

Dolarización y uniones monetarias: pautas de implementación

William C. Gruben, Mark A. Wynne
y Carlos E. J. M. Zarazaga^{*}

Centro de Estudios Económicos
Latinoamericanos
Documento de trabajo CLAE 0201

^{*}Este trabajo es una traducción del original en inglés del capítulo de un libro sobre dolarización de próxima publicación por MIT Press, editado por Federico Struzzenegger y Eduardo Levy Yeyati, bajo el auspicio de la Fundación Gobierno y Sociedad (Buenos Aires, Argentina). Los autores son economistas del Departamento de Investigaciones del Banco de la Reserva Federal de Dallas. William C. Gruben es Vicepresidente y Director del Centro de Estudios Económicos Latinoamericanos, Mark A. Wynne es Vicepresidente Asistente, Carlos E. J. M. Zarazaga es Economista Senior y Director Ejecutivo del Centro de Estudios Económicos Latinoamericanos. Autor correspondiente: Carlos Zarazaga, FRB Dallas, 2200 N. Pearl St., Dallas, TX 75201, EE.UU. Correo electrónico: clae@dal.frb.org. Página de internet: <http://www.dallasfed.org/htm/latin/center.html>.

Las opiniones expresadas en este trabajo son las de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco de la Reserva Federal de Dallas o del Sistema de la Reserva Federal.

INDICE

INTRODUCCIÓN.....	p. 1
1. DOLARIZACIÓN	p. 4
1.I - CONDICIONES PARA LA DOLARIZACIÓN.....	p. 4
1.I.1 - Requisitos institucionales	p. 7
1.I.1.1 – Un cronograma para la dolarización.....	p. 9
1.I.2 - Reformas económicas complementarias	p. 12
1.I.2.1 - Reforma fiscal	p. 13
1.I.2.2 - Reforma financiera	p. 14
1.I.2.3 - Mercados laborales	p. 18
1.II - LA MECÁNICA DE LA DOLARIZACIÓN.....	
1.II.1 - La elección del tipo de cambio: ¿es importante?.....	p. 19
1.II.2 - Sustitución de la moneda doméstica (base monetaria) por dólares	p. 23
1.II.3 - Tratamiento de los contratos existentes.....	p. 27
1.II.3.1 - Una disgresión sobre la teoría de los contratos y el problema de la inconsistencia intemporal	p. 29
1.II.3.2 - Algunas ideas a partir de experiencias pasadas	p. 32
1.II.3.3 – Pautas para el tratamiento de los contratos existentes en un plan de dolarización	p. 40
1.III - EL PROBLEMA DE LA PÉRDIDA DE LOS INGRESOS DE SEÑOREAJE Y ALGUNAS PROPUESTAS BIENINTENCIONADAS PARA ALIVIARLO.....	p. 45
1.III.1 - El problema.....	p. 45
1.III.2 - Propuestas para aliviar el problema de la pérdida del señoreaje	
1.III.2.1- Propuesta del Comité de Economía del Senado de los EE.UU.	p. 50
1.III.2.2 - Propuesta de coparticipación del señoreaje mediante un pago por única vez.....	p. 59
1.III.2.3 - Propuesta de un tratado de asociación monetaria.....	p. 60
1.IV - EL PROBLEMA DEL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA Y CÓMO SOLUCIONARLO	p. 61
I.IV.1 – Líneas de crédito contingentes.....	p. 63
2. UNIÓN MONETARIA	p. 66
2.I - PROBLEMAS CONSTITUCIONALES.....	p. 71
2.I.1 - Negociación y ratificación de un tratado.....	p. 72
2.I.2 - Cronograma para una Unión Monetaria.....	p. 73
2.I.3 - Criterios de convergencia.....	p. 76
2.I.4 - Instituciones	p. 78
2.I.5 - ¿Es necesaria una larga transición?	p. 80
2.II - PROBLEMAS TÉCNICOS.....	p. 82
2.II.1 - Infraestructura estadística	p. 83
2.II.2 - Sistema de pagos.....	p. 84
2.II.3 – Cuestiones de diseño y denominación de la moneda	p. 85
2.II.4 - Coparticipación de los ingresos de señoreaje.....	p. 87
2.II.5 - Otras cuestiones: configuración institucional, estabilidad financiera, etc.....	p. 88
3. CONCLUSIONES.....	p. 93
Referencias bibliográficas.....	p. 94

INTRODUCCIÓN

Este trabajo se propone analizar los aspectos principales de la implementación de un plan de dolarización o de una unión monetaria, una vez que las autoridades pertinentes hayan optado por uno u otro curso de acción. En consecuencia, el trabajo no se ocupa de la cuestión normativa de la optimalidad de regímenes monetarios alternativos. Está dedicado a la cuestión de *cómo* dolarizar o formar una unión monetaria y no a la de analizar si determinado país *debería* adoptar un régimen monetario en particular.

También cabe destacar que el trabajo no pretende ocuparse de todos los aspectos de la implementación que surgirán antes, durante y después de un plan de dolarización o de la creación de una unión monetaria. Más bien intenta complementar el material sobre dolarización cubierto en trabajos anteriores sobre el tema, entre los que se destacan Hausmann y Powell (1999) y la prolífica bibliografía sobre dolarización preparada especialmente para la Comisión Mixta de Economía del Senado de los EE.UU. por un equipo de expertos liderado por Kurt Schuler. La perfecta comprensión y anticipación de todos los aspectos relevantes para la implementación de una dolarización no quedaría completa sin una lectura meticulosa de dichos estudios, que han influido en la organización y la elección de las unidades temáticas de este trabajo. Asimismo, la gran cantidad de bibliografía sobre la Unión Económica y Monetaria Europea (en adelante, UEM) es un punto de partida esencial para cualquier discusión acerca de la creación de una unión monetaria en América Latina.¹

Muchos de los aspectos de implementación que deben contemplarse en un proceso de dolarización también son relevantes para el caso de la formación de una

¹ Entre las referencias pertinentes se destacan Kenen (1995), Eichengreen (1997), Ungerer (1997), De Grauwe (1997) y Gros y Thygesen (1998).

unión monetaria, y viceversa. De hecho, la dolarización es simplemente una unión monetaria con otro nombre, si bien es cierto que es una unión monetaria con importantes diferencias.

La mayoría de los regímenes monetarios existentes en la actualidad se pueden agrupar en cuatro categorías básicas, según el grado en que los países participantes comparten con otros el ingreso en concepto de señoreaje generado por la moneda adoptada y el grado de influencia y soberanía que retienen en la administración de la misma. El cuadro a continuación resume esquemáticamente los tipos de regímenes monetarios que surgen de aplicar los criterios de clasificación enunciados:

Criterio de clasificación		¿Mantiene la soberanía monetaria?	
		Sí	No
¿Comparte el señoreaje?	Sí	Unión Monetaria	Caja de Conversión (“Currency Board”)
	No	Moneda nacional propia	Dolarización

El tipo de unión monetaria más simple es aquel en el que un país adopta la moneda de otro sin tener ningún poder de decisión en cuanto al modo en que se administrará esa moneda y ni siquiera el derecho a obtener parte de los ingresos en concepto de señoreaje. Este tipo de unión monetaria asimétrica es lo que llamaremos “dolarización”.² Un segundo tipo de unión monetaria asimétrica ocurre cuando un país adopta un sistema de convertibilidad o caja de conversión y respalda completamente su moneda con una otra moneda extranjera a un tipo de cambio fijo e inamovible. El grado

de asimetría que supone este tipo de unión monetaria es menor que en el caso de la dolarización, ya que el país que adopta el sistema de convertibilidad al menos conserva los ingresos en concepto de señoreaje generados por la base monetaria doméstica. Una unión monetaria más simétrica es aquella en la que un país también adopta la moneda de otro, pero reteniendo alguna influencia en la administración de la moneda adoptada. Éste sería el caso, por ejemplo, si Canadá y Méjico adoptaran como moneda al dólar estadounidense y obtuvieran bancas con derecho a voto en la Comisión Federal de Mercado Abierto (en adelante, FOMC).³ Este tipo de unión monetaria se creó cuando Alemania Oriental adoptó el marco alemán en 1990. Una forma más ambiciosa de unión monetaria simétrica se produce cuando dos o más países acuerdan abolir sus monedas nacionales y las reemplazan por una nueva moneda administrada de manera conjunta por representantes de todos los países involucrados. Este tipo de unión monetaria “simétrica” es el que ha adoptado recientemente la Unión Europea, aboliendo las monedas nacionales de los doce países participantes y reemplazándolas por una nueva moneda, el euro.

Las uniones monetarias simétricas pueden a su vez tomar diversas formas. La moneda compartida puede ser una moneda totalmente nueva y sin respaldo creada por decreto, como el euro. Otra posibilidad es que la moneda tenga el respaldo (en el sentido de un sistema de convertibilidad) de una o más monedas (como el dólar, el euro o el yen).⁴ En lo sucesivo, utilizaremos el término unión monetaria para referirnos a las uniones monetarias simétricas del primer tipo. También es importante mencionar que, aunque los aspectos de la implementación de las uniones monetarias analizados en este

² Conviene hacer notar que ha habido propuestas para establecer alguna clase de coparticipación del señoreaje con los países que dolarizan. Esta forma híbrida de dolarización sería similar en muchos aspectos a un arreglo de sistema de convertibilidad o “caja de conversión.”

³ Por ejemplo, mediante la designación de un representante de cada uno de esos países en el Consejo Directivo (Board of Governors) de la Reserva Federal, y como miembros permanentes con derecho a voto en el FOMC.

trabajo frecuentemente se formularán pensando en América Latina, son suficientemente generales como para poder ser aplicados fácilmente a otras regiones.

1. DOLARIZACIÓN

1.1 - CONDICIONES PARA LA DOLARIZACIÓN

Un tema que aparecerá sistemáticamente en este capítulo es que la dolarización o la creación de una unión monetaria debe ser considerada como parte de un proceso integral de reformas institucionales, políticas y económicas con el fin último de alcanzar la integración financiera y comercial completa de un país con el resto del mundo y no simplemente como una mera reforma monetaria capaz de resolver mágicamente todos los males económicos de un país cuando se implementa de manera aislada. De hecho, existe el riesgo, frecuentemente percibido en declaraciones públicas o privadas por sus defensores, de que la dolarización o las uniones monetarias se propongan con la esperanza secreta de que sirvan como sustituto indoloro de otras reformas económicas necesarias pero penosas en el corto plazo. Tal motivación para dolarizar o adoptar una unión monetaria seguramente iría en detrimento del éxito de cualquiera de los regímenes mencionados.

Por lo tanto, el primer paso en el proceso de dolarización de una economía o de adopción de una unión monetaria consiste en que los países y los responsables de la adopción de políticas que consideren adoptar cualquiera de esos regímenes sean conscientes de que tal elección supone simultáneamente el compromiso explícito o implícito de implementar todas las reformas complementarias que son cruciales para la estabilidad y el éxito final del régimen monetario correspondiente.

⁴ Como en la propuesta de Edwards (1998).

Por ese motivo, es posible que la dolarización o las uniones monetarias provoquen acalorados debates acerca del orden correcto en que se deben introducir esas reformas complementarias. Estas discusiones invocan el problema del “orden correcto de liberalización” que dominó los foros de política económica hasta hace no mucho tiempo, cuando varios países “emergentes”, desde América Latina hasta la antigua Unión Soviética, estaban considerando o ya habían emprendido ambiciosos programas de reformas estructurales en sus economías.

¿La reforma fiscal debe hacerse antes, después o simultáneamente con la dolarización? ¿Debe existir un sistema financiero sano antes de la implementación de la dolarización o la dolarización ayudará a hacer más sano el sistema financiero?

En este espíritu, el problema de si las reformas financieras, fiscal y laboral deben preceder o no a la dolarización ha sido analizado por el Profesor Barry Eichengreen, de la Universidad de Berkeley en California, en una conferencia sobre dolarización organizada por el Banco de la Reserva Federal de Dallas en marzo de 2000.⁵ El trabajo muestra que los economistas están divididos en dos bandos previsibles: el enfoque “simplemente hazlo” y el enfoque “dolarización al final” o “coronación”.

Los partidarios del “simplemente hazlo” sostienen que la dolarización funcionará como catalizador para todas las otras reformas necesarias, porque inducirá a la disciplina fiscal, eliminará las instituciones débiles del sistema financiero y dará a las sociedades civiles los incentivos adecuados para revisar la legislación y las normas que introduzcan rigideces en el mercado laboral. En cambio, el bando “dolarizar al final” argumenta que la dolarización debe ser la “coronación” de un esfuerzo coordinado para lograr la disciplina fiscal, un sistema financiero sólido y mercados laborales flexibles.

⁵ “When to Dollarize”. Este trabajo, junto con los demás presentados en la conferencia, está disponible en el portal de Internet de la Reserva Federal de Dallas: www.dallasfed.org.

Éste es el enfoque que ha seguido la Unión Europea (UE) al crear la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Eichengreen presenta evidencia que sugiere que el enfoque “coronación” es el ideal. No obstante, puede tomar bastante tiempo coronar las reformas requeridas con la dolarización, tal como sucedió con la moneda común en que culminó el Tratado de Maastricht y la larga secuencia de pasos intermedios que precedió a la aparición de la Unión Monetaria Europea.

Desafortunadamente, lo más probable es que la dolarización sea propuesta primero en países cuyas monedas están sometidas a fuertes presiones, como fue el caso de Argentina después de la devaluación del Real brasileño en enero de 1999, o que sufren una inflación fuera de control, tal como sucedía en Ecuador al momento de lanzar su programa de dolarización en abril de 2000. Es muy probable que los funcionarios de los países que enfrentan estas circunstancias se vean presionados para actuar sin mucho tiempo para analizar qué reformas tienen que efectuarse primero. La dolarización les puede parecer una droga experimental que, a falta de otra con éxitos comprobados, ofrece la única posibilidad de supervivencia, al menos durante el tiempo que lleve planificar e implementar todas las otras reformas complementarias necesarias que, en condiciones ideales, deberían haber precedido a la ingestión de la droga experimental “dolarización”.

El debate teórico y la práctica de la dolarización, en consecuencia, son reminiscencias de las discusiones y los eventos que acompañaron a los programas de liberalización de las últimas dos décadas, mencionados anteriormente. Las reformas necesarias continuaron avanzando mientras los expertos seguían debatiendo cuál era su orden “correcto”, hasta que el objeto de sus especulaciones fue superado por la dinámica de los hechos cuando la mayor parte de los procesos de liberalización

culminaron sin suministrar ninguna conclusión definitiva sobre cuál de ellos había sido implementado en el orden “correcto”.

La misma suerte puede estar aguardando al debate que plantean las diversas propuestas de dolarización. Tal vez dentro de muchos años, la conclusión de las experiencias de dolarización que hayan tenido lugar hasta ese momento sea algo así como *“es... en la esfera de la credibilidad donde yace la lección más importante acerca del secuenciamiento de la [dolarización]. En un sentido, es más importante implementar un paquete de políticas coherentes y creíbles que determinar el orden ‘correcto’ de la [dolarización]”*, la misma frase con que Edwards y Cox Edwards (1987, p.193) resumieron la lección aprendida de los programas de liberalización de las décadas de 1980 y 1990, con la diferencia de que la palabra “dolarización” ha reemplazado a la palabra “liberalización” en el texto original.

1.I.1 - Requisitos institucionales

La suerte de “irrelevancia del orden de las reformas” enunciada en la sección anterior sugiere que la credibilidad de la dolarización como proceso de varias reformas inextricablemente entrelazadas es más crucial para su éxito que la secuencia en que se implementarán dichas reformas. Un sólido y amplio apoyo político puede contribuir enormemente a crear las condiciones necesarias para sustentar el arduo y prolongado esfuerzo que requiere la dolarización y reformas complementarias. Sólo el apoyo de una fracción sustancial de la población permitirá al gobierno avanzar en la operación, quizás psicológicamente traumática, aunque mecánicamente simple, de reemplazar la moneda doméstica por el dólar, y también de introducir las otras reformas que necesariamente deben formar parte del proceso. Como lo manifiestan enfáticamente Hausmann y

Powell en el trabajo mencionado en la introducción, *“Es fundamental que los países que consideren la dolarización hagan un análisis serio, abierto y amplio del tema y que avancen sólo sobre la base de un sólido consenso político”* (p.3).

En ese espíritu, los ciudadanos de un país que esté considerando dolarizar deberían ser capaces de efectuar una evaluación completa del proceso de dolarización, sus ventajas y desventajas y también sus consecuencias a corto y a largo plazo. Después de todo, reemplazar la moneda nacional con una moneda extranjera no es un hecho histórico menor. En este sentido, es fundamental que las sociedades no interpreten la sustitución de la moneda doméstica por una extranjera como la cesión de la soberanía nacional o la pérdida de la dignidad y la identidad del país en la comunidad de naciones.⁶

Estas consideraciones sugieren de inmediato que el primer paso en el camino hacia la dolarización debe ser un plebiscito nacional con fuerza vinculante para el gobierno. La aprobación por simple mayoría debe ser suficiente para dar inicio al proceso de dolarización.

El plebiscito debería someter a consulta popular simplemente la cuestión de si se debe reemplazar la moneda nacional por el dólar o no. Posteriormente, los canales institucionales que correspondan deberán tratar los detalles más complejos, tales como el cronograma del proceso de dolarización y otros aspectos técnicos.

La práctica de la consulta directa a los ciudadanos sobre una reforma monetaria de fondo no es novedosa y tiene un importante precedente en los pasos institucionales anteriores al lanzamiento del euro el 1 de enero de 1999. El Tratado de Maastricht, que

⁶ Drazen (1999) muestra de qué manera un régimen monetario como la dolarización es coherente con el principio democrático de control popular. La pérdida de la soberanía nacional exclusiva sobre la política monetaria que implica tal régimen radica en mantener el constitucionalismo, siempre y cuando el electorado apoye la decisión. La diferencia entre dolarización o unión monetaria y simplemente garantizar la independencia de un banco central para perseguir una política monetaria saludable es una cuestión de grado, no de sustancia. Una sociedad bien puede decidir que las supuestas ganancias de la dolarización o

rige para la UEM, fue ratificado por los parlamentos nacionales de todos los países de la Unión Europea y, en algunos países, fue sometido a la votación del electorado en referéndums nacionales.⁷ Tanto el Reino Unido como Dinamarca negociaron protocolos en el Tratado de Maastricht que les permitieron abstenerse de participar en la UEM. Ambos países posteriormente anunciaron que la decisión de unirse a la UEM sólo se tomaría después de llevar a cabo referéndums nacionales (y en el caso de Dinamarca, el referéndum de septiembre de 2000 descartó la participación danesa en el futuro inmediato). De hecho, cuando se lanzó la UEM, Suecia también se abstuvo, aunque técnicamente reunía las condiciones para ser miembro.

Un plebiscito o un referéndum puede parecer una molestia innecesaria en países que, bajo la presión de circunstancias económicas adversas, preferirían omitirlo y dolarizar directamente. Sin embargo, omitir la etapa de consulta popular tiene la seria desventaja de la falta de un mandato claro y explícito al gobierno. Sin él, el proceso de dolarización puede paralizarse en luchas políticas internas y ruidosas minorías opositoras pueden llegar a desbaratarlo, aun cuando contare con el apoyo de la mayoría de la población.

1.I.1.1 – Un cronograma para la dolarización

Según lo indica la reciente experiencia de Ecuador, la dolarización se puede implementar relativamente rápido, tal vez en apenas un semestre. No obstante, es difícil

la unión monetaria tienen más peso que los costos medidos en términos de la pérdida de una política monetaria propia.

⁷ Es significativo que el Tratado de Maastricht no se haya sometido a referéndum en todos los países de la UE y, en particular, en Alemania. Está bien documentado que el apoyo a la UEM entre el electorado alemán ha sido tibio en el mejor de los casos. Hay quienes sostienen que el fracaso en solidificar el apoyo popular antes de pasar a la UEM puede conducir al fracaso a largo plazo de la unión monetaria.

pensar que cualquier cronograma factible pueda acelerar más el proceso, una vez que un plebiscito haya aprobado la decisión de dolarizar.

