuente. Este país tomó conciencia a finales de los años ochenta de todas las restricciones externas a que los sometía la dolarización. En marzo de 1988, los haberes panameños en los bancos de EUA fueron congelados y todos los pagos y transferencias de dólares hacia Panamá fueron prohibidos en el marco de una acción de la administración Reagan

<sup>45</sup> Jérôme Sgard, « La crise équatorienne et l'architecture financière internationale » *La lettre du CEPPIN* n°188. marzo 2000.

<sup>46</sup> Benjamín J. Cohen, “Dollarisation: la dimension politique” *L'Economie Politique* N°5 1er Trimestre 2000.

tendiente a separar al general Noriega del poder en virtud de las acusaciones de corrupción y tráfico de droga en su contra. El resultado no se hizo esperar. La mayoría de bancos del país debieron cerrar y la economía fue estrangulada por una severa falta de liquidez. Washington logró desmonetizar la economía panameña. Los efectos fueron devastadores, a pesar del intento de las autoridades panameñas de crear rápidamente una moneda de sustitución, principalmente emitiendo cheques de valor fijo con la idea de utilizarlos como efectivo. El país resultó realmente privado de moneda y la producción nacional cayó un 20% en el año. Aunque las sanciones resultaron insuficientes para desalojar a Noriega y fue necesaria una invasión y la ocupación temporal del país, no quedó ninguna duda de que la restricción monetaria fue dolorosa y contribuyó ampliamente a la caída de Noriega. La lección es clara: el "país tutor" cuenta con un poderoso instrumento de influencia y de coacción sobre el país dolarizado y este último no puede tener ningún diferendo político serio con su tutor. En última instancia si un país acepta "prestar" su moneda es obvio pensar que esto no se hace sin contrapartida.

El ejemplo de Panamá demuestra claramente que con el abando-

no de su moneda nacional, el país dolarizado pierde un símbolo de su identidad nacional, un ingreso en última instancia (el señoreaje), una parte de su autonomía y la posibilidad de desarrollar una estrategia de desarrollo nacional. Como señala Benjamín Cohen, "la dolarización es una relación jerárquica que ofrece pocas posibilidades de compensación directa y no permite necesariamente jugar un papel en la toma de decisiones"<sup>47</sup>. Es el "país tutor" quien se aprovecha de su posición ventajosa que acompaña una utilización más amplia de su moneda fuera de sus fronteras, ganando un instrumento poderoso de influencia y de coacción sobre la economía del país dolarizado. Esto explica, entre otras cosas, la actitud de neutralidad pasiva (*benign neglect*) adoptada por EUA frente a las dolarizaciones ecuatoriana y salvadoreña. Obtiene ventajas sin verse obligado a otorgar nada a cambio. Se trata de una solución que origina una auténtica subordinación no sólo política sino también económica que corre el riesgo de suprimir toda libertad de maniobra del país dolarizado. Dicho de otra manera, la dolarización total equivale a "poner en manos extranjeras el monopolio legítimo de la violencia de la moneda"<sup>48</sup>. Lo que demuestra que la dolarización no es únicamente una noción econó-

<sup>47</sup> Idem. p 101.

<sup>48</sup> Bruno Théret, "La dollarisation: polysémie et enflure d'une notion" *Critique internationale* n° 19 abril 2003. p 70.



mica o técnica que se podría dilucidar sin tomar en cuenta el contexto político. Se trata de un concepto de economía política<sup>49</sup>.