Por motivos que se enumeran más adelante, cuando se analiza el tratamiento de los contratos existentes en la sección 1.II.3, es probable que el cronograma de dolarización de los países que experimentan altas tasas de inflación sea diferente del de aquellos con tasas bajas de inflación. En el último caso, los contratos existentes tienden a tener vencimientos más prolongados y, en consecuencia, las partes involucradas pueden necesitar más tiempo para adaptarse a las condiciones del nuevo régimen.

Los cronogramas no sólo dependerán de la tasa de inflación preponderante, sino también de las características institucionales del sistema financiero. Los países en los que ya se permiten contratos y transacciones financieras en dólares al momento del plebiscito tendrán mayor facilidad para adaptarse a las nuevas condiciones que los países en los que ese no es el caso. Para este último grupo de países, el cronograma de dolarización deberá prescribir un período de transición de al menos un año durante el cual se permitirá que coexistan contratos en dólares y en moneda doméstica.

Dejando de lado estas consideraciones idiosincrásicas, un cronograma razonable parecería dictar la siguiente secuencia de implementación:

- 1) Fecha del plebiscito nacional.
- 2) Si el plebiscito aprueba la dolarización, fecha en la que se enviará al Congreso la legislación relevante. Habitualmente, no toda la legislación necesaria requiere una enmienda constitucional. Por consiguiente, el Congreso puede comenzar a considerar dicha legislación mientras se pone en marcha el proceso que llevará a la reforma Constitucional, de ser ésta necesaria. Un fuerte mandato del plebiscito contribuiría sin duda a agilizar el pasaje de la legislación correspondiente, tal vez uno o dos meses después de

su presentación al Congreso. Simultáneamente, en los países donde la dolarización exija una enmienda Constitucional, se deberá iniciar el proceso de reforma constitucional.

- 3) Duración del período de transición. Los países con bajas tasas de inflación o aquellos en los que los contratos en dólares estuvieran previamente prohibidos deberán contemplar un período de transición de al menos un año, durante el cual se permitiría a la moneda doméstica coexistir con el dólar. No obstante, todas las partes involucradas en contratos negociados durante este período de transición deberán ser informadas de que las obligaciones y los acuerdos contractuales pendientes en moneda doméstica, incluyendo salarios, se transformarán en dólares en una fecha especificada al tipo de cambio establecida mediante el procedimiento descrito en la sección 1.II.1, y que excepto por la denominación, todos los otros términos y condiciones de dichos contratos, *incluyendo la tasa de interés nominal*, permanecerán vigentes (este procedimiento se justifica en la sección 1.II.3.)
- 4) La fecha en la que el banco central comenzará a reemplazar la moneda doméstica en circulación por dólares y a partir de la cual el dólar será reconocido como moneda de curso legal. Se debe tener la precaución de evitar que la fecha preceda a la eventual reforma constitucional en aquellos casos en que ese paso sea un requisito indispensable para dolarizar.
- 5) La fecha en la cual la moneda doméstica se retirará definitivamente de circulación, a excepción tal vez de billetes o monedas de muy baja denominación.

1.1.2 - Reformas económicas complementarias

Una vez que la aprobación por plebiscito haya abierto el camino para iniciar el proceso de dolarización, entran en escena los aspectos más técnicos del programa.

Además de las medidas indicadas en el cronograma sugerido en la sección precedente, el programa de dolarización debería tener en cuenta los plazos de implementación de otras reformas asociadas.

Por los motivos enumerados anteriormente y a falta de una prescripción clara desde la teoría económica, este trabajo se abstiene de recomendar ninguna secuencia de reformas en el proceso de dolarización. Se podría coincidir con los partidarios del “simplemente hazlo” en que una larga lista de requisitos previos es la mejor manera de garantizar que la dolarización no se produzca nunca.

Sin embargo, aún cuando la dolarización puede funcionar como catalizador de la puesta en marcha de las reformas complementarias necesarias, no las inducirá milagrosamente, como si encendiera un piloto automático capaz de llevar a cabo el proceso hasta el final. Como se sostuvo al principio de este trabajo, la dolarización no se debe implementar *en lugar de* sino *junto con* todas las otras reformas complementarias. Concretamente, será necesario hacer un esfuerzo consciente y deliberado para introducir, tarde o temprano, las reformas fiscales que disipen los temores de cesación de pago de la deuda soberana, las reformas financieras que disipen los temores de crisis bancarias recurrentes y las reformas del mercado laboral que disipen los temores de que eventuales rigideces nominales en los salarios induzcan altas tasas de desempleo. Cada una de estas reformas se analiza con más detalle a continuación.

1.I.2.1 - Reforma fiscal

Sin lugar a dudas, la reforma fiscal debe formar parte de cualquier proceso de dolarización porque uno de los muchos objetivos declarados de ésta es el de lograr una reducción sustancial de la prima de riesgo país y, en consecuencia, del costo de los préstamos en los mercados de capitales internacionales. Huelga decir que el despilfarro fiscal despertará el fantasma de la cesación de pagos y anulará toda reducción en las tasas de interés que el programa de dolarización pueda eventualmente inducir.

Como se mencionó anteriormente, la cuestión de si la reforma fiscal debe ser anterior o posterior a la dolarización de la moneda es un tema que da lugar a controversias y nadie debería sorprenderse, por lo tanto, de que se encuentren argumentos teóricos en ambos lados del debate. En Zarazaga (1999), por ejemplo, se hace un modesto intento de racionalizar la afirmación de que la dolarización contribuirá a crear mejores condiciones de disciplina fiscal, en el contexto de un modelo de economía política en el que el nivel del gasto fiscal depende endógenamente del régimen monetario adoptado.

Por otro lado, en un reciente trabajo preparado especialmente para una conferencia sobre dolarización organizada por el Banco de la Reserva Federal de Cleveland, Sims (2001) sostiene que la dolarización puede aumentar, en lugar de disminuir, la probabilidad de que un país entre en cesación de pago de su deuda soberana y resultar, por lo tanto, en un aumento, antes que en una disminución, del riesgo-país. El argumento básico es que, mientras la moneda doméstica continúa circulando, al gobierno siempre le queda el recurso de reducir el valor de la base monetaria (la parte de la deuda que el gobierno puede colocar en el público sin pagar intereses) mediante el simple expediente de una mayor inflación. Por eso, al eliminar este instrumento de reducción de la deuda pública, la dolarización podría llevar a los

países que enfrenten circunstancias adversas en su situación fiscal, a optar directamente por suspender el pago de sus obligaciones denominadas en dólares (u otras monedas de aceptación internacional) con más frecuencia que con la que lo harían si pudieran hacer lo mismo, pero indirectamente, a través de la depreciación (vía inflación) de la parte de la deuda representada en la base monetaria.⁸

En muchos países, la dolarización requerirá una drástica reducción del gasto público y de la evasión impositiva. En aquellos con estructura federal puede resultar imprescindible una reformulación integral de las relaciones económicas e impositivas entre la administración central y las provincias. En ese sentido, una dolarización exitosa es impensable sin la prohibición explícita de que las provincias o estados de un país emitan bonos de deuda que se puedan utilizar para cancelar obligaciones impositivas nacionales o provinciales, o que tengan tales características de cuasi-dinero que en la práctica actúen como sucedáneos de la moneda de curso legal.⁹ De más está decir que la presencia de dicha monedas o cuasi-monedas provinciales o estatales constituiría un obstáculo insalvable para que los países que dolaricen satisfagan los criterios económicos requeridos para acceder a un eventual sistema de coparticipación del señoreaje con los EE. UU. que se detallan en la sección 1.III.2.1.

1.I.2.2 - Reforma financiera

Un argumento que se escucha frecuentemente es que un país que esté considerando la dolarización oficial de su economía debe fortalecer su sistema bancario

⁸ Sin embargo, es importante mencionar que los resultados de Sims dependen fundamentalmente del supuesto usual de que el gasto del gobierno no varía según el régimen monetario vigente. Este supuesto es el que probablemente será blanco de las críticas de quienes sostienen que las instituciones monetarias y fiscales tienen importancia para la capacidad de las sociedades de elegir políticas fiscales que no incluyan la cesación de pagos de la deuda soberana entre los resultados posibles de dichas políticas.

⁹ Este tipo de prácticas es usual, por ejemplo, en países como la Argentina, en donde a principios de 2002 circulaban más de 15 bonos con características de cuasi-moneda, emitidos tanto por las provincias como por el Tesoro Nacional (representados, en este último caso, por Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales-LECOP.)

o arriesgarse a sufrir las serias consecuencias de una crisis financiera capaz de comprometer al sector real de la economía. El motivo, por supuesto, es que los países que dolarizan no pueden imprimir moneda para auxiliar al sistema bancario, un recurso expeditivo al que sí podrían apelar (aunque no necesariamente con consecuencias deseables) si no resignaran la posibilidad de tener moneda propia.

La respuesta de los defensores de la dolarización a esta presunta deficiencia es que los sistemas financieros son intrínsecamente frágiles debido a la falta de sincronización entre los plazos a los que el público típicamente coloca sus depósitos y los plazos a los que los bancos típicamente otorgan préstamos con ellos. Esta fragilidad intrínseca expone al sistema financiero a corridas bancarias fulminantes si, por algún motivo, todos los depositantes decidieran retirar su dinero de los bancos al vencimiento de sus depósitos, es decir, antes de que el banco esté en condiciones de recuperar el capital e intereses de los préstamos otorgados. La mera inminencia, real o supuesta, de una devaluación podría desencadenar, justamente, una corrida bancaria, si todos los depositantes decidieran retirar simultáneamente su dinero de los bancos para adquirir dólares y protegerse, de ese modo, de la pérdida de poder adquisitivo de sus ahorros casi siempre asociada a una devaluación.

La evidencia recogida por Kaminsky and Reinhart (1999) sugiere que esta asociación entre crisis cambiarias y crisis bancarias, lejos de ser una mera posibilidad teórica, es una realidad recurrente en países de América Latina. Uno de los canales que se mencionan frecuentemente como mecanismo de transmisión entre devaluaciones y corridas bancarias es que las devaluaciones pueden inducir, bajo ciertas condiciones, una reducción bastante prolongada de los precios de los bienes que no son comerciables internacionalmente (edificios de oficinas, por ejemplo) en relación con los que sí lo son (como materias primas). Utilice o no el gobierno el recurso de emitir moneda para

actuar como prestamista de última instancia, un colapso de los valores inmobiliarios asociados a una devaluación puede impactar adversamente el resultado operativo de los bancos y resultar en una crisis bancaria de efectos reales duraderos, como ha ocurrido en Tailandia, Indonesia e incluso México en la última década.¹⁰

De acuerdo con esta perspectiva, la presencia de una moneda nacional exacerba, en vez de disminuir, la posibilidad de corridas cambiarias. En otras palabras, dejar abiertas las opciones para una depreciación de la moneda puede preparar el terreno para crisis bancarias recurrentes, aún cuando, o precisamente porque, el país puede emitir su propia moneda para actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero.

No obstante, en un estudio sobre la relación entre crisis bancarias y regímenes cambiarios durante el período 1975-92, Eichengreen y Rose (1997) no encontraron evidencia de que los tipos de cambio más estables estén asociados a un menor número de crisis bancarias. Por otra parte, en una actualización de este resultado, Eichengreen (2000) muestra que la estabilización mediante medidas políticas monetarias “inflexibles” (incluyendo los sistemas de convertibilidad y las economías dolarizadas) está más asociada con crisis bancarias que la estabilización mediante medidas políticas “flexibles.” Aunque tal vez sea cierto que la eliminación de la función de prestamista de última instancia desalienta inversiones excesivamente riesgosas por parte de los bancos, los resultados de Eichengreen sugieren que este efecto de “comportamiento oportunístico” es cuantitativamente insuficiente para absorber los problemas de iliquidez bancaria que puede crear la ausencia de tal función.

Es importante señalar que ninguno de los trabajos citados evalúa las consecuencias de políticas monetarias alternativas sobre el bienestar general. Tal vez sea cierto que los países cuyas entidades financieras pueden acceder a redescuentos del

¹⁰ Es importante enfatizar, sin embargo, que a nivel teórico la existencia de dicha asociación requiere la ausencia de un sistema de mercados completos y, en particular, la imposibilidad de los bancos de

Banco Central experimenten un menor número de crisis financieras, pero eso no significa que las sociedades de esos países tengan un mayor bienestar que aquellas donde las crisis son más frecuentes. La reciente experiencia en varias crisis financieras (Méjico 1994, Sudeste Asiático 1997, Rusia 1998, Turquía 2001) sugiere que la asistencia a las instituciones financieras debilitadas no resuelve un mero problema de liquidez sino también de solvencia. Como resultado, las operaciones de redescuento del Banco Central pasan a ser instrumentos de rescate masivo que incrementan la deuda pública y, por lo tanto, el peso de futuros impuestos, desde un 3% del PBI en el caso de los EE.UU., al principio de los años 1980, tras la caída de instituciones financieras conocidas como “saving and loans”, hasta un 15% del PBI en Méjico o Corea del Sur, tras las devaluaciones de sus monedas en 1994 y 1997, respectivamente. Es justo concluir que semejante carga impositiva parece ser el precio que hay que pagar por una reducción en la frecuencia de las crisis financieras.

Dada la naturaleza distorsiva de la mayoría de los impuestos que se pueden implementar en la práctica, no se puede descartar que el bienestar de una sociedad mejore, en vez de empeorar, con la eliminación de las funciones de prestamista de última instancia, porque tal medida podría resultar en una reducción de impuestos más que suficiente para contrarrestar los efectos perjudiciales de crisis financieras más frecuentes. Este beneficio de una reducción en la carga impositiva se agregaría al ya mencionado de erradicar el comportamiento oportunístico que induce la presencia de un recurso que distorsiona inevitablemente las decisiones de inversión de las instituciones financieras, al ponerlas a cubierto de sus propios errores y omisiones en la evaluación del riesgo de sus carteras crediticias.

Debe quedar claro, entonces, que la respuesta a la pregunta de si la función de prestamista de última instancia mejora o no el bienestar de una sociedad es de

naturaleza empírica. Desafortunadamente, como ya se ha indicado, los modelos económicos capaces de evaluar las consecuencias sobre el bienestar de la introducción o eliminación de un prestamista de última instancia aún están en su infancia.¹¹

1.I.2.3 - Mercados laborales

La rigidez de los salarios nominales es ciertamente problemática para el ajuste del mercado laboral en un país que ha renunciado a la inflación como mecanismo de reducción de los salarios reales cuando las circunstancias económicas así lo requieren. Es posible que éste sea el talón de Aquiles del enfoque “simplemente hazlo”, porque la evidencia teórica y empírica de que los regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo inducen la flexibilidad de los mercados laborales es ciertamente débil o simplemente inexistente.

El sistema de convertibilidad argentino estuvo vigente durante más de una década (del 1º de abril de 1991 al 6 enero de 2002) pero las tasas de desempleo de dos dígitos observadas durante ese período fueron acompañadas sólo por algunos relajamientos menores de la enmarañada legislación laboral. Por lo tanto, la noción de que una reforma monetaria drástica puede inducir en y por sí misma un relajamiento de las restricciones legales en el mercado laboral parece dudosa, especialmente al confrontarla con la evidencia de que la implementación de reformas en el mercado laboral, aún moderadas, habitualmente despierta una feroz oposición en casi todos los países, independientemente del régimen monetario vigente.

Puede que la dolarización induzca reformas laborales que de otro modo nunca se hubiesen producido, pero la experiencia sugiere que el ritmo de progreso en ese frente puede ser extremadamente lento y, por ende, no es posible descartar que los países que dolaricen sufran un largo período de desempleo tras la implementación del

¹¹ Un primer intento en esa dirección puede consultarse en Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001).

programa. En lugar de rechazar esta posibilidad, y como manera de mitigar las consecuencias sociales de este problema, los países que consideren seriamente la dolarización deben contemplar alguna forma de seguro de desempleo en sus previsiones presupuestarias, un requisito que sin duda hará la reforma fiscal más urgente todavía.

1.II – LA MECÁNICA DE LA DOLARIZACIÓN

1.II.1- La elección del tipo de cambio: ¿es importante?

Un paso obvio en el proceso de dolarización consiste en determinar el tipo de cambio que se utilizará para convertir la moneda doméstica en dólares. Parece sensato afirmar que el nivel de dicha tasa debe ser coherente con los propósitos declarados de la dolarización, uno de los cuales consiste en devolver al público las reservas en moneda extranjera que ha acumulado en su banco central a lo largo del tiempo. Naturalmente, esto sugiere que la dolarización debería producirse a aquel tipo de cambio al cual *exactamente todas* las obligaciones pertinentes del banco central se intercambian por *exactamente todas* las reservas internacionales del banco central *al momento de la dolarización*.

En otras palabras, no es necesario que las leyes que promulguen la dolarización establezcan un tipo de cambio específico antes de la fecha efectiva de implementación sino el procedimiento por el cual se deberá determinar el tipo de cambio en dicha fecha.

Por consiguiente, en lugar de elegir un tipo de cambio específico, la legislación debería establecer una fecha oficial para la dolarización y disponer que a partir de esa fecha cada unidad de la moneda doméstica se intercambie por el monto en dólares resultante de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Tipo de cambio al que tendrá lugar la dolarización} = \frac{\text{Monto de reservas internacionales}}{(\text{base monetaria} + \text{obligaciones a interés denominadas en la moneda doméstica emitidas por el banco central})}$$

en la que los montos del numerador y el denominador corresponden a la fecha específica en la que la moneda doméstica comience a ser reemplazada por el dólar.

Cabe hacer cuatro observaciones sobre este procedimiento.

- Primero, esta fórmula garantiza que el banco central tenga suficientes reservas para rescatar no sólo toda la base monetaria en circulación sino también todas las obligaciones en moneda doméstica que haya emitido en el pasado (por ejemplo, como resultado de operaciones de mercado abierto o de líneas de auxilio financiero de corto plazo a instituciones financieras ilíquidas).
- Segundo, siempre que el banco central tenga una posición positiva de reservas internacionales, no existe un “nivel de reservas insuficiente” para iniciar el proceso de dolarización.¹²
- Tercero, éste es un procedimiento muy simple basado en el mercado que garantiza que el gobierno del país en proceso de dolarización no manipule dicho proceso para aprovechar la última oportunidad de extraer ingresos en concepto de señoreaje mediante el impuesto inflacionario. Esto sucedería, por ejemplo,

¹² La única fuente de preocupación es que el tipo de cambio resultante de la aplicación de la fórmula anterior resulte en un serio problema de divisibilidad de la denominación de la moneda. Tal situación se verificaría, por ejemplo, si el tipo de cambio determinado por el procedimiento anterior resultara ser menos que un centavo, la menor denominación que existe en el sistema monetario estadounidense. Sin embargo, ésta es una posibilidad teórica que puede surgir sólo en condiciones de hiperinflación extrema donde el valor real de la base monetaria es virtualmente nulo. En tales economías, el dólar estará siendo

si el banco central decidiera separar parte de sus reservas con el fin de actuar posteriormente como prestamista de ultima instancia y, al determinar el tipo de cambio, aplicara la siguiente fórmula:

Monto de reservas internacionales del banco central/(base monetaria + obligaciones a interés en la moneda doméstica emitidas por el banco central + nivel deseado de fondos para la función de prestamista de última instancia).

Esta fórmula alternativa obviamente daría como resultado una menor cantidad de dólares por unidad de la moneda doméstica que la fórmula anterior y, en consecuencia, podría considerársela como parte de una estrategia de “devaluación seguida de dolarización” que podría socavar seriamente la credibilidad que supuestamente debe lograr el proceso de dolarización.

Cuarto, el uso de la primera fórmula no tiene consecuencias para la economía real, en el supuesto de que los precios sean perfectamente flexibles. En tal caso, el simple procedimiento que resume la fórmula no ocasionaría nada parecido a un “tipo de cambio erróneo” porque todos los precios se ajustarían para restaurar las condiciones de equilibrio en todos los mercados. Después de todo, lo que importa en todo proceso de asignación de recursos escasos son los precios relativos, no los niveles absolutos. Si los mercados son suficientemente flexibles, los precios bajarán o subirán en la unidad de cuenta que corresponda hasta ajustarse para reflejar la escasez relativa y el valor social de cada uno de los bienes y servicios de la economía.

Del análisis precedente se sigue que el problema de la elección de un tipo de cambio “adecuado” sólo es relevante ante la presencia de fricciones significativas. Si

ampliamente utilizado como moneda y el proceso de dolarización no hará otra cosa más que formalizar una práctica habitual.

tales fricciones fueran importantes, por ejemplo, en el mercado laboral, la elección de un tipo de cambio nominal inicial sería equivalente a la de un salario real en dólares. La elección “errónea” del tipo de cambio podría afectar el correcto funcionamiento del mercado laboral durante un período prolongado y generar tensiones sociales que conspirarían contra el éxito del programa de dolarización.

De esto se desprende, como se enfatizó en la sección anterior, que una condición importante para el éxito de un plan de dolarización es la flexibilidad de precios en todos los mercados y la introducción de las reformas laborales que garanticen que el salario nominal y cualquier otra forma de compensación del trabajo se puedan ajustar libremente, subiendo o bajando, según sean las condiciones económicas preponderantes en cada momento.

En este sentido, la cuestión del tipo de cambio inicial es una discusión bizantina porque no es necesario considerar el tema en economías caracterizadas por rigideces nominales extendidas y persistentes: tales economías simplemente deberían abstenerse de dolarizar, independientemente de cuál sea el tipo de cambio inicial. En consecuencia, la recomendación de dolarizar debe ir acompañada del supuesto implícito de que los precios y los salarios nominales terminan ajustándose con relativa rapidez a las condiciones del mercado o, al menos, de la convicción de que las rigideces más importantes serán eliminadas por medio de la desregulación y la legislación adecuada poco después de dolarizar la economía, en cuyo caso un tipo de cambio inicial eventualmente “equivocado” sería rápidamente rectificado con las correcciones necesarias en los precios nominales de bienes y servicios.

Es importante señalar que los procedimientos alternativos para seleccionar el tipo de cambio inicial que sugieren algunos defensores de la dolarización no parecen ser muy coherentes con la creencia en la eficiencia de los mercados que implícitamente

profesan. Por ejemplo, las propuestas de la Comisión Mixta de Economía del Senado de los EE.UU., analizadas con mayor detalle en la sección 1.III.2.1, sostienen que se debería permitir que la moneda doméstica flote limpiamente durante un breve período preestablecido, no mayor a 30 días, antes de fijar definitivamente el tipo de cambio al que se producirá la dolarización. No está claro por qué tal período de transición sería necesario. La única respuesta posible es que la presencia de fricciones nominales impide el ajuste inmediato de los precios, pero en ese caso, la recomendación del período de transición de treinta días debería estar fundamentada en la creencia de que ese lapso será suficientemente prolongado como para eliminar dichas fricciones, una presunción que requiere una mejor justificación empírica.¹³

1.II.2 - Sustitución de la moneda doméstica (base monetaria) por dólares

El proceso de dolarización hace necesario especificar los procedimientos por los cuales los diversos agregados monetarios, activos financieros, y contratos en general, se convertirán en dólares.

Con respecto a las magnitudes monetarias, recordemos las diversas definiciones de dinero que se aplican virtualmente a cualquier país, desde la base monetaria hasta M1 (billetes y moneadas en manos del público y depósitos en cuenta corriente), M2 (M1 + depósitos que devengan interés) y así sucesivamente, con decrecientes grados de liquidez. Existe una diferencia importante entre la base monetaria y el resto de los componentes de las diferentes magnitudes monetarias: la primera representa una obligación del gobierno que no devenga intereses, mientras que todas las otras

¹³ Quizás al hacer esta recomendación, la Comisión Mixta de Economía tenía en mente situaciones como la que precedió la dolarización de Ecuador, donde el pago de depósitos bancarios estaba suspendido. Esa suspensión constituía sin duda una fricción que debía ser eliminada antes de dolarizar y es posible que un período de transición de treinta días haya sido suficiente a esos efectos.

magnitudes monetarias habitualmente suponen obligaciones del sector privado. Esta diferencia sugiere inmediatamente que dolarizar la base monetaria implica un procedimiento diferente que la dolarización de los otros agregados monetarios.

Específicamente, la dolarización requerirá que el público entregue *físicamente* sus tenencias de los billetes y monedas de la moneda doméstica al banco central a cambio de dólares. En contraposición, como se argumenta en el próximo apartado, la conversión de los componentes de agregados monetarios distintos de la base monetaria, obligaciones financieras y contratos en general es un proceso bastante directo que sólo requiere algunos asientos contables sencillos.

El resto de la sección analiza los procedimientos necesarios para dolarizar la base monetaria. Los procedimientos para dolarizar todas las otras magnitudes monetarias, obligaciones financieras, contratos, etc., se postergan hasta la sección siguiente.

¿Cómo se logra la conversión de la base monetaria, una obligación del gobierno que no devenga interés?

El primer paso es asegurarse que el Banco Central tenga suficientes dólares en billetes para recomprar los billetes en moneda doméstica al tipo de cambio fijado para la dolarización. Para ello, el banco central deberá haber acumulado una cantidad considerable de dólares billete vendiendo, durante un período prudencial previo a la fecha programada para la iniciación del proceso de dolarización, títulos y otros instrumentos financieros en su cartera.

Al cierre de las operaciones del día anterior a la fecha programada para iniciar el proceso de dolarización, el banco central distribuirá fondos en efectivo entre las instituciones financieras, tal como lo hace normalmente como parte de la liquidación diaria de cuentas con el sector privado, pero en esa oportunidad efectuando dichos

pagos en billetes de dólar (y no en moneda doméstica como se hacía anteriormente) aplicando a tal efecto el tipo de cambio determinado por cualquiera de los procedimientos analizados en la sección anterior.

De esa manera, algunas instituciones financieras del sistema abrirán al día siguiente, el día oficialmente designado para la iniciación del proceso de dolarización, con parte del efectivo en sus bóvedas en billetes de dólar. El proceso de dolarización puede entonces iniciarse ordenando a todas las instituciones financieras que cambien la denominación de todos los depósitos y obligaciones existentes de moneda doméstica a dólares, aplicando el tipo de cambio de “dolarización” previamente anunciado. Asimismo, a partir de esa fecha, se ordenará a las instituciones financieras que hagan frente a las extracciones de depósitos con billetes de dólar. El uso de la moneda doméstica con este propósito sólo se permitirá cuando se hayan agotado las reservas de dólares en billetes en las bóvedas de cada institución financiera.

Simultáneamente, la autoridad pertinente ya habrá dispuesto el pago en dólares de todos los salarios y jornales a partir de la fecha programada para la iniciación del proceso de dolarización. Esta norma acelerará considerablemente el proceso de dolarización porque forzará a todas las empresas del país a entregar a los bancos una fracción importante de sus tenencias de moneda doméstica, que éstos a su vez procederán a cambiar por billetes de dólar en el banco central. Entretanto, el banco central irá reponiendo constantemente su inventario de billetes de dólar mediante la venta de valores e instrumentos financieros en su cartera de reservas internacionales. A medida que las instituciones financieras reciben pagos y depósitos en billetes de la moneda doméstica, los entregan al banco central y reciben billetes de dólar en las liquidaciones diarias de sus cuentas con dicha institución, los billetes en moneda

doméstica irán siendo reemplazados progresivamente por su valor en dólares en billetes de dólar.

Al cabo de un tiempo, este proceso finalmente habrá permitido al banco central rescatar toda la base monetaria con billetes de dólar a través de intermediarios financieros, sin necesidad de ninguna interacción directa con entidades no financieras o con el público. Cuanto mayor sea la integración y el desarrollo financiero de un país, más rápido será el reemplazo de la moneda doméstica por el dólar. En Ecuador, por ejemplo, el proceso de dolarización se completó en seis meses.

En cualquier caso, no se puede descartar que sin una intervención más compulsiva una pequeña fracción de la moneda doméstica continúe circulando durante un largo período, quizás años, después de iniciado el proceso de dolarización. Tal situación podría darse, por ejemplo, en comunidades pequeñas y bastante aisladas, con muy bajo o nulo grado de bancarización, donde casi todas las transacciones se efectúan habitualmente en efectivo. En consecuencia, es poco probable que se produzca la dolarización completa de la economía a menos que la legislación especifique una fecha después de la cual el banco central dejará de cambiar la moneda doméstica por dólares. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que dicha “cláusula de caducidad” de la moneda doméstica tiene el inconveniente de que los individuos de comunidades aisladas sin servicios de intermediación financiera apropiados podrían terminar con considerables tenencias de dinero local sin valor alguno, que no pudieron cambiar a tiempo simplemente porque el valor de las sumas involucradas era menor que el costo de sufragar los gastos de traslado a la oficina del banco central más cercana, localizada tal vez a varios cientos de kilómetros de sus domicilios. Para evitar este tipo de situaciones, el banco central debería reducir los costos operativos del cambio de billetes de la moneda doméstica por dólares abriendo oficinas temporarias en las localidades donde se

ha detectado que este problema es especialmente serio, dos o tres meses antes de que la moneda doméstica sea retirada definitivamente de circulación. Por supuesto, esta tarea también puede ser delegada a contratistas privados debidamente controlados y supervisados.

1.II.3 - Tratamiento de los contratos existentes

La dolarización de la base monetaria descrita en la sección anterior es un proceso bastante simple y no debería ser objeto de grandes controversias una vez determinado el tipo de cambio al que se producirá la conversión. Esta simplicidad refleja, por supuesto, la simplicidad del instrumento financiero subyacente: si bien la moneda es un bono (aunque muy especial, porque no devenga interés) no obliga a su emisor, el gobierno, contractualmente a nada. En particular, el gobierno no está obligado a rescatar los billetes en ningún momento, ni a pagar interés sobre ellos, ni a mantener su valor en términos reales en ningún nivel acordado como meta. La falta de arreglos contractuales explícitos entre los tenedores de moneda y el emisor, el gobierno, permite evitar las largas consideraciones que son en cambio necesarias para decidir cómo proceder a dolarizar los agregados monetarios más complejos e instrumentos financieros en general.

Arreglos contractuales explícitos entre partes (una de las cuales podría ser una agencia del gobierno) en los que la dimensión de tiempo es esencial pueden resultar especialmente problemáticos para el diseño del procedimiento de dolarización más apropiado para el instrumento financiero subyacente.

Incluso el tratamiento de contratos ya denominados en dólares puede ser objeto de controversias. En principio, el proceso de dolarización debería ser indiferente para las partes en dichos contratos, porque las obligaciones contractuales correspondientes ya

estarían denominadas en dólares al momento de la dolarización. Sin embargo, en el debate sobre la dolarización a menudo se sostiene que incluso la tasa de interés sin riesgo de devaluación de dichos contratos contiene una prima de riesgo-país que puede variar con el régimen monetario en general y, en especial, con la dolarización.

El problema puede originarse en la afirmación de que la dolarización de un país resultará en un descenso del componente de la prima de riesgo país de la tasa de interés en los contratos en dólares. La materialización de tal reducción en los contratos posteriores a la dolarización puede generar en algunas de las partes en contratos existentes la percepción de que, en sus términos originales, dichos contratos son injustos. En tales circunstancias, el gobierno podría recibir presiones para disponer una renegociación forzada del contrato original de manera de garantizar a los prestatarios, por ejemplo, el acceso a las mismas bajas tasas de interés con que se beneficiarán los nuevos contratos.

Es de esperar, por supuesto, todavía más preguntas y controversias, con respecto al tratamiento a aplicar a los contratos existentes en la moneda doméstica. Para tomar un ejemplo concreto, ¿los depósitos a plazo (un contrato entre una institución financiera y el titular del depósito) denominados en la moneda doméstica se deben convertir a dólares a partir de su fecha de vencimiento o a partir de su fecha de imposición? ¿La conversión del capital y los intereses acumulados debe efectuarse en el mismo momento o en fechas diferentes? En cualquiera de los casos, ¿la conversión de la denominación nominal del contrato debe estar acompañada por alguna otra modificación, como por ejemplo de la tasa de interés nominal del arreglo contractual original?

El propósito de las siguientes secciones es demostrar que a pesar de las apariencias, la dolarización de *todos* los instrumentos financieros y contratos existentes

es un proceso bastante directo que sólo requiere algunos asientos contables sencillos.

Dicha simplicidad no se hace evidente sin mediar un análisis pormenorizado de la teoría de los contratos y la revisión de una experiencia histórica relevante que se presentan a continuación.

1.II.3.1 - Una digresión sobre la teoría de los contratos y el problema de la inconsistencia intemporal

Los contratos han surgido históricamente como una forma de superar lo que se conoce en la jerga económica como el problema de la inconsistencia temporal. Este término hace referencia a la continua tentación de los agentes económicos a no cumplir con compromisos contraídos en el pasado. Por ejemplo, no mediando un documento escrito con fuerza legal, una firma aseguradora tendría todos los incentivos para no cumplir con su compromiso de cubrir los daños una vez producido un siniestro, porque de todos modos para ese entonces ya habrá embolsado las primas que el cliente ha estado pagando quizás durante muchos años.

Por lo tanto, un principio general es que no deberían permitirse modificaciones de contratos que no hayan sido libremente acordadas por las partes, porque tales alteraciones tenderán a reintroducir el problema de la inconsistencia temporal que los contratos supuestamente deben resolver. Desafortunadamente, a menudo hasta los gobiernos mejor intencionados no son conscientes de los perjudiciales efectos colaterales que pueden traer aparejadas alteraciones compulsivas de contratos y proceden a introducirlas de todos modos, en la creencia de que los nuevos términos contractuales impuestos en la legislación adoptada a esos efectos reflejarán mejor la intención original de las partes. Tal percepción es cuestionable.

En primer lugar, no está claro cómo alguien ajeno a la situación, como es el caso del gobierno, puede interferir en un contrato sobre la base de que, en las actuales circunstancias, los términos del contrato ya no reflejan las intenciones o expectativas que las partes tenían cuando lo celebraron. Como las intenciones y las expectativas no son observables, tal justificación supone una increíble capacidad adivinatoria en el funcionario de turno que le está negada a la mayoría de los ciudadanos comunes.

Eso no quiere decir que las expectativas y las intenciones de las partes no tienen influencia alguna en los términos en que se escribe un contrato. Buenas o malas intenciones, deseos, percepciones correctas o acertadas acerca del probable giro de los acontecimientos, actitudes torpes o sabias con respecto al riesgo, falta o exceso de información e incluso ideas brillantes o absoluta incompetencia, son todos elementos que influyen en el modo en que un contrato está escrito, pero desafortunadamente, todos estos atributos de las partes contratantes no son observables. Precisamente por eso existen los contratos: para evitar el frustrante intento de adivinar las segundas intenciones o pretensiones de cada una de las partes involucradas.

Esto no quita que algunas o todas las partes interesadas en un contrato hayan aceptado sus términos por un error de cálculo, pero no corresponde al gobierno protegerlas de sus propios errores. Una intervención de esa naturaleza sólo agregaría elementos de comportamiento oportunista e induciría a los agentes económicos a considerar los términos de los contratos con mayor despreocupación, en la convicción de que el gobierno intervendrá para protegerlos de cualquier error que hayan cometido al evaluar las consecuencias que las obligaciones contractuales les acarrearían.¹⁴

¹⁴ En este sentido, la intervención gubernamental en los contratos privados tendrá el mismo efecto que un prestamista de última instancia tiene en la administración del riesgo. Es sabido que la perspectiva de rescates financieros induce a las instituciones financieras a hacer inversiones más riesgosas que las que haría en ausencia de tal prestamista.

El prestigioso jurista argentino Dalmacio Vélez Sarsfield comprendió muy bien las funestas consecuencias de las modificaciones compulsivas de contratos cuando se negó a incorporar en el Código Civil Argentino, cuyo borrador le fue encomendado, la doctrina de *lesión enorme* presente en otras tradiciones legales. Justificó su rechazo a la doctrina en los siguientes términos: *...si la ley nos permitiese enmendar todos los errores o todos nuestros actos de imprudencia dejaríamos de ser responsables de nuestros actos. El libre consentimiento otorgado sin mediar fraude, error o coacción y observando las solemnidades que requiere la ley, debe ser suficiente para que un contrato sea irrevocable.*” (Citado por Berensztein y Spector, 2000.) El código, promulgado en 1869, tampoco aceptó la teoría de la imprevisión, que autoriza la anulación judicial o la modificación de los términos de un contrato que se ha vuelto excesivamente oneroso debido a hechos extraordinarios que una o varias de las partes involucradas alega como imprevisibles.

En resumen, al examinar el tratamiento aplicado a contratos preexistentes en experiencias históricas pasadas, será importante tener en cuenta que los contratos están basados en una evaluación previa de diversas contingencias, que pueden emerger durante su vigencia, de las cuales algunas se materializarán y otras no. No obstante, eso no significa que aquellas contingencias que finalmente no se materializan hayan influido en los términos y las condiciones del contrato, mientras que aquellas que sí se materializaron, no hayan tenido influencia alguna. En especial, no es necesariamente verdad que las contingencias que se materializan (por ejemplo, un plan de dolarización) no hayan sido tenidas en cuenta, de uno u otro modo, en el proceso de decisión que llevó a un acuerdo contractual en el pasado. Y en todo caso, permitir que alguna de las partes de un contrato introduzca cambios posteriores en razón de que no hubiese aceptado los términos y condiciones de haber sabido que los hechos no iban a resultar

en su favor es ir en contra de la finalidad de los contratos, que es superar la tentación de la inconsistencia temporal mencionada anteriormente de no cumplir con los compromisos asumidos previamente.¹⁵

Sin embargo, es justo reconocer que los responsables de la adopción de políticas económicas a menudo han hecho caso omiso de los problemas que la literatura sobre la inconsistencia temporal sugiere se crean cuando el gobierno dispone modificaciones obligatorias de los contratos. Tal situación, desafortunada para el bienestar general, resulta propicia para los propósitos de esta sección, ya que el análisis del tratamiento que han recibido los contratos existentes en experiencias pasadas, que involucraron cambios drásticos en el régimen monetario o financiero vigente, puede ser útil para el desarrollo de las pautas que deberían gobernar el tratamiento de dichos contratos en un proceso de dolarización.

1.II.3.2 - Algunas ideas a partir de experiencias pasadas

Un caso relevante para el tratamiento de los contratos existentes en un proceso de dolarización es el plan antiinflacionario implementado en Argentina en junio de 1985, el así llamado Plan Austral, en referencia al hecho de que el plan incluía, entre otras cosas, una reforma monetaria que reemplazó a la moneda doméstica existente, el peso, por una nueva, el “austral”.

Al momento de implementar el plan, el 15 de junio de 1985, la inflación estaba subiendo aceleradamente. Había sido de un promedio del 8% mensual durante la década anterior y cerca de un 30% mensual o aproximadamente un 1% *diario*, inmediatamente antes del Austral Plan. Como es comprensible, las tasas de interés nominales también

¹⁵ Desafortunadamente, las cortes argentinas parecen haber olvidado las ideas de Velez Sarsfield cuando, en la década de 1960, validaron con varios fallos la doctrina de *lesión enorme* y la teoría de la

estaban subiendo aceleradamente, reflejando el intento de los inversionistas de preservar el valor real de sus inversiones en moneda doméstica. En consecuencia, en las primeras dos semanas de junio, los depósitos a plazo con vencimiento a 30 días se colocaron *en promedio* a una tasa de interés nominal del 30% mensual. Desde una perspectiva previa, esta tasa de interés nominal apenas habría logrado compensar la inflación si los precios hubiesen continuado subiendo al ritmo del 30% del mes anterior. Pero por supuesto, esta misma tasa de interés habría estado asociada con jugosos rendimientos reales si, por el contrario, la inflación hubiese descendido abruptamente.

A las autoridades del Plan Austral les preocupaban las consecuencias de esta segunda contingencia. Concretamente, les preocupaba que la combinación de las altas tasas de interés nominales prevalecientes antes del plan con las tasas de inflación muy bajas, que estaban convencidos el plan induciría,¹⁶ provocaría transferencias de riqueza no deseadas entre las partes de numerosos contratos existentes.