El principal problema de la dolarización radica en transferir la carga del ajuste hacia instrumentos diferentes al tipo de cambio y la política monetaria. En caso de choques externos o internos puede obligar a recurrir a instrumentos socialmente costosos para sostener la actividad. Las bajas de salarios pueden intervenir para restaurar o mejorar la competitividad precio que ya no puede apoyarse sobre el mecanismo devaluatorio. Además, las crisis de liquidez no se excluyen, ya que el Banco Central no puede intervenir para emitir moneda. En el pasado en el caso de la Argentina, la caja de convertibilidad fue suficiente para engendrar una crisis bancaria severa. Con la dolarización se da un paso suplementario en el sentido de la rigidez. Adicionalmente, se puede observar que en la medida en que la dolarización excluye toda posibilidad de financiar el gasto público por la vía monetaria, se corre el riesgo de que aumente el endeudamiento externo. Finalmente, se comprende que si el dólar se aprecia esto incidirá negativamente sobre la competitividad de las exportaciones del país dolarizado. En este último caso, es en nivel interno

que habrá que encontrar los elementos compensadores: restricción de gasto público, control de salarios, estímulos directos a la productividad interna, políticas internas de racionalización. Aunque algunas de estas soluciones pueden ser virtuosas, otras no sólo no lo son sino que, por lo contrario, generan malestar social con los riesgos inherentes de disturbios y revueltas.

De cualquier manera, los resultados de la experiencia de dolarización oficial ecuatoriana son interesantes pero aún ambiguos<sup>50</sup>. Los agentes económicos se habituaron de manera impresionante al dólar y la inflación se redujo de 91,0 % en 2000 a 22,4% en 2001 y 9,4% en 2002. Además, el país recuperó el crecimiento alcanzando 5.5% en 2001 y 3,8% en 2002. El desempleo disminuyó de 14,1% de la población activa en 2000 a 10,4% en 2001 y 8,6% en 2002. Sin embargo, se produjo lo que a menudo acontece cuando se utiliza una moneda extranjera "internalizándola": el dólar fuerte mina la competitividad de las exportaciones ecuatorianas. La balanza de pagos sufrió un deterioro en 2002, ya que el déficit en cuenta corriente pasó de 2,6% a 4,8% del PIB, principalmente como resultado del fuerte aumento de las importaciones mucho mayor que el de las exportaciones. Por otro

<sup>49</sup> Idem. p 78.

<sup>50</sup> Cepal, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2002-2003*. p 211-219; Jean-François Ponsot, Op cit. *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*.

lado, la falta de disponibilidades monetarias entorpece las empresas locales. Los fondos para continuar con el reembolso de la deuda externa faltan y el presupuesto acusó en 2002 un déficit de 8,4% del PNB. Se corre el riesgo de llegar a una especialización que limite la economía ecuatoriana a una producción que requiera mucha mano de obra poco calificada o a un desarrollo masivo del desempleo en los sectores puestos en competencia directa con las industrias intensivas en capital del país tutor. En estas condiciones, la dolarización se ha vuelto muy

impopular, su legitimidad es cuestionada y emergen proyectos de desdolarización que resultarán más complicados que el abandono de una caja de convertibilidad<sup>51</sup>.

De cualquier manera, los apolo-gistas del mundo sin fronteras no se contentan con una caja de convertibilidad o una dolarización oficial unilateral. Quieren ir mas lejos proponiendo un proceso cooperativo como lo es una zona de integración monetaria entre los miembros del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

<sup>51</sup> El caso de la dolarización unilateral de El Salvador lo dejamos de lado. Aunque interesante, se trata no sólo de una experiencia muy reciente ( fines de 2000) cuyo análisis se ve complicado por los efectos de los terremotos de 2001. Para una primera aproximación al tema véase David Ibarra, Juan Carlos Moreno-Brid, Jesús García y René Hernández, *op cit*.