Esta inquietud aparece claramente reflejada en un informe de la época de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, al afirmar que la preocupación de los arquitectos intelectuales del plan era que *“un descenso abrupto de la tasa de inflación causara en y por sí misma un cambio igualmente abrupto en las condiciones reales de las obligaciones existentes”*.¹⁷ En consecuencia, el programa *“incluyó un sistema de conversión de las obligaciones contractuales cuya finalidad era neutralizar las transferencias de riqueza que de otro modo podrían haberse producido como resultado de la desinflación, sin modificar al mismo tiempo los términos de los contratos”*.¹⁸

imprevisión, abriendo el camino para su incorporación formal al Código Civil en 1968.

¹⁶ A pesar de esta declaración de fe, los responsables de la implementación del plan buscaron reasegurarse de que ése sería el caso mediante una serie muy sofisticada de controles de precios en toda la economía.

¹⁷ Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1985, p. 96.

¹⁸ “El Plan Austral: Una Experiencia de Estabilización de Shock”, pp. 156-57, en “Tres Ensayos sobre inflación y políticas de estabilización”. Documento de Trabajo 18, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Buenos Aires, febrero de 1986.

La restitución de los términos reales en los que supuestamente debían liquidarse los contratos (según la interpretación de los administradores del Plan Austral, más que en la de las partes involucradas) requería, por ende, la implementación de un mecanismo que preservara la “justicia”. Para ello, el plan incluía la novedad de un mecanismo de conversión poco común entre la moneda anterior, el peso, y la nueva, el austral, que en la práctica equivalía a una modificación compulsiva de los términos originales de casi todos los contratos existentes en pesos (la moneda anterior).

Esencialmente, el mecanismo establecía que al vencimiento, todos los contratos en pesos debían convertirse a australes (la moneda doméstica recientemente introducida) según una escala decreciente que preveía que la cantidad de australes recibida por cada peso descendería a una tasa diaria de 0,85%. En otras palabras, las obligaciones contractuales denominadas en pesos se convirtieron en australes a un tipo de cambio que devaluó el peso (con respecto a la moneda recientemente introducida, el austral) a una tasa diaria de 0,85%, reflejando aproximadamente la inflación diaria correspondiente a una tasa de inflación mensual del 29%.

El principio rector de este mecanismo era que en el régimen anterior, *“los montos nominales comprometidos para los pagos futuros se depreciaban, en términos reales, a una tasa diaria de aproximadamente un 1%. En otras palabras, el poder adquisitivo de las sumas involucradas bajaba con el vencimiento de la obligación... Por lo tanto, los montos nominales [de los contratos existentes en pesos] tenían que ser corregidos de acuerdo con la descapitalización que esa moneda [el peso] hubiese experimentado [en caso de no haberse producido el cambio de régimen]”*.¹⁹

“Suponiendo una tasa de inflación uniforme y perfectamente anticipada, este sistema

¹⁹ Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1985, p. 96. LAC, 1985, op. cit., p. 96

habría validado con exactitud (en términos reales) las expectativas implícitas en los contratos existentes”.²⁰

Desde el punto de vista operativo, este mecanismo equivalía a cambiar la tasa de interés de los contratos existentes. Esta consecuencia quedará más clara con un ejemplo. Considérese un depósito a treinta días por un monto de 100 pesos a una tasa de interés nominal mensual del 30% efectuado el día anterior a la implementación del Plan Austral. Para simplificar, supóngase también que el nivel de precios en esa fecha era 1, de modo que el valor del depósito en términos reales era 100 unidades de alguna canasta de artículos de consumo representativos. En consecuencia, la boleta de depósito (un contrato con la institución financiera) establecía que el titular del depósito debía recibir 130 pesos al vencimiento. Si la tasa de inflación también hubiese sido del treinta por ciento en el transcurso del mes, el nivel de precios al momento de vencimiento del depósito hubiese sido 1,3 y la transacción habría preservado intacto el valor real del depósito en 100 “canastas de consumo”.

Por otro lado, si esa misma inflación resultara ser cero, el nivel de precios seguiría siendo uno al vencimiento y el valor real del depósito sería de 130 canastas de consumo. Los arquitectos intelectuales del Plan Austral pensaron que esto último era injusto y debía ser corregido, básicamente quitando todo el interés nominal acumulado durante el período, en razón de que ese interés nominal estaba destinado a compensar “exactamente” la pérdida de poder adquisitivo del capital y no a dar al titular del depósito el derecho a obtener un rendimiento del 30% en términos reales.

Más metafóricamente, el mecanismo de conversión funcionaba como una máquina del tiempo, que transportaba a los titulares de los depósitos a las ventanillas de las instituciones financieras en la fecha en la que habían efectuado sus depósitos

²⁰ Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1985, p. 96

originalmente, pero forzándolos esta vez a efectuarlos en la nueva moneda, el austral, y a una tasa de interés nominal del cero por ciento.

Es interesante observar que en la opinión de los responsables de la implementación del Plan Austral, el metafórico viaje al pasado no hacía sino validar en términos reales “*las expectativas implícitas en los contratos existentes*”. Esta afirmación es realmente intrigante porque, como señalamos anteriormente, las expectativas no son observables. ¿Cómo puede un funcionario saber por qué un depositante aceptó una tasa de interés y no otra? ¿Cómo puede estar seguro de que el titular del depósito no adjudicó, al momento de hacer el depósito, una probabilidad positiva a la implementación de un programa antiinflacionario y que, por lo tanto, aceptó lo que consideraba una tasa de interés nominal mensual del 30% relativamente baja precisamente y sólo por la posibilidad de obtener una gran recompensa en términos reales si se producía el cambio de régimen?

Precisamente ése fue el argumento de los irritados inversionistas para quienes la aplicación del mecanismo de conversión del Plan Austral resultó ser equivalente a una tasa de interés nominal *negativa* en el contrato original. Esta situación no fue poco frecuente y surgió de aquellos contratos cuya tasa de interés nominal era inferior a la tasa de inflación al momento del lanzamiento del Plan Austral. El gobierno respondió que la situación inusual se debía a que, con la tasa de inflación dominante antes del plan, el valor real al vencimiento de esas obligaciones contractuales igualmente hubiese sido negativo y que la tasa de interés nominal negativa recontratada compulsivamente reflejaba la misma reducción del poder adquisitivo que esas mismas obligaciones contractuales hubiesen sufrido con una tasa de interés concertada en términos reales, en vez de nominales.

Sin embargo, esta defensa de la interferencia del gobierno en los contratos

existentes ignora, una vez más, que los contratos reflejan consideraciones previas que no pueden ser esclarecidas sobre la base de contingencias observadas con posterioridad a la celebración de los mismos. El problema es que una tasa de interés nominal inferior a la tasa de inflación actual no implicaba necesariamente que los inversionistas hubieran aceptado libremente y a sabiendas una tasa de interés negativa en términos reales. Por el contrario, la aceptación de una tasa de interés menor a la inflación sólo se puede comprender si los inversionistas anticiparon el cambio de régimen y, por ende, si la expectativa previa del rendimiento en términos reales era positiva. Tal anticipación de un cambio de régimen no es totalmente irracional a la luz de los estudios de Cagan (1956) y Flood y Garber (1980). Estos autores encontraron evidencia de que en el pico de las intensas experiencias inflacionarias que estudiaron, los agentes se comportaban como si se fuera a implementar un programa antiinflacionario (como de hecho sucedió) en el futuro inmediato.

En la experiencia del Plan Austral, algunos titulares de depósitos a treinta días podrían haber estado exigiendo un rendimiento real previsto del 2% mensual sobre su inversión.²¹ Esto se habría traducido en una tasa de interés nominal del 17% si el inversionista hubiese calculado que había un 50% de probabilidad de que el régimen de tasas de inflación del 30% continuara y un 50% de probabilidad de que un plan de estabilización como el Plan Austral bajara la tasa de inflación a cero. De hecho, el inversionista hubiese obtenido un rendimiento de -13% sobre su inversión, en términos reales, si se hubiese materializado el primer evento treinta días después, o un jugoso rendimiento positivo del 17% si, en cambio, se hubiese materializado el programa

²¹ Una tasa real tan alta no hubiese sido irracional en un momento en el que Argentina había entrado en cesación de pagos de su deuda soberana y en que la prima de riesgo país era extremadamente alta, tal como lo refleja el rendimiento anual implícito de 10% o más en los bonos del gobierno denominados en dólares (los llamados BONEX).

antiinflacionario. El rendimiento promedio esperado a partir de esos dos posibles eventos era, no obstante, el 2% deseado en términos reales.²²

Obsérvese que en su intento de restaurar la “justicia”, el mecanismo de conversión introducido por el Plan Austral puede haber terminado penalizando a los inversionistas más optimistas, es decir, a aquellos que aceptaron rendimientos nominales más moderados en sus contratos confiando en que las autoridades harían algo, más temprano que tarde, con respecto a la tasa de inflación dominante en aquel momento. En otras palabras, la modificación de los contratos con esquemas de conversión como los que utilizó el Plan Austral pueden tener el efecto perverso de desalentar las visiones “optimistas” del futuro y de inducir a los inversionistas a retirar su capital del país por prever que los rendimientos reales positivos que eventualmente obtengan les serán quitados si resultan ser “demasiado altos” a los ojos de algún funcionario deseoso de “hacer justicia” e ignorante del problema de la inconsistencia temporal que tal quita acarrearía.

Existe otra característica interesante del Plan Austral que tiene especial relevancia en el tema del tratamiento que se debería dar a los contratos existentes en un programa de dolarización: aunque el Plan Austral devaluó la moneda doméstica en un 18%, no contenía ninguna disposición destinada a compensar las transferencias de riqueza resultantes en términos de dólares. Al tomar esa decisión, los arquitectos del plan deben haber concluido que lo único que importaba a los inversionistas era el rendimiento real en moneda doméstica, un supuesto difícil de defender en un momento en el que los depósitos en moneda extranjera no eran una opción.²³

²² Por consiguiente, no es necesariamente verdad que aquellos inversionistas hayan sufrido de “ilusión monetaria” (ver trabajo citado en la nota de pie de página no. 17, p. 164). La única ilusión que pueden haber sufrido es la de que el gobierno no manipularía sus contratos.

²³ El 20 de mayo de 1985, aproximadamente un mes antes del lanzamiento del Plan Austral, se había suspendido durante 120 días el pago de los depósitos existentes en dólares y se había prohibido efectuar nuevos depósitos en esa moneda.

Una razón más importante por la cual el Plan Austral pudo haber decidido no compensar las pérdidas (o las ganancias) en términos de dólares en contratos preexistentes fue el hecho de que en aquel momento la posibilidad de una devaluación no era ajena a los inversionistas. Tal difícilmente podría argumentarse que era el caso en un país que había visto docenas de devaluaciones en el pasado inmediato. La noción de que los agentes económicos pueden anticipar los cambios de régimen con respecto al rendimiento sobre sus inversiones en términos de una moneda extranjera, pero perder esa capacidad cuando se trata del rendimiento en la moneda doméstica, es intrigante, si no carente de rigor científico y coherencia lógica.²⁴ En cualquier caso, en lo que atañe a este trabajo no es necesario dilucidar las razones para este tratamiento asimétrico de los contratos denominados en moneda doméstica y en moneda extranjera porque tanto la práctica en experiencias relevantes (por ejemplo, el Plan Austral) como la teoría de los contratos analizada en la sección anterior, sugieren que de alguna manera las devaluaciones están previstas e incorporadas a todos los contratos existentes al momento de producirse un cambio de régimen importante tal como una dolarización. Esta coincidencia entre el tratamiento dado a contratos existentes en experiencias anteriores y las prescripciones normativas que sugiere la teoría de los contratos examinada en la subsección anterior es afortunada, porque tiene implicancias muy claras para las pautas que deberían seguirse en la conversión de los contratos existentes bajo un programa de dolarización, que se enuncian en la siguiente sección.

²⁴ Tal vez esta aparente incoherencia en el tratamiento de las expectativas revela la verdadera motivación del mecanismo de conversión de los arreglos contractuales existentes que prescribió el Plan Austral. Puede que no haya sido tanto la prevención de las transferencias de riqueza “indeseables” (según el criterio arbitrario de los funcionarios de turno), sino la estabilidad del sistema financiero, que había quedado en condiciones muy precarias desde la liquidación de un importante banco privado (Banco de Italia) en el anterior mes de abril. Las instituciones financieras hubiesen tenido problemas para pagar los altos rendimientos reales que la mayoría de los depositantes habría obtenido después de la desaceleración de la tasa de inflación, a menos que dichas instituciones hubiesen sido capaces de recuperar los préstamos de sus carteras y extraer de los prestatarios un monto equivalente de recursos reales, una transferencia

1.II.3.3 – Pautas para el tratamiento de los contratos existentes en un plan de dolarización

La principal conclusión de la sección precedente es que los gobiernos que consideran diferentes alternativas de tratamiento de los contratos existentes en un programa de dolarización deberían tener en cuenta la advertencia de que alterar contratos existentes con la premisa de que sus términos asignaron implícitamente probabilidad cero a hechos que finalmente ocurrieron es una política que puede sentar un precedente con graves consecuencias de comportamiento oportunístico. De hecho, podría socavar la confianza en la fuerza legal de contratos futuros al punto de anular por completo las reducciones de la prima de riesgo país que supuestamente se lograrían con la dolarización. Para preservar esa reducción en la prima de riesgo tan difícilmente ganada, el marco legal en el que se produce la dolarización debería afectar lo mínimo posible los arreglos contractuales existentes.

En especial, un plan de dolarización no debería preocuparse por las transferencias de riqueza que pudiera ocasionar la conversión de la moneda doméstica en dólares, aún si se produce a un tipo de cambio muy diferente al prevaleciente antes de la dolarización o de su anuncio.

En un plano teórico, porque los agentes económicos tienen cuenta las posibles contingencias futuras al momento de celebrar contratos y, en consecuencia, los hacen depender de circunstancias que inevitablemente ocasionarán, como es sabido de antemano, distribuciones posteriores del riesgo y de riqueza entre las partes intervinientes.

En un plano más pragmático, porque la compensación de las transferencias de riqueza en términos de una moneda extranjera ocasionadas por cambios de regímenes

difícil de implementar en las condiciones recesivas imperantes en aquel momento.

monetarios (como la devaluación inicial del Plan Austral) no parecen haber sido una práctica usual en experiencias históricas pasadas.

De acuerdo con las consideraciones teóricas y pragmáticas presentadas, el principio rector para el tratamiento de los contratos existentes en un plan de dolarización es que se deben preservar los términos y las condiciones originales de los contratos. Esta implica que en el proceso de conversión de la moneda local, los contratos en dólares deben recibir el mismo tratamiento que recibirían si la moneda doméstica no se hubiese retirado de circulación, sino simplemente sufrido un cambio en su paridad con respecto al dólar.

La aplicación de este principio sugiere que el gobierno debe abstenerse de toda renegociación obligatoria de los contratos existentes *denominados en dólares*. De hecho, para evitar confusiones y prevenir presiones políticas en el sentido opuesto, la legislación que implementa la dolarización debería ordenar a los tribunales que dichos contratos se consideren totalmente aplicables en sus términos y condiciones originales, incluyendo los vencimientos y la tasa de interés nominal convenida (en dólares).

Sin embargo, la preservación del mismo principio no es tan simple en los contratos en moneda doméstica, porque la dolarización, por definición, modificará al menos uno de los términos del contrato: la moneda en la que se deben liquidar las obligaciones contractuales. La manera menos perjudicial de dolarizar estos contratos consiste en preservar sus términos originales, incluyendo la tasa de interés, y establecer que los activos, obligaciones, pagos parciales o cualquier otro compromiso monetario originados en los contratos denominados en moneda doméstica deberán ser valuados en dólares al vencimiento de las cláusulas contractuales pertinentes, utilizando a esos efectos el tipo de cambio de conversión establecido por el plan de dolarización.

El procedimiento en el párrafo precedente fue básicamente el que siguieron los países europeos al introducir el euro. La creación de la nueva moneda común planteaba el problema de cómo convertir a ella los contratos pendientes denominados en las monedas de los países miembro. El mecanismo de conversión simplemente establecía que a partir del 1 de enero de 1999, todos los contratos, títulos, valores, bonos corporativos o gubernamentales y activos y obligaciones financieras en general, se expresarían en euros utilizando las tasas de cambio del 31 de diciembre de 1998 entre el ECU²⁵ y las monedas europeas en las que dichos contratos estaban denominados originalmente.²⁶ Como, según lo analizado en la sección 1.II.2, en la fecha de inicio del proceso de dolarización no se reemplazarán inmediatamente todos los billetes de la moneda doméstica por billetes de dólar, el esquema de conversión asociado con este proceso debería especificar, además, que todos los pagos en efectivo originados por contratos pendientes deberán liquidarse en billetes de dólar a partir de esa fecha.

Conviene reiterar que el mecanismo de conversión descripto evitará las transferencias de riqueza imprevistas de antemano. Por ejemplo, considérese el caso de un préstamo a treinta días de 100 unidades de la moneda doméstica, otorgado apenas un día antes del anuncio formal de la dolarización. Como el contrato se firmó antes del anuncio, la tasa de interés nominal mensual sobre el préstamo, digamos 20%, muy probablemente contenga una prima de riesgo de devaluación o inflación. En otras palabras, la tasa de interés ya incorporaría la posibilidad de modificaciones futuras en el tipo de cambio. Por lo tanto, al vencimiento del préstamo, el total de capital e intereses de 120 unidades de la moneda doméstica deberá convertirse en dólares según el tipo de cambio establecido. Obviamente, el monto resultante puede o no ser

²⁵ Como el euro aún no existía, la moneda de referencia era el ECU, la unidad de cuenta creada a fines de la década del 70 en el contexto del Sistema Monetario Europeo, cuyo tipo de cambio con el euro se definió a partir del 31 de diciembre de 1998.

posteriormente el mismo que resultaría de aplicar el tipo de cambio prevaleciente al principio del contrato, pero esta contingencia es precisamente lo que la tasa de interés pactada contempló a través de su prima de riesgo de inflación/devaluación. Introducir cambios en la tasa de interés libremente convenida entre las partes tendría los mismos inconvenientes que el mecanismo de conversión incluidos en el fallido Plan Austral discutidos anteriormente.

Existen dos factores que contribuyen a minimizar las eventuales consecuencias indeseables de preservar los términos y las condiciones originales de los contratos existentes, especialmente de la tasa de interés nominal.

Primero, el cronograma del plan de dolarización sugerido en la sección anterior incluye un período de transición cuya principal finalidad es, precisamente, dar a todas las partes intervinientes en los contratos existentes tiempo suficiente para adaptarse a las nuevas condiciones económicas y financieras que probablemente prevalecerán una vez que se implemente efectivamente la dolarización. En contextos de alta inflación, los contratos generalmente serán a corto plazo, tal vez por un máximo de un año. Un período de transición de similar duración en esos países garantizaría, por lo tanto, que la mayoría de los contratos anteriores a la fecha del anuncio de dolarización hayan vencido al momento de efectivizarse ésta.

Por supuesto, esto no significa que los contratos existentes estén protegidos de las contingencias del período de transición y, en especial, de las fluctuaciones del tipo de cambio eventualmente atribuibles al anuncio del plan de dolarización y que posiblemente no habrían ocurrido de otro modo. No obstante, como se indicó anteriormente, el intento de proteger a los contratos de las contingencias de cambios en la política económica lleva a una secuencia interminable de efectos colaterales y de

²⁶ Las consecuencias legales de este procedimiento y su capacidad para superar cuestionamientos legales fueron evaluadas a fondo por Lenihan (1997)

intentos por corregirlos que terminan restableciendo las ineficiencias asociadas con la inconsistencia temporal que los contratos supuestamente debían eliminar.

El segundo factor atenuante de los efectos de la dolarización en los contratos existentes es la posibilidad de una renegociación voluntaria. Esta opción es la que más probablemente surgirá en países donde los contratos a largo plazo son una práctica usual al momento de implementarse la dolarización. En un régimen de dolarización, muchas instituciones financieras encontrarán rentable atraer clientes de otros competidores ofreciendo paquetes de refinanciación a tasas de interés más favorables que las de los contratos existentes. La competencia entre los intermediarios financieros garantizará que, con el tiempo, cada individuo o empresa pueda beneficiarse de las menores tasas de interés que eventualmente induzca la dolarización.

Por lo tanto, un proceso de dolarización exitoso generalmente estará acompañado por una ola de refinanciación no muy diferente de la observada en muchos países que en el pasado reciente han experimentado reducciones sustanciales en sus tasas de interés a largo plazo. Los EE.UU., por ejemplo, vivió una ola de refinanciación voluntaria de préstamos hipotecarios a principios de la década de 1990, cuando las tasas de interés a largo plazo sufrieron un gran descenso a causa de las expectativas de superávit fiscal que, de hecho, se materializaron algunos años después.

No es necesario, en consecuencia, que el gobierno intervenga en la renegociación de los contratos existentes, a no ser indirectamente, garantizando la libre entrada a la industria de la intermediación financiera y asegurando que los bancos y las instituciones financieras no tengan suficiente poder de mercado para mantener a sus clientes cautivos de arreglos contractuales existentes.

Los gobiernos proclives a ejercer formas de intervención más directas en los contratos existentes en vísperas de los programas de dolarización deberían prestar

atención a la experiencia del Plan Austral relatada anteriormente. Por los motivos ya enunciados, es posible alegar que la intervención del gobierno en ese entonces en los contratos a través de los mecanismos de conversión prescritos por dicho plan finalmente introdujo distorsiones más graves que las que se pretendían corregir.²⁷

1.III - EL PROBLEMA DE LA PÉRDIDA DE INGRESOS DE SEÑOREAJE Y ALGUNAS PROPUESTAS BIENINTENCIONADAS PARA ALIVIARLO

1.III.1 - El problema

La bibliografía sobre dolarización ha señalado de manera reiterada que un país que dolariza necesariamente cederá los ingresos en concepto de señoreaje que solía ganar sobre su moneda doméstica. La pérdida de ingresos surge porque, como ya se explicó en la sección 1.II.2, el proceso de dolarización requiere que el banco central del país que dolariza recompre la totalidad de la base monetaria circulante con dólares. Para acumular la cantidad necesaria de dólares en efectivo, el banco central de dicho país deberá vender primero aquellos valores en su cartera de reservas internacionales que típicamente tienen mayor liquidez a cambio de la moneda de los EE.UU. En la práctica, esta operación es un simple canje de bonos del gobierno de los EE.UU. por dólares, ya que una fracción importante de las carteras de los bancos centrales de todo

²⁷ De hecho, no sería injustificado afirmar que los altísimos rendimientos que los inversionistas parecen haber exigido de la Argentina durante los 90 y los inicios de siglo XXI están relacionados con las modificaciones compulsivas de los contratos dispuestos por los gobiernos argentinos en las décadas previas. Los temores de los inversionistas se vieron fuertemente reforzados en los 80 cuando, después de una secuencia de devaluaciones en 1981, los tribunales argentinos emitieron varios fallos que implicaban la modificación de los contratos, en su mayoría a favor de los prestatarios, invocando la llamada “teoría de la imprevisión” que se había introducido en el Código Civil en 1968, como ya se mencionó en la sección 1.II.3.1. Es entendible entonces que los inversionistas tengan un comportamiento “paranoico” en un país en el que, en numerosas ocasiones, no sólo se han anulado los arreglos contractuales existentes sino que también, en forma abierta o encubierta, se han congelado y/o confiscado los depósitos en el sistema financiero.

el mundo está compuesta de bonos del gobierno de los EE.UU. depositados en el Sistema de la Reserva Federal.

Cuando un banco central liquida su posición en bonos del gobierno de los EE.UU., la Reserva Federal “canjea” dichos valores por dólares efectuando una secuencia de asientos muy sencilla en sus libros. Después de completar los pasos contables necesarios, el banco central del país que dolariza retira el efectivo de su cuenta en el Sistema de la Reserva Federal y procede a cambiar la moneda doméstica por dólares estadounidenses, siguiendo los pasos descritos en la sección 1.II.2.

Obsérvese que en el proceso, el banco central del país que dolariza ha canjeado bonos del gobierno de los EE.UU. que devengan intereses por otros (billetes) de los EE.UU. que no lo hacen. Esto implica que el banco central de dicho país perderá los pagos de intereses que solía ganar por esos valores, es decir, los ingresos en concepto de señoreaje. Lo opuesto sucede para los EE.UU.: el canje implica que el Tesoro de los EE.UU. ya no tendrá que pagar intereses sobre los bonos que han sido rescatados a cambio billetes y monedas de ese país. En otras palabras, los EE.UU. dejará de pagar el señoreaje (los pagos de intereses sobre los bonos del gobierno de los EE.UU.) que anteriormente recibía el país que dolariza.

La pérdida de los ingresos en concepto de señoreaje puede desalentar a muchos países a adoptar el dólar como moneda y ha motivado numerosas propuestas de acuerdos de “coparticipación del señoreaje”. La lógica fundamental que subyace a estas propuestas es que son simplemente mecanismos de compensación que restablecerían la situación fiscal, tanto en los EE.UU. como en el país que dolariza, a las mismas condiciones prevalecientes antes de la dolarización.

Aunque esa proposición básica puede tener sus méritos, ignora un aspecto importante de “la economía del señoreaje”: El motivo por el cual los gobiernos

mantienen el monopolio de la emisión de moneda fiduciaria (como el dólar) es, precisamente, por el deseo de conservar las rentas (señoreaje en este caso) que les proporciona el lucrativo privilegio de emitir moneda. En consecuencia, es dudoso que el gobierno de cualquier país renuncie voluntariamente al señoreaje que pueda recibir de extranjeros.

Desde la perspectiva del “seignor” que emite los billetes, los portadores extranjeros de esos billetes son simplemente clientes satisfechos que deben pagar por el servicio que seguramente obtienen de su tenencia porque, de no ser así, ya se hubiesen desprendido de ellos. Nada valioso se entrega o se obtiene de manera gratuita y, por ende, los portadores de los billetes deben pagar el “servicio transaccional” que les brindan en la forma del lucro cesante que les significa renunciar a los intereses o dividendos de los bonos o acciones que podrían haber adquirido con esos billetes.

De hecho, la única finalidad de producir una moneda muy estable es, precisamente, capturar una mayor cuota del “mercado mundial de divisas”. La dolarización de economías extranjeras no haría más que confirmar el éxito de la “estrategia ” de producir una moneda ampliamente reconocida y respetada. Tal vez no sea razonable, por consiguiente, esperar que el productor de billetes de “alta calidad” devuelva las ganancias adicionales que motivaron y justificaron tal estrategia. En consecuencia, lo más probable es que los ciudadanos del país cuya moneda está siendo adoptada por otras naciones reciban las propuestas de coparticipación del señoreaje con el mismo entusiasmo con que un fabricante de neumáticos de primera calidad recibiría la idea de compartir los ingresos adicionales que puede obtener por haber desplazado con éxito del mercado a un competidor que producía neumáticos propensos a sufrir reventones.

Asimismo, la mayoría de los acuerdos de distribución de señoreaje que circulan en muchos foros ignoran que hay una tensión esencial entre los acuerdos de distribución del señoreaje y la calidad, es decir, la estabilidad del dólar. Cuanto menores sean los ingresos en concepto de señoreaje que reciba el gobierno de los EE.UU., menor será el “valor opcional” de la estabilidad de la moneda que emite, y por consiguiente, mayor será el riesgo de que, una vez que se hayan dolarizado muchas economías, los EE.UU. no resista la tentación de pasar a una tasa de inflación mayor. En otras palabras, cuanto menor sea el señoreaje que percibe los EE.UU. de una política de inflación baja, menores serán los incentivos que dicho país tendrá para continuar produciendo dinero de “alta calidad” en el futuro. Continuando con nuestra analogía, el fabricante de neumáticos de alta calidad no tendría incentivos para seguir fabricándolos si no fuese recompensado con mayores beneficios que el fabricante de neumáticos de baja calidad.²⁸

En consecuencia, existe el riesgo de que los acuerdos de coparticipación del señoreaje se conviertan en una instancia más en la que las buenas intenciones allanan el camino hacia el infierno. La distribución de los ingresos por señoreaje puede no resultar ser un gesto tan generoso como parece. Tal vez el cliente inteligente tenga razón al sospechar que en la oferta gratuita viene incluida una mayor inflación, que saltará del paquete apenas lo abra. En ese caso, sería más prudente devolver el paquete sin abrirlo acompañado de una nota que rece “muchas gracias, pero va en contra de nuestras políticas”.

²⁸ La intuición básica para llegar a este resultado es que el gobierno resistirá la tentación de erosionar el valor real de una base monetaria expandida sólo si es recompensado con los pagos futuros de señoreaje que obtendrá por continuar “produciendo” una moneda de amplia aceptación. El gobierno enfrentará inevitablemente esa tentación en el momento en el que pierda la recompensa, es decir, los ingresos futuros en concepto de señoreaje, en virtud de un esquema de “coparticipación del mismo” con los países que dolaricen.

Esta consecuencia normativa sin duda desafía la sabiduría convencional que está detrás de muchas propuestas de coparticipación del señoreaje y puede ser recibida con protestas y escepticismo, pero se desprende naturalmente no sólo de la analogía con los productos de marca sugerida anteriormente, sino también, más formalmente, del marco analítico desarrollado para tratar la optimalidad de políticas monetarias de “tasa de interés nominal cero” (la celebrada *regla de Friedman*).

Es un tanto desafortunado, por ende, que el énfasis exclusivo en los aspectos pragmáticos de los acuerdos de coparticipación del señoreaje haya llevado a considerar el tema como una mera cuestión de “buenas intenciones” de los EE.UU. hacia los países que adoptan su moneda. Sin embargo, la conveniencia de sistemas de coparticipación del señoreaje que pueden resultar iniciativas encomiables desde el punto de vista de política exterior es más dudosa cuando se tienen en cuenta los incentivos económicos que crean, porque pueden acabar con la predisposición de los EE.UU. a mantener su inflación en niveles bajos, es decir, eliminar la mismísima razón que hizo deseable la adopción de la moneda estadounidense.

A la luz de esta reinterpretación más normativa de la cuestión del señoreaje, los países que dolarizan no están renunciando al señoreaje a cambio de nada. En realidad, están destinando el señoreaje a comprar estabilidad de precios y como ésa es la finalidad de dolarizar una economía, es un precio bien pagado.²⁹ Por lo tanto, la ausencia de acuerdos de coparticipación del señoreaje no debería erigirse en un obstáculo insalvable para que un país evalúe seriamente la posibilidad de dolarizar su economía.

En cualquier caso, es justo reconocer que las consideraciones normativas presentadas se basan exclusivamente en el problema de los ingresos en concepto de

²⁹ Una consecuencia lógica de esta interpretación es que los ciudadanos de un país que está considerando la dolarización se pregunten qué impide a su propio país producir una moneda de igual calidad. Los defensores de la dolarización generalmente invocan el problema del “pecado original”, a lo que los críticos de la dolarización responden que el verdadero devoto también cree en la redención.

señoreaje de la dolarización. No obstante, como se analizó en la introducción de este trabajo, la dolarización debería verse apenas como un paso en un plan más global, ambicioso y premeditado de integración financiera y comercial. En la medida en que los EE.UU. se beneficie de una integración más estrecha con otras economías, como parece quedar demostrado en la reciente experiencia con el NAFTA (Tratado de Libre Comercio de América del Norte), los acuerdos de coparticipación del señoreaje pueden actuar como un elemento catalizador para alentar reformas estructurales en economías de lo contrario renuentes a emprender un esfuerzo cuyas ganancias pueden superar, para todos los países involucrados, incluido EE.UU., cualquier cálculo “mezquino” de ingresos.

En este sentido, es importante presentar y evaluar en la próxima sección algunas propuestas de acuerdos de coparticipación del señoreaje que están siendo consideradas o que circulan en diferentes foros de discusión e incluso en instituciones políticas, como el Congreso de los EE.UU., Argentina, y otros países latinoamericanos.

1.III.2 - Propuestas para aliviar el problema de la pérdida del señoreaje

1.III.2.1- Propuesta del Comité de Economía del Senado de los EE.UU.

La Subcomisión de Política Económica de la Comisión de Banca, Vivienda y Urbanismo del Senado de Estados Unidos ha preparado una importante propuesta que ha sido presentada ante el Congreso de los EE.UU. por la Comisión Mixta de Economía de dicho cuerpo legislativo. Se necesitaría más espacio que el aquí disponible para dar cuenta de todos los detalles de esta propuesta cuidadosamente elaborada. Por consiguiente, esta sección presentará y analizará sus características fundamentales,

remitiendo a la fuente a quienes estén interesados en conocer la versión completa de la propuesta.³⁰

El principio rector de la propuesta de la Comisión de Economía del Senado de los EE.UU. (en adelante, propuesta de la JEC, siglas que identifican al Joint Economic Committee) es que la coparticipación del señoreaje es un gesto de buena voluntad de los EE.UU. y no un derecho de los países que se benefician del mismo. Esto implica que la propuesta no contempla ningún tratado internacional que suponga complejas negociaciones multilaterales sino un proyecto de ley que estará sujeto a la exclusiva consideración del Congreso de los EE.UU.

En ese sentido, es importante enfatizar que la propuesta de la JEC deja abierta la posibilidad de una suspensión unilateral de los ingresos en concepto de coparticipación del señoreaje por parte del gobierno de los EE.UU. Sin embargo, la propuesta contiene disposiciones para un “proceso de certificación” que le permite a los países acceder a dicho sistema de coparticipación si satisfacen criterios de calificación en tres áreas: económica, legal y política.

a) Criterios de certificación:

Económicos: Al menos el 75 por ciento de la moneda doméstica debe haber sido convertida a dólares y todas las transacciones comerciales y financieras se deben cotizar y efectuar predominantemente en dólares al momento de la implementación del mecanismo de coparticipación.

³⁰ Una presentación más completa de la propuesta puede encontrarse en el informe de la Comisión de Economía de abril de 1999, “Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets”, publicado en la página de Internet de dicha comisión: www.senate.gov/~jec, sección Informes de la JEC. Esta página también contiene otro material de referencia de gran importancia para el debate sobre dolarización.

Tal como se mencionó al discutir los prerequisites fiscales, en la subsección 1.I.2.1, de acuerdo con este criterio quedarían excluidos del sistema de coparticipación del señoreaje aquellos países que dolarizan pero que al mismo tiempo toleran la emisión y circulación de formas domésticas de cuasi-dinero, tales como bonos municipales, provinciales o estatales que pueden ser utilizados para la cancelación de deudas entre el sector privado y el fisco.³¹

Legales: El dólar debe tener categoría de moneda de curso legal, en el sentido de que debe ser considerado un medio de pago con fuerza legal ante los tribunales para la liquidación de todos los impuestos y obligaciones contractuales públicas y privadas.

Políticos: Un país debe actuar de buena fé y abstenerse de utilizar el acuerdo de coparticipación del señoreaje de cualquier modo que resulte perjudicial al interés nacional de los EE.UU. Sin embargo, los EE.UU. debe a su vez abstenerse de retener los pagos en concepto de señoreaje como herramienta política para interferir en los asuntos domésticos del país dolarizado. Sólo en circunstancias claramente especificadas, por ejemplo en caso de guerra con los EE.UU. o sus aliados, se podría retirar la certificación a un país que satisfaga todos los otros criterios enunciados.

Según la JEC, los únicos países que no podrían satisfacer los criterios de calificación enunciados son Japón y algunos otros países de Europa (en su mayoría al oeste de

³¹ Un país como la Argentina, por ejemplo, no satisfaría este criterio a menos que prohibiera explícitamente a sus provincias la práctica usual de “complementar” sus ingresos fiscales con la emisión de bonos que *de facto* o *de jure* se pueden aplicar al pago de impuestos municipales, provinciales, o federales.

Ucrania) y de África (aquellos que anteriormente se encontraban en la zona del franco, ahora incorporados a la zona del euro).

b) Fórmula para la coparticipación del señoreaje:

La JEC propone que los ingresos por señoreaje se distribuyan trimestralmente entre los países dolarizados, de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{Monto en dólares del señoreaje redistribuido a un país dolarizado} = \\ & \text{Señoreaje neto} \times \\ & \text{Proporción de la base monetaria en dólares de los EE.UU. localizada en el país} \\ & \text{dolarizado} \times \\ & \text{Proporción de los ingresos por señoreaje que los Estados Unidos acuerde} \\ & \text{coparticipar con el país dolarizado.} \end{aligned}$$

donde:

$$\begin{aligned} & \text{Señoreaje neto} = \\ & \text{Base monetaria promedio de los EE.UU. durante el trimestre} \times \\ & \text{Tasa de interés promedio de las letras del Tesoro a 90 días durante el período} - \\ & \text{costo neto de operación del Sistema de la Reserva Federal.} \end{aligned}$$

A continuación se analiza cada uno de los componentes de esta fórmula.

Señoreaje neto: El Banco Central de los EE.UU., es decir, la Reserva Federal, pone el dinero en circulación básicamente a través de las operaciones de mercado abierto que efectúa regularmente. Estas operaciones canjean bonos del gobierno por moneda

fiduciaria: la Reserva Federal compra al público valores con alta calificación crediticia, tales como letras del Tesoro de los EE.UU., con billetes y monedas. El resultado final de una operación de mercado abierto es que la Reserva Federal emite obligaciones que no devengan intereses, es decir billetes y monedas, a cambio de otras que sí lo hacen, tales como Letras de Tesorería.

La Reserva Federal se beneficia de estas operaciones de mercado abierto porque retiene los intereses que el Tesoro de los EE.UU. paga sobre los bonos del gobierno que terminan en su cartera como resultado de dichas operaciones. Este pago de intereses constituye precisamente los ingresos brutos por señoreaje que recibe la Reserva Federal a cambio de colocar con éxito sus billetes en el mercado, es decir, en las billeteras y cajas fuertes de los agentes económicos.

Sin embargo, parte de esos ingresos deben cubrir el costo de imprimir los billetes, acuñar las monedas y operar el Sistema de la Reserva Federal.³² Parece justo coparticipar el señoreaje entre los países dolarizados sólo después de haber deducido dichos costos.

Interés promedio en letras del Tesoro a 90 días durante el período: La propuesta de la JEC sugiere que la distribución del señoreaje entre los países dolarizados debe hacerse con una frecuencia trimestral. La tasa de interés sobre las letras del Tesoro a 90 días parece una elección lógica para calcular los ingresos por señoreaje que, según la propuesta, deben distribuirse trimestralmente entre las economías dolarizadas.

Proporción de la base monetaria de los EE.UU. localizada en el país dolarizado: En términos estrictos, el cómputo correcto del monto de señoreaje que se debe transferir a un país depende del monto de la moneda estadounidense que circule en dicho país. Sin

embargo, es imposible hacer un seguimiento de la cantidad de dólares que circulan en cualquier país en un momento dado. Por lo tanto, la JEC sugiere determinar la proporción de los ingresos por señoreaje de un país dividiendo el componente pertinente de la base monetaria de ese país por la base monetaria de los EE.UU. al momento de dolarizar la economía.

El “componente pertinente” de la base monetaria se refiere a que ésta se compone usualmente de billetes y monedas en circulación y de las reservas que los bancos comerciales tienen en el banco central (encajes bancarios). Los bancos centrales generalmente mantienen a estos últimos en la forma de valores altamente líquidos que devengan intereses, como letras del Tesoro de los EE.UU. Si se utilizara toda la base monetaria a fin de computar la cuota de señoreaje del país, los EE.UU. podría terminar pagando el señoreaje dos veces: una vez como pago de interés sobre los bonos del gobierno de los EE.UU. adquiridos por las instituciones financieras del país dolarizado para constituir encajes y una segunda vez como reembolso del señoreaje sobre dicho componente de la base monetaria. En otras palabras, los países que dolarizan podrían aumentar artificialmente su cuota de señoreaje con el simple recurso de incrementar los requisitos de reserva del sistema bancario por encima de lo necesario desde el punto de vista estrictamente técnico.³³ Para evitar esta “duplicación” de los ingresos por señoreaje, la propuesta de la JEC sugiere calcular la cuota de señoreaje utilizando sólo el componente de la base monetaria que corresponde a los billetes y monedas en circulación.