### Bibliografía\*

- Aglietta, Michel y Moatti, Sandra (2000) *Le FMI De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica.
- Aglietta, Michel y Orléan, André (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.
- Aubin, Christian y Norel, Philippe (2000), *Economie internationale, Faits, théories et politiques* Paris, Seuil.
- Baquero Latorre, Marco (2000) "Dolarización en América latina: una cuantificación de las elasticidades de sustitución entre monedas", *Monetaria*, CEMLA, jul-sep.
- Bénassy-Quéré, Agnès (2000), "Régimes de change: avec ou sans sucre?" *La lettre du CEPII* N° 191 junio 2000.
- Bénassy-Quéré, Agnès y Coeuré, Benoît (2000), "L'avenir des "petites" monnaies, solutions régionales contre solutions en coin", *Revue d'économie politique*, 110 Mai-Juin.
- Berg, Andrew, Borensztein, Eduardo y Mauro, Paolo (2003), "Quel régime monétaire pour l'Amérique Latine?", *Finances et Développement*, septiemb.

\* La bibliografía corresponde al artículo completo.

- Bergstein, Fred (2000), "La dollarisation: principes et enjeux", *L'Economie Politique* N°5, 1° Trimestre.
- Blanc, Jérôme (2000), *Les monnaies parallèles, Unité et diversité du fait monétaire*, Paris, L'Harmattan.
- Boismery, Hervé (1996), "Substitution monétaire et dollarisation: aspects socio-économiques", *Economies et Sociétés*, n°33, 1/1996.
- Bourguinat, Henri (2001), *L'euro au défi du Dollar, Essai sur la monnaie universelle*, Paris, Economica.
- Bourguinat, Henri y Donhni, Larbi (2003), "La dollarisation comme solution en dernier ressort", *Revue française d'économie*, n°1, vol XVII.
- Bubula, Andrea y Otker-Robe, Inci (2004), "Une bipolarisation persistante", *Finances et Développement*, marzo.
- Byé, Maurice y Destanne de Bernis, Gérard (1987), *Relations économiques internationales*, Paris, Dalloz.
- Cartelier, Jean (1996), *La monnaie*, Paris, Flammarion.
- Calvo, Guillermo A. (1999), *On Dollarization*, texto mimeografiado, Universidad de Maryland.
- Cepal, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 2002-2003.
- Cohen, Benjamin J (2000), "Dollarisation: la dimension politique", *L'Economie Politique* N°5 1° Trimestre.
- Combes, Jean-Louis y Veyrune, Romain (2004), "Effet de discipline et effet de crédibilité de l'ancrage nominal", *Revue d'économie financière* N°75.
- Corden, W., "Monetary Integration", *Essays in International Finance*, N°93, Princeton University.
- Enoch, Charles y Gulde, Anne-Marie (1998). "Les caisses d'émission sont-elles une panacée monétaire?", *Finances et Développement*, diciembre.
- Ferrer, Aldo (2004), "Recuperación y crecimiento: tiempos e instrumentos de la política económica argentina", *Comercio Exterior*, mayo.
- Galiani, Sebastián, Heymann, Daniel y Tomassi, Mariano (2003), "Expectativas frustradas : el ciclo de la convertibilidad", *Estudios y perspectivas*, Cepal, Santiago de Chile, junio.
- Grubel, Herbert G (2001), *El amero, Una moneda común para América del Norte*. México, Ediciones cal y arena.
- Guidotti, Pablo E y Rodríguez Carlos, A (1992), "Dollarization in Latin America. Gresham' Law in Reverse?", *IMF Staff Papers*, vol 39, n°3 septiembre.
- Guillaumont Jeanneney, Sylviane (1994) "La politique économique en présence de substitutions de monnaies", *Revue économique*, N° mayo.
- Guillén R., Arturo (2001), "México: régimen cambiario e integración en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte" en *México y la economía mundial, análisis y perspectivas* (Vidal Gregorio, Coordinador) México, Miguel Ángel Porrua – Universidad Autónoma Metropolitana.