³² En los últimos años, estos costos han representado un monto aproximado de US\$ 1.500 millones.

³³ Conviene destacar, sin embargo, que en todo caso ese recurso es limitado porque equivale a un impuesto sobre las actividades bancarias que siempre es difícil de mantener, especialmente en el contexto de la mayor integración financiera a los mercados globales que debería producir la dolarización. Tal como señalan Hausmann y Powell (op. cit.), encajes demasiado elevados simplemente pondrán fuera de competencia a los bancos locales, favoreciendo en cambio a intermediarios financieros localizados en el exterior.

Por ejemplo, supóngase que la base monetaria de un país a punto de dolarizar es de \$ 24.000 millones, de los cuales \$ 8.000 millones corresponden a encajes bancarios y los restante \$ 16.000 millones a circulante, es decir, a billetes y monedas fuera de los bancos y entidades financieras. Este último monto es el que debería utilizarse a los efectos de computar la cuota de dicho país en los ingresos por señoreaje. Si la base monetaria de EE.UU. aumentara de \$ 600.000 a \$ 616.000 millones como consecuencia de la dolarización de ese país, entonces la cuota de señoreaje de dicho país sería de un 2,6 por ciento del total, tal como surge de la operación $\$16.000/\$ 616.000 = 0,0259$.

No obstante, es importante enfatizar que los países que dolarizan podrían eludir fácilmente este “mecanismo de prevención de duplicación del señoreaje”. Por ejemplo, podrían reducir los encajes a cero justo antes de que se produzca la dolarización para poder computar toda la base monetaria a los efectos de aplicar la formula sugerida por la JEC y asegurarse de ese modo que la cuota de señoreaje es la más alta posible. Una vez establecida dicha cuota (en el ejemplo anterior, el 3,9% que resultaría de la división $\$24.000/\616.000), el país que dolariza podría volver a aumentar los encajes bancarios. A pesar de que existen maneras de contrarrestar estas acciones, ciertamente complicarán la administración del acuerdo de coparticipación del señoreaje, casi al punto de forzar al organismo a cargo de la administración del sistema a hacer un seguimiento muy minucioso de las regulaciones que los países participantes introduzcan periódicamente en sus sistemas financieros.

Otra complicación del mecanismo de determinación de la cuota de señoreaje sugerido por la JEC es que la incorporación de nuevos países al sistema reducirá la cuota de aquellos que ya participan, aún cuando el monto en dólares del reembolso que percibiría cada país en concepto de coparticipación del señoreaje no disminuya y, de

hecho, aumente con el correr del tiempo, al compás del crecimiento de la base monetaria de los EE.UU.

Continuando con el ejemplo anterior, supongamos que un año más tarde otro país dolariza y que en ese momento su base monetaria, excluyendo los encajes bancarios, es de \$ 16.000 millones. Las cuotas de señoreaje para cada país serán las que determine la fracción $\$ 16\,000 / \$ 632\,000 = 0,0253$. Es decir, la cuota del país que ya estaba dolarizado caerá de 2,6% a 2,5% aproximadamente. El monto en dólares del reembolso de señoreaje, no obstante, permanecerá sin cambios. El motivo es que el descenso de la cuota de señoreaje de los países ya dolarizados será exactamente compensado por el aumento que experimentará la base monetaria estadounidense como resultado de la dolarización de un nuevo país.

Por lo tanto, debería quedar claro que el flujo constante de entrada y salida de países participantes o los frecuentes cambios en los encajes bancarios impuestos por sus bancos centrales socavarían la transparencia y, en consecuencia, la viabilidad del sistema. Esto sugiere que el mecanismo de coparticipación del señoreaje debería, por lo menos, incluir disposiciones que impidan que los países que salen del sistema vuelvan a ingresar, al menos hasta que haya transcurrido un largo período de “castigo”.

Proporción de los ingresos por señoreaje que los Estados Unidos acuerde coparticipar con el país dolarizado: La JEC no ofrece ninguna recomendación especial con respecto a la proporción de los ingresos en concepto de señoreaje que los EE.UU. debería reembolsar a los países dolarizados. Sin embargo, es poco probable que se transfiera a los países beneficiarios el 100% del señoreaje obtenido por la moneda circulante fuera de los EE.UU. En primer lugar, porque el señoreaje neto no incluye los gastos de administración del acuerdo de reembolso del señoreaje, no necesariamente despreciable

si el sistema requiere, entre otras cosas, hacer un seguimiento de las políticas de encajes de los países incluidos en el acuerdo. En segundo lugar, porque como ya se explicó anteriormente, distribuir todo el señoreaje entre los países dolarizados no incentiva a los EE.UU. a no crear mayor inflación para aprovechar las ganancias de corto plazo de “devaluar” una base monetaria expandida como consecuencia del proceso de dolarización.

Para reforzar las ideas, supóngase que esa proporción se estableciera en el 85%. Supóngase también que la tasa de interés promedio para las letras del Tesoro de los EE.UU. a 90 días fuera del 5%. Continuando con el ejemplo anterior, los dos países participantes del acuerdo recibirían el siguiente monto en concepto de coparticipación del señoreaje.

Importe en dólares del señoreaje reembolsado a un país dolarizado =

$$(\$ 632.000 \text{ millones} \times 0,05 - \$ 1.500 \text{ millones}) \times 0,0253 \times 0,85 = \$ 647 \text{ millones}$$

Cláusulas de exclusión: Consciente de que la dolarización no es necesariamente un proceso irreversible, la propuesta de la JEC contiene disposiciones que prevén un proceso de revisión periódico del estado de dolarización de los países que reciben la coparticipación de señoreaje, con el objeto de verificar que sigan cumpliendo con los criterios requeridos para participar en el sistema. Una negativa de recertificación provocará la suspensión automática de la coparticipación para el país infractor. La finalidad de este proceso de recertificación será meramente técnica y estará destinada fundamentalmente a determinar que el dólar siga siendo la principal moneda en curso y que el país dolarizado no haya cambiado, en el intervalo, a otra zona monetaria, como el euro o el yen, o revertido a una moneda doméstica propia.

Además, la propuesta de la JEC específicamente incluye disposiciones que establecen claramente que la distribución voluntaria del señoreaje no implica la intención de la Reserva Federal de brindar asistencia de prestamista de última instancia a ninguno de los países participantes ni de desempeñar ninguna función como banco central internacional, como las que presta el Banco Central Europeo a la Unión Monetaria Europea.

1.III.2.2 - Propuesta de coparticipación del señoreaje mediante un pago por única vez

El sistema de coparticipación del señoreaje que propone la JEC implica un flujo constante de fondos, por ese concepto hacia los países dolarizados. Por eso, Barro (1999) ha propuesto recientemente la alternativa de desembolsar por adelantado el valor presente neto de flujo de fondos a los países dolarizados, mediante un pago por única vez.

La ventaja de este sistema es que adelantará los fondos por señoreaje y suministrará al país que dolariza el efectivo adicional que eventualmente necesite para recomprar su base monetaria sin tener que recurrir a una gran devaluación si sus reservas internacionales se juzgaran demasiado bajas como para garantizar una transición sin sobresaltos.

Otra ventaja de la propuesta de pago del reembolso del señoreaje por una única vez es que la porción del mismo que no se emplee en el proceso de retirar de circulación la moneda doméstica se puede aplicar al desempeño de funciones de prestamista de última instancia, si fuera necesario. Además, este sistema seguramente eliminará las complicaciones de administrar un mecanismo de coparticipación. No obstante, el mayor inconveniente de este mecanismo, quizás insalvable, es que privará a los EE.UU. de la

amenaza de suspender el pago del señoreaje a los países que decidan reintroducir su moneda doméstica después de haber cobrado el reembolso.

1.III.2.3 - Propuesta de un tratado de asociación monetaria

Un modo de sortear la deficiencia de la propuesta anterior consiste en que el país que dolariza garantice su permanencia en el sistema con un bono en dólares que no devengue intereses y cuya redención inmediata los EE.UU. pueda reclamar si el país no supera el proceso de recertificación descrito en la propuesta de la JEC. En virtud de un acuerdo de asociación monetaria bilateral, este bono se canjearía en la Reserva Federal por dólares.

Una deficiencia potencialmente grave de esta propuesta es que el bono emitido como garantía por el país que dolariza producirá un aumento de su deuda externa, que conlleva el indeseable efecto colateral de inducir a un aumento de la tasa de interés internacional que deberá enfrentar el país. Este problemático efecto colateral se volverá a tratar en la sección siguiente, cuando se analice la función de prestamista de última instancia en un régimen de dolarización.

De todas maneras, no queda claro qué aspectos de esta propuesta de Asociación Monetaria estarían sujetos a las negociaciones de un tratado internacional (bilateral o multilateral). Los acuerdos internacionales tienen sentido cuando las partes intervinientes pueden hacer concesiones mutuas. Lo que un país que dolariza puede ofrecer a los EE.UU., dentro de los límites estrictos de un régimen monetario, son precisamente los ingresos por señoreaje que paradójicamente los EE.UU. reembolsaría a cambio de bonos que en la mayoría de los casos ni siquiera estarían clasificados con grado de inversión por las calificadoras de riesgo privadas. Es poco probable que los ciudadanos estadounidenses encuentren esta propuesta atractiva, a menos que la asocien

con sustanciales beneficios para los EE.UU., como los que eventualmente resultarían de la mayor integración de los mercados mundiales que, con el tiempo, el proceso de dolarización ayudaría a alcanzar.

Finalmente, conviene señalar que una presunta ventaja de todas las propuestas de coparticipación del señoreaje expuestas anteriormente radicaría en que los países dolarizados que participen del esquema podrían aplicar los reembolsos del señoreaje de los EE.UU. a garantizar líneas de crédito internacionales con las que complementar los fondos de los que dispongan para desempeñar funciones de prestamista de última instancia. Sin embargo, existen razones para sospechar que esta posibilidad teórica enfrentará importantes obstáculos en la práctica, como se explica en la siguiente sección, dedicada precisamente a analizar los desafíos que plantea un régimen de dolarización para las funciones de prestamista de última instancia, tradicionalmente consideradas como atributo inalienable de los bancos centrales.

1.IV - EL PROBLEMA DEL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA Y CÓMO SOLUCIONARLO

A menudo se sostiene que un país que dolariza cede el poder de suministrar liquidez a su sistema bancario en favor de una autoridad monetaria extranjera. Sin embargo, esto no es estrictamente cierto. Un país con un sistema de convertibilidad o un régimen de dolarización puede igualmente obtener los recursos necesarios para asistir a su sector bancario. Lo que no puede hacer es imprimir moneda que no esté respaldada con reservas extranjeras y, como rápidamente alegarán los defensores de la dolarización, no está claro por qué ese es un defecto, antes que una virtud del régimen. Después de todo, como ya se señalara en la sección 1.I.2.2, las operaciones de rescates

bancarios pueden resultar extremadamente onerosas, al menos a juzgar por los costos que implicaron la crisis mejicana de 1994 y la crisis asiática de 1997.

La percepción de que la asistencia de liquidez a través del banco central no tiene costos es una mera ilusión, tal como se ha señalado reiteradamente en la bibliografía (ver, por ejemplo, Hausmann y Powell (op.cit.) y Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001)). La experiencia ha probado que, a fin de cuentas en los países candidatos a dolarizar, los rescates bancarios masivos han sido financiados con un aumento de la deuda pública disimulado en los asientos contable del banco central. Y, oculta o abiertamente, estos paquetes de rescate implican transferencias gubernamentales eventualmente cuantiosas que se deben pagar con impuestos, tal como sucedería, aunque de manera más transparente, en un país dolarizado.

Si los ciudadanos de un país están dispuestos a pagar impuestos para proteger a sus instituciones financieras de terribles “riesgos sistemáticos”, supuestos o reales, seguramente preferirán hacerlo mediante un mecanismo transparente en lugar de uno en el que no se les informa de las sumas que los rescates, aunque sean “patrióticos”, terminarán sustrayendo de sus bolsillos.

De hecho, nada impide que un país dolarizado que desee estar en condiciones de dar asistencia a instituciones financieras solventes, pero atravesando dificultades supuestamente transitorias, establezca a esos efectos un organismo con funciones de prestamista de última instancia. La autoridad fiscal suministrará los fondos necesarios recaudados mediante impuestos corrientes o incrementos en la deuda pública. El monto exacto de los fondos que la autoridad fiscal deberá poner a disposición del organismo que actúe como prestamista de última instancia dependerá de diversos factores, tales como la frecuencia de potenciales crisis financieras, su impacto sobre la economía real y la capacidad impositiva del gobierno.

Es importante destacar que, independientemente de cómo se financie, este organismo gubernamental actuará como prestamista de última instancia y, en consecuencia, introducirá en la economía el sesgo hacia el comportamiento oportunístico en la composición de la cartera de préstamos de las instituciones financieras al que se ha hecho referencia en la sección 1.I.2.2. Concretamente, las instituciones financieras tendrán incentivos para financiar proyectos de inversión más riesgosos que los que financiarían de no existir tal organismo, aumentando de ese modo el “riesgo sistémico” es decir, la probabilidad de crisis financieras. Por este motivo, el “fondo de prevención de corridas bancarias” no debería ser, de todos modos, demasiado generoso.

En todo caso, el hecho de que los sistemas de convertibilidad tengan las mismas consecuencias para el prestamista de última instancia que la dolarización es útil para evaluar las opciones abiertas a un país que dolariza en caso de producirse una crisis bancaria. A ese respecto, los países que estén considerando dolarizar podrían adoptar arreglos institucionales semejantes a los de los países que operan u operaron hasta recientemente regímenes de convertibilidad, como Argentina y Bulgaria, por mencionar algunos.

I.IV.1 – Líneas de crédito contingentes

Argentina, por ejemplo, durante la vigencia de su Plan de Convertibilidad, acordó líneas de crédito de “liquidez contingente” con catorce bancos privados que, en total, le daban acceso a unos \$7000 millones en efectivo que el Banco Central de la Argentina podía utilizar para sofocar incipientes corridas bancarias. Los contratos con los bancos privados tenían, en promedio, un vencimiento de 3 años y contenían una

cláusula de renovación en virtud de la cual se podían extender cada tres meses por un nuevo período trimestral. El costo de la prima de esta política de “seguro de liquidez” era de unos 250 puntos básicos (2.5%) sobre la tasa LIBOR a fines de 1999.

Las líneas de crédito estaban respaldadas con bonos argentinos en dólares cuyo valor de mercado debía cumplir con un requisito de “demanda de cobertura suplementaria” del 20%. Es decir que, en caso de que decidiera ejercer la opción de utilizar esas líneas de crédito, el Banco Central obtendría \$ 1 en efectivo por cada \$ 1,2 de valor de mercado de dichos bonos. Los acuerdos de liquidez contingente contenían disposiciones que garantizaban que ese margen implícito del 20% se mantendría en todo momento. En consecuencia, en caso de que el precio de mercado de los bonos ofrecidos como garantía disminuyera en más del 5%, Argentina debía entregar bonos adicionales hasta que el valor de mercado de todos los bonos colocados como garantía superase al menos en un 20% el monto utilizado de estas líneas de crédito contingentes. Si el precio de los bonos cayera en más del 20%, la garantía adicional debía hacerse en efectivo y no con bonos.³⁴

El hecho de que las líneas de crédito estuvieron garantizadas con deuda soberana debe dejar en claro que este Recurso de Liquidez Contingente es, en realidad, un instrumento fiscal, porque a fin de cuentas, la deuda pública se debe pagar con impuestos. Por lo tanto, nada impide que las autoridades fiscales, en lugar de los bancos centrales de los países dolarizados, logren acuerdos similares.

De hecho, se puede argumentar que, en beneficio de la transparencia, este tipo de acuerdos debería ser responsabilidad de la autoridad fiscal del país dolarizado y no de su banco central. Después de todo, la garantía de estas líneas de crédito aumentará la deuda pública, un tema que cae claramente en la jurisdicción de la autoridad fiscal.

³⁴ Para obtener una descripción más detallada de los términos de este recurso de liquidez, ver Gavin y Powell (1998).

Mucho más porque, en presencia de restricciones al endeudamiento (que seguramente enfrentarán los países en dolarización), la deuda pública emitida para garantizar las líneas de crédito que respaldan las funciones de prestamista de última instancia limitará o eliminará el acceso a otras líneas de crédito que la autoridad fiscal podría haber obtenido de otro modo.³⁵

En cualquier caso, líneas contingentes como las descritas pueden ofrecer al país que dolariza un mecanismo para confrontar problemas de liquidez transitoria en el sector financiero. De hecho, los montos que Argentina pudo obtener bajo su programa de liquidez contingente representaron aproximadamente el 9% del total de depósitos del sistema financiero a fines de 1999. Por otro lado, es justo admitir que, aunque para nada despreciable, tal monto resultó ser insuficiente para frenar la corrida bancaria que precedió al fin de la convertibilidad en la Argentina, el 6 de enero del 2002.³⁶

Por ese motivo, algunas propuestas han sugerido que líneas de crédito contingente como las que en su momento utilizó Argentina se pueden complementar con líneas de crédito adicionales garantizadas con los reembolsos por señoreaje contemplados en los acuerdos de coparticipación descritos en la sección anterior. Sin embargo, como también se mencionó allí, dichos esquemas de coparticipación del señoreaje están inevitablemente asociados con cláusulas de suspensión de la certificación que introducen una condicionalidad que seguramente afectará el valor de garantía de los ingresos provenientes de esa fuente. Por lo tanto, existen razones para mantener el escepticismo en lo que se refiere a la capacidad de los países que dolarizan de desempeñar actividades de prestamista de última instancia en la misma medida en la que supuestamente podían hacerlo antes del programa de dolarización.

³⁵ En el caso de Argentina, por ejemplo, no se puede descartar que su banco central haya obtenido créditos de las líneas de liquidez contingente a costa de reducir o de hacer más onerosos los préstamos que el Tesoro de ese país haya negociado en los mercados de capitales domésticos e internacionales.

Por otro lado, como se sugirió anteriormente, no queda claro que los bancos centrales no deban afrontar límites estrictos en sus funciones de prestamista de última instancia, a menos que a los ciudadanos del país en cuestión no les preocupe que la autoridad monetaria haga suyas facultades impositivas típicamente reservadas a la autoridad fiscal. Los límites a la asistencia de prestamista de última instancia se deben contemplar como una virtud del régimen de dolarización en aquellos países en los que las experiencias pasadas indican que la autoridad monetaria ha utilizado esta función no sólo para afrontar problemas de liquidez del sistema financiero, como debería, sino para implementar rescates a gran escala que casi siempre terminan aumentando la deuda pública (y, por ende, los impuestos futuros) sin la aprobación explícita de instituciones como el Parlamento o el Congreso, a las que generalmente están reservadas tales decisiones.

En cualquier caso, los claros límites que la dolarización impone a las funciones de prestamista de última instancia puede resultarle poco atractivos a quienes favorecen la provisión ilimitada de liquidez a sistemas financieros bajo la presión de pánicos “autocumplidos”, es decir, corridas bancarias desatadas sin que medien razones objetivas. Por ese motivo, es probable que muchos países consideren más atractiva la alternativa de una unión monetaria que se discute a continuación.

2. UNIÓN MONETARIA

La alternativa principal a la dolarización (aparte de mantener el statu quo) es una unión monetaria formal y la creación de una nueva moneda común. Ésta es quizá la alternativa más radical a los sistemas de monedas nacionales propias. Llevaría mucho

³⁶ Consultar Levy Yeyati y Sturzenegger (2000) y Broda y Levy Yeyati en este volumen, sobre otras limitaciones importantes de este tipo de esquemas.

más tiempo instalar una unión monetaria que implantar un sistema de convertibilidad o dolarización, pero con el marco institucional adecuado y suficiente apoyo popular, la unión monetaria representaría una oportunidad mejor de lograr la estabilidad monetaria en el largo plazo, a la vez que evitaría algunas de las cuestiones potencialmente espinosas relacionadas con la soberanía que acompañarían a la dolarización.

Las uniones monetarias entre estados soberanos son una rareza histórica. El mejor ejemplo es la Unión Económica y Monetaria (UEM), recientemente lanzada entre doce de los quince miembros de la Unión Europea (UE). Antes del lanzamiento de la UEM, la iniciativa más importante de unión monetaria en los últimos años fue la unificación monetaria (anterior a la unificación política) de la ex Alemania occidental y la ex Alemania oriental en 1990. En el caso de la UEM, la unión monetaria se superpuso, por decirlo así, a una zona de libre comercio existente.³⁷ La bibliografía referida a zonas monetarias óptimas sugiere que dos estados que contemplan una unión monetaria deberían tener fuertes relaciones comerciales entre sí.³⁸ Sin embargo, no hay razón en principio para que, por ejemplo, una Unión Monetaria Latinoamericana (UMLA) no pudiese también incluir países que no son actualmente miembros de zonas de libre comercio existentes, como el Mercosur.³⁹ Algunos autores, no obstante, sostienen que los criterios para una zona monetaria óptima son endógenos y que la creación de una unión monetaria se sigue siempre de mayores flujos comerciales.⁴⁰

Una unión monetaria podría tomar una de dos formas. La primera es una suerte de supersistema de convertibilidad para los estados participantes, en el cual los países involucrados compartirían una moneda común que sería administrada conjuntamente

³⁷ Kohler (1998) elucida las ventajas de hacer coincidir las uniones monetarias con las uniones aduaneras o zonas de libre comercio.

³⁸ Este criterio fue enfatizado por McKinnon (1963).

³⁹ Aunque este capítulo se concentra en el caso latinoamericano, las conclusiones aquí extraídas pueden ser fácilmente extendidas a otras regiones.

⁴⁰ Ver por ejemplo Frankel y Rose (1998).

por una institución central supranacional, y que estaría plenamente respaldada por una o más de las monedas más importantes del mundo (ya sea el dólar, el euro o el yen). Ésta es la naturaleza esencial de la unión monetaria propuesta por Edwards (1998). El beneficio de contar con dicho arreglo en comparación con sistemas de caja de convertibilidad independientes reside en que se requeriría de un tratado internacional entre los estados participantes, lo cual presumiblemente haría más creíble el compromiso con el nuevo sistema. Asimismo, en la medida en que no hay una “institución de anclaje” obvia en los miembros de una potencial Unión Monetaria Latinoamericana (comparable al papel desempeñado por el Bundesbank en la UEM) sobre la cual se pudiera modelar una nueva institución supranacional, un supersistema de convertibilidad podría ser la única opción institucionalmente creíble. La segunda alternativa es una unión monetaria al estilo de la UEM. Sobre ella se concentrará nuestra atención en lo que resta de este capítulo. Conviene puntualizar que la mayor parte, si no la totalidad, del trabajo preparatorio que habría que realizar en relación con un sistema que emulara el de la UEM también debería realizarse en relación con una superconvertibilidad y viceversa. La diferencia esencial residiría en el margen de acción independiente de que gozaría el nuevo banco central común.

La experiencia europea con el lanzamiento y administración de la UEM proporciona un esquema útil para comenzar a pensar sobre el proceso de creación de Unión Monetaria Latinoamericana (UMLA) y qué aspecto podría llegar a tener el producto final. El concepto utilizado habitualmente para evaluar la sustentación económica de la UEM es el de zona monetaria óptima originalmente expuestos por Mundell (1961) y posteriormente elaborados por McKinnon (1963) y Kenen (1969). No entraremos en la cuestión de si los países potencialmente candidatos para integrar una UMLA satisfacen los criterios tradicionales de una zona monetaria óptima. Sin

embargo, es interesante señalar que el hecho de que Europa no parezca satisfacer los criterios tradicionales de zona monetaria óptima no ha impedido a Mundell convertirse en uno de los defensores más prominentes de la UEM. Los escritos posteriores de Mundell sobre monedas comunes tendieron a enfatizar las ganancias, en términos de estabilidad monetaria, que las uniones monetarias pueden producir.⁴¹

Es bien sabido que la UEM posee una dimensión política importante: el deseo de crear una identidad europea, por encima de la de los distintos estados nación que integran la UE, para estrechar los lazos políticos e institucionales que eviten los enfrentamientos bélicos en gran escala de la primera mitad del siglo veinte.⁴² Tal motivación está ausente en la causa de un nuevo superestado latinoamericano. El ímpetu necesario para crear y sostener una unión monetaria entre los países de América Latina podría provenir, sin embargo, del deseo de evitar una repetición de la secuencia de hiperinflaciones que plagaron el continente en gran parte de la segunda mitad del siglo veinte.

¿Qué efectos tendría una unión monetaria semejante? La creación de una unión monetaria requeriría abordar un sinnúmero de problemas constitucionales y técnicos. En el ámbito constitucional, una unión monetaria requeriría que los países participantes negociaran un tratado que reglamentara los términos de la unión, creara las instituciones que administrarían la moneda común y abordara la cuestión de la manera de fiscalizar estas instituciones. En el plano técnico, una unión monetaria requeriría que las instituciones responsables de manejar la moneda común tuvieran a su disposición las herramientas necesarias para cumplir con la tarea encomendada. Esto requeriría que la nueva autoridad monetaria dispusiera de la información estadística necesaria y que los

⁴¹ Ver por ejemplo Mundell (1973, 1998a, 1998b).

⁴² La dimensión política de la unión monetaria dividía a los alemanes por partes iguales cuando se tomó la decisión de crear la unión monetaria entre Alemania Oriental y Occidental. Para un análisis reciente, ver, por ejemplo, Lindsey (1999), especialmente páginas 97-114.

sistemas de pago de los países participantes en la unión monetaria estuvieran lo suficientemente integrados como para permitir la transferencia de fondos, con igual facilidad, a través de las fronteras que dentro de los países miembro.

En lo que sigue, se estudiará con cierto detalle algunos de estos problemas constitucionales y técnicos. Como las uniones monetarias son raras, haremos referencias frecuentes al precedente creado por la UE al configurar la UEM. Sin embargo, corresponde puntualizar que el modelo de Maastricht no constituye el único camino a una unión monetaria. Un camino alternativo, propuesto en el contexto europeo por Basevi et al. (1975) en el así llamado Manifiesto de Todos los Santos, consistiría en crear una moneda paralela que pudiera ser utilizada en todos los países interesados en formar una unión monetaria. Esta moneda circularía simultáneamente con las monedas nacionales existentes y tendría como ellas fuerza de curso legal. La moneda se regiría por un tratado internacional y sería administrada por una institución supranacional, de acuerdo con alguna regla acordada por todos los países miembro.

La idea subyacente en la propuesta de Basevi, et al. era que si esta moneda paralela lograra preservar su poder de compra mejor que cualquiera de las monedas nacionales, entonces inevitablemente las desplazaría de circulación. El argumento principal en favor de la propuesta de Todos los Santos es que la adopción de la nueva moneda quedaría librada a la elección de los consumidores individuales, en vez de ser impuesta. La mera existencia de la moneda alternativa sería suficiente para garantizar los beneficios de estabilidad que generalmente se asocian a una unión monetaria formal. Nótese que el enfoque de Todos los Santos aún implicaría abordar el mismo tipo de problemas constitucionales y técnicos que surgieron en la creación de la UEM por el camino de Maastricht. Y está abierto a debate que tuviera éxito. Como se hizo notar anteriormente, el uso de la moneda tiene un aspecto positivo de “economías de red ”

desde una óptica colectiva. El dinero es útil sólo cuando quien lo recibe sabe que alguien más estará dispuesto a aceptarlo. Los usuarios de monedas nacionales sólo estarán dispuestos a aceptar una moneda alternativa supranacional si confían razonablemente en que muchos otros la aceptarán también. Sin embargo, no es obvio que ello ocurra espontáneamente, porque la experiencia con hiperinflaciones sugiere que los consumidores son renuentes a optar por medios de pago alternativos aún cuando una moneda pierde valor rápidamente en relación con otras de aceptación internacional, como el dólar.

2.1 –PROBLEMAS CONSTITUCIONALES

El primer paso hacia la creación de una unión monetaria sería la negociación de un tratado internacional que creara la moneda común y las instituciones responsables de administrarla. Dicho tratado debería poseer cuatro componentes clave. Primero, fijaría el cronograma para el lanzamiento de la unión monetaria. Segundo, elaboraría criterios a utilizar para determinar qué países podrían participar de la misma. Tercero, crearía las instituciones que administrarían la moneda de la nueva unión monetaria. Cuarto, la unión monetaria necesitaría un banco central supranacional para conducir la política monetaria. El tratado tendría que especificar los objetivos de esta nueva institución y varios otros asuntos institucionales, tales como los procedimientos para los nombramientos de su cuerpo directivo, los derechos de voto y los criterios de suscripción de capitales.

2.I.1 - Negociación y ratificación de un tratado

El primer paso hacia la creación de una unión monetaria sería la negociación y ratificación de un tratado internacional entre los países interesados. Funcionarios públicos y personal jerárquico de los bancos centrales de los diferentes países elaborarían los detalles del tratado y lo pondrían luego a disposición de los jefes de estado o de gobierno de los distintos países para su aprobación. Dependiendo de las constituciones nacionales de los países involucrados, el tratado tendría que ser ratificado por una o ambas cámaras de los parlamentos nacionales y, posiblemente, presentarse al electorado en un referéndum. Parecería que para un paso tan dramático como la abolición de las monedas nacionales y la creación de una unión monetaria, un referéndum es esencial aunque no sea requerido por las constituciones nacionales, a fin de asegurar el pleno apoyo del público al nuevo régimen monetario.

El Tratado de Maastricht, que forma la base constitucional de la UEM, fue el resultado de negociaciones entre los (por entonces doce) gobiernos de la UE, que duraron alrededor de un año.⁴³ Con anterioridad a las negociaciones, los jefes de gobierno habían nombrado una comisión (la Comisión Delors) para examinar la manera en que una unión monetaria podría instrumentarse. El Tratado fue acordado por los jefes de estado y de gobierno de la UE en una reunión cumbre en Maastricht en diciembre de 1991 y posteriormente ratificado por los parlamentos nacionales (aunque no sin alguna dificultad) y por los electorados. Es importante señalar que la propuesta de unión monetaria no fue presentada a referéndum en todos los estados miembros de la UE. En especial, en Alemania la decisión de avanzar con la UEM fue tomada por el gobierno y

⁴³ Para detalles sobre las negociaciones que condujeron al Tratado de Maastricht, ver Italianer (1993), Sandholtz (1993), Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa y Papadia (1994) y Dyson y Featherstone (1999).

aprobada por el parlamento pero nunca fue presentada ante el electorado. Asimismo, el apoyo a la mayor integración que implica la unión monetaria es significativamente mayor entre las elites económicas y políticas de los diferentes países que entre el electorado general. Cuando el Tratado de Maastricht se presentó por primera vez a un referéndum en Dinamarca en 1992, fue rechazado (aunque por un estrecho margen: 50,7 por ciento del electorado). Fue aprobado sólo después de que se enmendó para atender las inquietudes danesas y finalmente entró en vigencia el 1 de noviembre de 1993.

2.1.2 - Cronograma para una Unión Monetaria

La creación de una unión monetaria no es algo que pueda realizarse fácilmente de la noche a la mañana. Más bien sería necesario el seguimiento de un cronograma que permitiera la ejecución de los preparativos necesarios en dos dimensiones. Primero, se necesitará cierto grado de “convergencia” si dos o más países han de adoptar una moneda común. La forma exacta que debería asumir esta convergencia es materia de debate (más adelante se volverá sobre este tema). Segundo, en un plano más banal, se necesitará tiempo para encargarse de los distintos problemas de carácter técnico que se deben resolver con anterioridad a la creación de una unión monetaria.

En el ámbito de la política y el desempeño económico, es esencial que los países que consideran una unión monetaria comiencen coordinando sus políticas económicas mucho antes del lanzamiento formal de la unión monetaria. Esa tarea comenzaría compartiendo información sobre los planes de gastos e impuestos propuestos, pero de un modo más importante implicaría comenzar a pensar la política económica como una materia de preocupación común. Existe cierto debate sobre la medida exacta de la armonización de políticas fiscales que se necesita para que funcione una unión

monetaria, pero está claro que si un grupo de países va a compartir una moneda y administrarla conjuntamente, no hay espacio para sorpresas mutuas.

Un tratado que apuntase a crear una Unión Monetaria Latinoamericana debería especificar en qué momento se lanzaría la unión formal. Hay dos opciones. Una residiría en condicionar la fecha de lanzamiento al logro de algún grado de convergencia (como quiera que fuese definida) por parte de todos los países involucrados. Un riesgo asociado con este enfoque es que la decisión de lanzar la unión monetaria se postergue indefinidamente. Alternativamente, el tratado podría especificar una fecha inamovible para el comienzo de la unión monetaria y el reemplazo de las monedas nacionales por la nueva moneda.

Nuevamente, es instructivo mirar el precedente sentado por la UEM. El Tratado de Maastricht especificó una transición en tres etapas hacia la plena constitución de la unión monetaria. Se consideró que la Etapa I había comenzado el 1 de julio de 1990 con la abolición de todas las restricciones sobre los movimientos de capital dentro de la UE. La Etapa II de la UEM comenzó el 1 de enero de 1994 después de que el Tratado de Maastricht fue ratificado por todos sus signatarios. Esta Etapa II debía ser un período de cooperación monetaria mejorada entre los estados miembro de la UE, con el objetivo de facilitar la transición a la plena unión monetaria en cierta fecha futura especificada. El artículo 109j del Tratado de Maastricht estipulaba: "...Si para fines de 1997 no se hubiere fijado la fecha para el comienzo de la tercera etapa, ésta se iniciará el 1 de enero de 1999", como finalmente ocurrió.

El Tratado también contempló un período de transición ulterior de tres años antes de reemplazar las monedas nacionales en circulación por billetes y monedas de euro. La transición a la UEM estará completa a más tardar para julio de 2002 cuando las monedas de los países participantes hayan sido completamente reemplazadas por el

euro. Hay cierto debate en cuanto a si era realmente necesario el período trienal de transición entre el inicio formal de la UEM y la introducción de los billetes y monedas de euro. Retrospectivamente, parece que hubiera sido preferible un período de transición más breve, aunque es probable que, en el momento en que se estaba redactando el Tratado de Maastricht, no resultara obvio que el lanzamiento de la UEM marcharía tan bien como lo hizo.

Desde sus inicios (con el nombramiento del Comité Delors en 1988) hasta su finalización (con la introducción de los billetes y monedas de euro en 2002), el lanzamiento de la UEM habrá llevado aproximadamente quince años. Posiblemente, ésta sea la cantidad mínima de años que se necesita para lanzar una unión monetaria entre estados soberanos. Vale la pena consignar que los países de la UE habían considerado propuestas de unión monetaria con anterioridad (del modo más notable en el Informe Werner de 1970). Fue sólo a fines de la década de 1980 y a comienzos de la década de 1990 que la confluencia de factores económicos y (de suma importancia) políticos resultó adecuada para el lanzamiento del proceso de la UEM. Téngase también presente que el proceso que condujo a la UEM estuvo a punto de fracasar por la crisis del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM) de 1992 - 93 y hasta el momento del lanzamiento hubo preocupación en el sentido de que el proyecto pudiera colapsar a causa de los desafíos constitucionales que debía enfrentar en los distintos estados miembro (el proyecto no era ni es uniformemente popular dentro de la UE) o los ataques especulativos sobre los países candidatos.⁴⁴

⁴⁴ Aunque finalmente estos temores no se materializaron, porque la certeza de ingreso en la UEM contribuyó a aislar a ciertos países europeos (en particular Italia, España, Portugal y Finlandia) de los efectos de contagio de la cesación de pagos de Rusia a fines de 1998.

2.I.3 - Criterios de convergencia

Un tratado para la creación de una unión monetaria tendrá que especificar también los criterios que (eventualmente) se utilizarán para evaluar las calificaciones de los distintos países candidatos a formar parte de la unión. La bibliografía tradicional sobre las zonas monetarias óptimas sugiere un conjunto de criterios que los países deben satisfacer para compartir una moneda común. En la contribución original de Mundell (1961), el énfasis estaba puesto sobre la movilidad factorial, en especial, la movilidad laboral. Si un grupo de países quiere compartir una moneda común, es importante que los factores de producción sean móviles entre ellos, a fin de facilitar el ajuste a perturbaciones de distinta naturaleza. La bibliografía subsiguiente enfatizó factores adicionales, tales como un alto grado de integración comercial, el grado de diversificación de la producción y el nivel de sincronización de los ciclos económicos nacionales.

El Tratado de Maastricht estableció cuatro criterios de convergencia que se utilizaron para evaluar las candidaturas de los países de la UE para la UEM.⁴⁵ Es interesante hacer notar que ninguno de estos criterios de convergencia contempló la clase de factores reales enfatizados en la bibliografía académica como claves para el éxito de una unión monetaria. Los criterios de Maastricht fueron (y siguen siendo para los países que contemplan ingresar en la UEM en el futuro):

- Una tasa anual de inflación que no exceda en uno y medio puntos porcentuales el promedio de los tres países de mejor desempeño.

⁴⁵ Ver Buiter, Corsetti y Roubini (1993) para un análisis escéptico de los criterios de convergencia previstos en Maastricht.

- Una posición fiscal sostenible, reflejada en un déficit presupuestario gubernamental de no más de 3 por ciento del PBI y una relación deuda pública-PBI de no más del 60 por ciento.
- Observancia de las bandas normales de fluctuación del ERM sin devaluación contra la moneda de cualquier otro estado miembro durante los dos años anteriores.
- Una tasa nominal de interés promedio a largo plazo que no superara en más de 2 puntos la de los tres países con mejor desempeño en términos de estabilidad de precios.

Es necesario hacer algunas observaciones sobre estos criterios. El criterio de inflación se especificó en términos relativos en vez de absolutos (el desempeño inflacionario debía ser juzgado en relación con los tres países de mejor desempeño). Asimismo, la sustentabilidad de la convergencia (reflejada en el nivel de las tasas de interés a largo plazo) se evaluó en términos relativos. El requerimiento de que los candidatos observen las bandas normales de fluctuación del ERM durante un mínimo de dos años, esencialmente significa que las tasas de inflación y las tasas de interés tenían que converger a los niveles alemanes con anterioridad al inicio de la UEM. Finalmente, los criterios de finanzas públicas se alcanzaron de manera un tanto arbitraria. El valor objetivo elegido para la relación deuda a PBI de 60 por ciento resultó coincidir aproximadamente con la relación promedio existente en ese entonces en la UE (ver Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa y Papadia, 1994) y no fue elegido porque en algún sentido se estimó que constituía el nivel óptimo. Asimismo, la elección de una relación de 3 por ciento de déficit fiscal a PBI se fijó de manera un tanto arbitraria, aunque como materia de aritmética un valor de 3 por ciento es coherente con una relación de deuda de largo plazo a PBI de 60 por ciento si el crecimiento de PBI nominal a largo plazo es de

5 por ciento al año.⁴⁶ Asimismo, estos criterios debían ser aplicados con cierta flexibilidad. El artículo 104c del Tratado de Maastricht permitía juzgar que los países habían cumplido con el criterio de déficit si “...la relación hubiera descendido substancial y continuamente y alcanzara un nivel aproximado al valor de referencia [3 por ciento]” o si “... el exceso sobre el valor de referencia es sólo excepcional y temporario y la relación se mantiene próxima al valor de referencia”. El mismo artículo también prevé la posibilidad de que el criterio deuda-PBI se considere cumplido si “...la relación está disminuyendo suficientemente y aproximándose al valor de referencia [60 por ciento] a un ritmo satisfactorio”. Cuando llegó el momento de tomar la decisión acerca de qué países ingresarían de entrada en la UEM, se consideró que tanto Italia como Bélgica habían satisfecho los criterios de participación a pesar de que tenían relaciones de deuda a PBI en exceso de 100%.