- Guillén Romo, Héctor (1997), *La contrarrevolución neoliberal*, México, ERA.
- Helleiner, Eric (2003), "Canadá y el debate sobre la unión monetaria en América del Norte: ¿regreso al futuro?" en Roza Carlos A. (Coordinador) *Capital global e integración monetaria*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- Ibarra, David, Moreno-Brid, Juan Carlos, García, Jesús y Hernández, René (2004), "La dolarización en El Salvador: implicaciones, ventajas y riesgos", *Investigación Económica*, abril-junio, N° 248.
- Ibarra, David y Moreno-Brid, Juan Carlos (1999), "¿Alzheimer, milagrerías o soluciones?", en Ibarra, David, *Política y Economía, Semblanzas y Ensayos*, México, Miguel Ángel Porrúa.
- Hayek, Friedrich Von (1976), *Denationalization of Money*, Londres, Institute of Economic Affairs.
- Kauffmann, Pascal (1997), *L'Euro*, Paris, Dunod.
- Kenen, Peter (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View" en Mundell Robert y Swoboda Alexander (eds), *Monetary Problems in the International Economie*, Chicago University Press.
- Keynes, John Maynard (1971), *A Tract on Monetary Reform*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. IV, The Royal Economic Society.
- Kindleberger, Charles (1986), "International Public Goods without International Government", *American Economic Review*, 75.
- Krugman, Paul R. (1999), *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Argentina, Norma.
- Krugman, Paul (2004), *El gran engaño*, Barcelona, Crítica.
- Lasa, Alcides José (1997), "Los usos fiscales de la moneda y la soberanía monetaria: México 1970-1995", *Investigación Económica*, enero- marzo.
- Mancheno, Diego, Oleas, Julio y Samaniego, Pablo (2001), "Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador", *Monetaria*, CEMLA, oct-dic.
- Mc Kinnon, Ronald (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53.
- Morales Castañeda, Raúl (2001), "Unión monetaria de América del Norte. Una perspectiva", *Comercio Exterior*, junio.
- Mundell, Robert (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51.
- Ponsot, Jean- François (2002), "Parité fixe et règle de convertibilité monétaire dans les économies émergentes: l'impact d'un *currency board* sur la croissance" en Dielbolt C y Escudier JL (dir), *La croissance économique dans le long terme, Formes historiques et perspectives*. Paris, L'Harmattan.
- Ponsot, Jean-François (2004), "La relation Banque centrale-banques commerciales dans un régime de dollarisation: le cas de l'Equateur" *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*, julio.

- Quispe M., Zenón y Pereyra P., Carlos (2001), “¿Es conveniente una dolarización total en una economía con dolarización parcial?”, *Monetaria*, CEMLA, ene-mar.
- Rozo, Carlos A. y Moreno-Brid, Juan Carlos (2000), “Teoría y condiciones de la dolarización en México”, *Comercio Exterior*, octubre.
- Sachs, Jeffrey D. y Larraín, Felipe, B. (1994), *Macroeconomía en la economía global*, México, Prentice Hall.
- Schor, Armand-Denis (2000), “La théorie des zones monétaires optimales : l’optimum, le praticable, le crédible et le réel”, *L’Actualité économique, Revue d’analyse économique*, vol 76, n°4, diciembre.
- Schvarzer, Jorge y Finkelstein, Hernán (2003), “Bonos, casi monedas y política económica”, **Realidad Económica** 193, enero.
- Sgard, Jérôme (2004), “Ce qu’on en dit après, le *currency board* argentin et sa fin tragique”, *Revue d’économie financière*, N°75
- Sgard, Jérôme (2000), “La crise équatorienne et l’architecture financière internationale”, *La lettre du CEPPI*, N°188. marzo 2000.
- Théret, Bruno (2003), “La dollarisation: polysémie et enflure d’une notion”, *Critique internationale* n°19 abril.
- Théret, Bruno (1998), “Les dimensions sociopolitiques de l’Euro”, *Problèmes économiques*, n°2597 (30/12/1998).
- Veyrune, Romain (2004), “Les caisses d’émission modernes sont-elles orthodoxes?”, *Revue d’économie financière* N°75.
- Villarreal, René (1999), “¿Pesos o dólares?”, *Análisis*, enero.