2.1.4 - Instituciones

El tratado que apunte a regir una UMLA potencial también tendrá que crear las instituciones necesarias para administrar la unión monetaria. Como mínimo, el tratado debería crear un banco central para administrar la moneda común. ¿Serían abolidos los bancos centrales nacionales y reemplazados por una institución supranacional única responsable de administrar la nueva moneda común? ¿O continuarían existiendo los bancos centrales nacionales, desempeñando un papel parecido al de los bancos regionales de la Reserva Federal en el Sistema de la Reserva Federal de los EE.UU. o al de los bancos centrales nacionales en el sistema europeo de bancos centrales? Si se eligiera la opción de un sistema federal de bancos centrales, con un Banco Central

⁴⁶ Puesto que $d(DEBT / GDP) / dt = ((dDEBT / dt) - (DEBT / GDP)(dGDP / dt)) / GDP$

Latinoamericano (BCLA de ahora en más) como centro, ¿cómo se distribuiría el poder entre los bancos centrales nacionales existentes y la nueva institución? ¿La comisión responsable de elaborar políticas centrales sería dominada por el centro (como en el Sistema de la Reserva Federal) o por los bancos centrales nacionales (como en el Sistema Europeo de Bancos Centrales)? Vale la pena hacer notar que la presente estructura altamente centralizada del Sistema de la Reserva Federal no corresponde a la manera en que se estableció originalmente el sistema. Cuando se estableció el Sistema de la Reserva Federal, los bancos regionales eran más poderosos que la Junta de Gobernadores, desempeñando un papel particularmente importante el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Sólo con la aprobación de las leyes bancarias de 1933 y 1935 se creó la estructura institucional que conocemos hoy (con un Comité Federal de Mercado Abierto para tomar decisiones de política monetaria dominada por la Junta de Gobernadores). Hay quienes sostienen que la distribución más difusa del poder en el Sistema Europeo de Bancos Centrales plantea una importante amenaza a la viabilidad de la UEM.⁴⁷ ¿El nuevo banco central o sistema de bancos centrales operaría como un banco central en el sentido tradicional o como un supersistema de convertibilidad? Esta pregunta llega al meollo mismo del problema de cuál es el grado de soberanía monetaria que los países estarían dispuestos a entregar en beneficio de la estabilidad.

Nuevamente, es instructivo analizar la experiencia de Europa con la UEM. El Tratado de Maastricht especificó las instituciones que administrarían la UEM. Contenía disposiciones para la creación del Banco Central Europeo, que administraría el euro, y el Instituto Monetario Europeo, que administró la transición de la etapa II a la etapa III.⁴⁸ También fijaba el objetivo principal [estabilidad de precios del Banco Central

⁴⁷ Ver, por ejemplo, Begg, De Grauwe, Giavazzi, Uhlig y Wyplosz (1998).

⁴⁸ El Instituto Monetario Europeo fue esencialmente el embrión del Banco Central Europeo. El último presidente del Instituto Monetario Europeo pasó a ser el primer presidente del Banco Central Europeo y

Europeo (BCE)], la duración en sus cargos de los miembros de su Consejo Ejecutivo y un sinnúmero de otros detalles que debían ser abordados para que el BCE pudiera asumir la conducción de la política monetaria para la zona del euro. El Tratado también especificaba la naturaleza de las relaciones entre el BCE y otras instituciones de la UE. En este punto, la UE está en clara ventaja con respecto a otros grupos de países que contemplan la unión monetaria. El proceso de integración que comenzó con la creación de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero en 1952 había conducido a través de los años al desarrollo de una serie de instituciones supranacionales tales como la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y la Corte Europea de Justicia, que desempeñan un papel clave en la administración de la UE. Por ejemplo, la Comisión Europea desempeña un papel crucial en la armonización de las prácticas estadísticas en el seno de la UE, algo que es esencial si se quiere que el BCE cuente con la información estadística necesaria para permitirle conducir la política monetaria para la zona del euro. El BCE debe presentar un Informe Anual y atestiguar periódicamente ante el Parlamento Europeo, satisfaciendo así las necesidades de responsabilidad democrática de un banco central independiente.⁴⁹ La Corte Europea de Justicia asegura que los diversos tratados que gobiernan la legislación europea y la UE sean interpretados correctamente y aplicados de un modo uniforme en el ámbito de la UE.

2.1.5 - ¿Es necesaria una larga transición?

Hemos tomado a la UEM como modelo de la manera en que podría crearse una Unión Monetaria Latinoamericana. Una de las características clave de la UEM fue el

casi todo el personal del Instituto Monetario Europeo (que ya no existe) se trasladó al Banco Central Europeo cuando éste se estableció formalmente en 1998.

⁴⁹ Aunque se sostiene (con cierta justificación) que el Parlamento Europeo carece del poder necesario para hacer responsable al Banco Central Europeo ante los ciudadanos de Europa.

largo período de transición y el requisito de que los países candidatos satisficieran los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht. Es importante puntualizar que el enfoque de unión monetaria que se adoptó en el Tratado de Maastricht no está exento de críticas. Algunos sostienen que los criterios de convergencia sometieron innecesariamente a la mayor parte de Europa a una década de crecimiento lento y alta desocupación.⁵⁰ Las críticas apuntan al hecho de que la unificación monetaria alemana se logró en poco más de seis meses: la decisión de crear una unión monetaria entre la ex Alemania Oriental y Occidental se tomó a fines del año 1989 y para el 1 de julio de 1990 era una realidad.

Sin embargo, aunque sea *factible* implementar rápidamente una unión monetaria, sigue en pie la pregunta de si es *deseable* que así sea. Existen diferencias importantes entre la unión monetaria alemana y la unión monetaria entre los países de la UE o una potencial Unión Monetaria Latinoamericana. La unificación monetaria alemana consistió en la adopción de una moneda existente por una entidad política que iba a fusionarse con un estado existente. No era necesario crear nuevas instituciones para administrar la moneda de la entidad unificada: simplemente se reorganizó el Bundesbank para que incluyera representantes de los estados de la antigua Alemania Oriental. La unificación monetaria alemana es similar a una unión monetaria simétrica entre los países del NAFTA, en la cual Canadá y México adoptaran el dólar y obtuvieran derecho a voto en el Comité de Mercado Abierto.⁵¹ Es verdad que se pueden implementar uniones monetarias asimétricas en plazos relativamente cortos (como lo muestra el ejemplo reciente de Ecuador), pero lleva tiempo implementar uniones monetarias simétricas basadas en una nueva moneda diferente de las preexistentes.

⁵⁰ Ver por ejemplo De Grauwe (1997).

⁵¹ Por supuesto, la unificación monetaria alemana fue seguida rápidamente de la creación de una entidad política única, algo que nadie ha propuesto para las posibles uniones monetarias en las Américas.

Aunque cierto período de transición parece imprescindible, es posible que la transición en la UEM fuese más larga de lo necesario para realizar todas las tareas técnicas (estudiadas más abajo) necesarias para crear una zona viable y creíble de moneda única. Como se señaló, habrán pasado casi quince años desde que se firmó el Tratado de Maastricht hasta que los billetes y monedas de euro reemplacen totalmente las monedas nacionales existentes. Se ha sostenido que los últimos tres años de este período de transición, cuando el euro pasó a ser la moneda de facto de las naciones participantes pero todavía no existía en la forma de billetes y monedas, fueron esencialmente redundantes y que los billetes y monedas deberían haberse introducido tan pronto como se tomó la decisión de avanzar con la UEM. Tal vez, la introducción de billetes y monedas al mismo tiempo que se introduce la nueva moneda hace mucho más real para el ciudadano común la reforma monetaria asociada con la unión monetaria. Sin embargo, un período de transición final entre la creación de la unión monetaria y la introducción de los billetes y monedas ofrece a los países participantes una última oportunidad de separarse de la unión monetaria antes de que desaparezca su moneda doméstica.

2.II - PROBLEMAS TÉCNICOS

La creación de una unión monetaria implica abordar un sinnúmero de problemas técnicos que usualmente no se tratan en la bibliografía académica sobre zonas monetarias óptimas o uniones monetarias. Estos problemas son relativamente simples y van desde la cuestión trivial de cuáles serán las denominaciones con que será emitida la nueva moneda y dónde se establecerá la línea divisoria “moneda-billete”, hasta la armonización de estadísticas (ya sea para evaluar el cumplimiento de los criterios de

convergencia o para implementar la infraestructura estadística de las nuevas instituciones bancarias centrales) y la vinculación entre sí de los sistemas nacionales de pago a fin de crear un mercado de moneda única.

2.II.1 - Infraestructura estadística

La aplicación consistente de los criterios de convergencia para la participación en una unión monetaria (suponiendo que se siga el camino de Maastricht) exige que las cuentas públicas, el PBI y la inflación se midan sobre una base consistente en todos los países; y que haya un bono a largo plazo con características comunes de liquidez emitido por todos los países.⁵² Dentro de la UE, las cuentas nacionales se construyen utilizando la versión ESA95 del Sistema Europeo de Cuentas bajo la dirección de Eurostat, la oficina estadística de la UE. La medición de la inflación se basa en el Índice de Precios al Consumidor Armonizado (IPCA). El programa IPCA utiliza un concepto común de fijación de precios para los quince países de la UE (consumo monetario final doméstico) y difiere en aspectos importantes de los Índices de Precios al Consumidor nacionales. Sin embargo, incluso después de casi una década de armonización, existen diferencias importantes en la manera de proceder de los distintos países que participan de la UEM para la medición de la inflación al nivel de consumidores.

La armonización estadística anterior a la creación de una UMLA contribuiría mucho a facilitar el trabajo del Banco Central Latinoamericano después de que comience la unión monetaria. La política monetaria para la zona de la UMLA requeriría una perspectiva que abarque toda el área, que (suponiendo que las estadísticas continúen recopilándose principalmente en el ámbito nacional) exigirá mediciones de la actividad

real, la inflación y el sector financiero de los distintos países que puedan compilarse fácilmente. La medición de magnitudes monetarias de gran amplitud (tales como M1, M2 y M3) deberá realizarse sobre una base consistente para permitir la construcción de magnitudes que abarquen toda la zona.⁵³

Nuevamente, estudiar la experiencia europea en el establecimiento de la UEM nos da cierta idea de la magnitud de la tarea involucrada. Con anterioridad a la UEM, había diferencias significativas en las mediciones de las existencias de dinero entre los distintos países de la UE. Aunque esto podría hasta cierto punto esperarse al mirar los agregados monetarios amplios, incluso la magnitud más básica (la base monetaria) no estaba definida de la misma manera en todos los países. Estas diferencias se analizan en parte en European Central Bank (1999).

2.II.2 - Sistema de pagos

El segundo gran desafío técnico en la creación de una UMLA sería la creación de una infraestructura integrada para el sistema de pagos. Una política monetaria única exigiría que los individuos fueran capaces de mover fondos dentro de la zona de moneda única con la misma libertad con que lo hacen ahora dentro de las fronteras nacionales. Uno de los desafíos más importantes que enfrentaron los arquitectos de la UEM fue crear un sistema de pagos aplicable en todo el ámbito de la UE que vinculara entre sí los sistemas de pagos de los quince países. El resultado fue el sistema TARGET

⁵² Sobre los requisitos estadísticos de la UEM, ver European Monetary Institute (1996). Para ilustrar algunas de las dificultades que plantea la creación de estadísticas armonizadas ver European Commission (1998).

⁵³ Nótese que en la reunión cumbre de Diciembre de 1999 de los cuatro presidentes del Mercosur en Montevideo, los líderes acordaron tres medidas tendientes a abrir el camino a un acuerdo tipo Maastricht. Primero se acordó que los cuatro países comenzarían a armonizar sus estadísticas a fin de facilitar las comparaciones. También se acordó que los cuatro países trabajarían para establecer normas comunes de responsabilidad fiscal que redujeran el gasto público. Finalmente, se acordó que los países informarían en futuras cumbres el progreso de sus esfuerzos por lograr la estabilidad.

(que significa Trans-European Automated Rreal-time Gross settlement Express Transfer), que comprende los quince sistemas nacionales de pago y el mecanismo de pagos del BCE. Este sistema comenzó a operar el 4 de enero de 1999 y administra el grueso de las transferencias de alto valor dentro de la zona euro. El éxito del sistema se evidencia en la rápida eliminación de diferencias en el mercado monetario poco después del inicio de la UEM.

2.II.3 – Cuestiones de diseño y denominación de la moneda común

Una tercera cuestión técnica se refiere al diseño de la nueva moneda. ¿Cómo se llamará la moneda común, qué aspecto tendrá y qué símbolo se utilizará para denotarla? La nueva moneda europea se conoce como euro. Con anterioridad a la decisión de llamar euro a la nueva moneda, hubo otras propuestas para llamarla ecu, Eurodollar, eurofranc, euromark o Europa.

¿Qué denominaciones serán emitidas? Al crear la UEM, la UE acordó que los billetes euro no llevarían símbolos nacionales, sino que representarían a Europa en conjunto.⁵⁴ Nótese que la emisión de moneda es prerrogativa exclusiva del BCE. Las monedas de euro serán emitidas por los tesoros nacionales, sujetos a la aprobación del BCE y portarán símbolos nacionales. La estructura nominal establecida por la UE sigue un patrón binario-decimal (1-2-5). Las monedas se emitirán en las denominaciones de 1, 2, 5, 10, 20, 50 eurocéntimos y las denominaciones de 1 y 2 euros. Los billetes se emitirán en las denominaciones de 5, 10, 20, 50, 100, 200 y 500 euros.

La estructura nominal actual del peso argentino y del peso uruguayo sigue aproximadamente el patrón binario decimal, mientras que la estructura denominativa del

real brasileño y del guaraní paraguayo sigue el sistema decimal fraccionario (1-5). Una moneda común con una estructura nominal que siguiera el sistema binario-decimal probablemente ofrecería el máximo de flexibilidad a los usuarios de la moneda común. Finalmente, las naciones deberán acordar la ubicación de la frontera moneda-billete: ¿Cuál será la moneda de mayor denominación y el billete de menor denominación? Inmediatamente antes del colapso de su sistema de Convertibilidad, en enero de 2002, el poder de compra en dólares del billete de menor denominación en circulación en Argentina (el billete de un peso argentino) era casi dos veces el poder de compra del billete de menor denominación en circulación en Brasil (el billete de un real), aunque Brasil emite esta denominación también en monedas. El billete de mayor denominación en circulación en Brasil es el billete de 100 reales, cuyo poder adquisitivo en dólares era, en la misma fecha, aproximadamente la mitad del billete de mayor denominación argentino.

Una vez acordado el diseño de la moneda, será necesario decidir en qué momento se introducirán los billetes y monedas. Como se mencionó anteriormente, la UE adoptó un enfoque más bien conservador en este aspecto, dejando un período trienal de transición después del inicio de la UEM antes de la introducción de los billetes y monedas de euro. En aquel momento se sostuvo que se necesitaba un largo período de transición para permitir que se acuñaran todas las monedas y se imprimieran todos los billetes necesarios. Además, los operadores del sector privado de la infraestructura física de pagos (máquinas expendedoras, etc.) necesitaban tiempo para volver a calibrar sus equipos. Retrospectivamente, ahora parece que la transición trienal fue más larga de lo necesario. Algunos estados europeos estudiaron la posibilidad de introducir antes la moneda europea.

⁵⁴ Es interesante señalar que uno de los argumentos esgrimidos por los Euroescépticos en Gran Bretaña es que la efigie de la Reina de Inglaterra ya no sería impresa en la divisa si Gran Bretaña adoptara el euro

Para los países latinoamericanos que contemplan una unión monetaria, los costos de ajustar la infraestructura física de pagos para administrar una nueva moneda posiblemente serán menores que los costos que afrontaron los europeos, debido a la reciente experiencia de hiperinflación que tiene la mayoría de los países latinoamericanos. Asimismo, sería posible introducir los billetes antes que las monedas: son estas últimas las que ocasionarían los mayores costos al adoptar la infraestructura de pagos. La experiencia de reformas monetarias en América Latina durante las dos últimas décadas sugiere que sería posible reemplazar completamente las existencias actuales de billetes nacionales por una nueva moneda común en forma relativamente rápida. Finalmente, recordemos que la transición trienal entre la creación del euro y la introducción de billetes y monedas de euro puede interpretarse como una última oportunidad para retirarse del sistema para los países que eran menos que entusiastas con la UEM: los costos de tal separación serán mucho mayores una vez que las monedas nacionales se hayan eliminado completamente. Si uno de los objetivos de la unión monetaria es pasar a un nuevo régimen monetario más estable y la iniciativa cuenta con apoyo popular, tiene poco sentido diferirla más allá de lo absolutamente necesario.

2.II.4 - Coparticipación de los ingresos de señoreaje

En un régimen de unión monetaria, los ingresos en concepto de “señoreaje” se acumularán a favor del nuevo banco central o sistema de bancos centrales y no de los bancos centrales nacionales. Será necesario decidir cómo se utilizarán estos ingresos. ¿Serán retenidos por el nuevo banco central, serán utilizados para financiar otros gastos de otras instituciones creadas para administrar la unión monetaria o serán reembolsados

(aunque Gran Bretaña será libre de ponerla en las monedas de euro).

a los gobiernos nacionales? ¿Será contabilizado el “señoreaje” por los bancos centrales nacionales (si se adopta el modelo federal), obteniendo la institución central una participación sólo después de presentar un presupuesto? Una opción sería utilizar los ingresos por señoreaje para financiar las operaciones de otras instituciones comunes creadas para administrar la unión monetaria y para garantizar que las nuevas instituciones bancarias centrales respondan ante el electorado. Otra posibilidad sería devolver los ingresos a los tesoros nacionales para financiar los gastos de los gobiernos nacionales. Ésta es la opción que ha elegido la UE. El artículo 32 del Estatuto del BCE prevé la asignación de los ingresos del BCE en concepto de señoreaje a los bancos centrales nacionales sobre la base de un esquema de ponderación en el cual la ponderación de cada país es igual a la suma de 50 por ciento de la porción de población de la UE que corresponde al país y 50 por ciento de su participación en el PBI de la UE.

2.II.5 - Otras cuestiones: configuración institucional, estabilidad financiera, etc.

¿Qué otras instituciones serían, eventualmente, necesarias para que tuviera éxito una Unión Monetaria Latinoamericana? ¿Una asamblea común al estilo del Parlamento Europeo ante la cual el BCLA sería responsable por sus acciones? ¿Un tribunal para arbitrar disputas? ¿Restricciones sobre política fiscal en el ámbito nacional? ¿Un cuerpo económico para equilibrar las nuevas instituciones monetarias? ¿Un nuevo regulador financiero? A continuación se consideran cada una de estas cuestiones por separado.

En los últimos años, ha surgido consenso entre los estudiosos de política económica acerca de que generalmente los bancos centrales independientes cumplen mejor la función de generar estabilidad de precios a largo plazo que los bancos que se encuentran sujetos a fuerte control político directo. La creciente apreciación de este

hecho por parte de los políticos ha llevado a que en varios países se efectúen importantes reformas legislativas que otorgan a los bancos centrales la clase de independencia de la que gozó sólo el Bundesbank de Alemania durante gran parte del período de posguerra. En mayo de 1997, el gobierno laborista recién elegido en el Reino Unido otorgó plena independencia operativa al Banco de Inglaterra, mientras que el Tratado de Maastricht estipula que "...ni el BCE, ni un banco central nacional, ni ningún miembro de sus organismos para la toma de decisiones buscará o acatará instrucciones de instituciones u organismos comunitarios, de ningún gobierno de un Estado Miembro ni de ningún otro organismo". Sin embargo, el quid pro quo para una independencia de este tipo es que el banco central ha de responder por sus acciones y decisiones. El Banco de Inglaterra responde ante el Ministro de Hacienda de Gran Bretaña y a través de él, ante el Parlamento del Reino Unido. El BCE responde ante el Parlamento Europeo, aunque algunos hayan afirmado que el Parlamento Europeo carece de la estatura necesaria para asumir esta responsabilidad. Los críticos sostienen que la UEM (y la UE en general) sufre de un "déficit democrático" que, a la larga, amenaza con socavarla. La viabilidad a largo plazo de la UEM, sostienen, exige fortalecer el Parlamento Europeo y, en última instancia, avanzar hacia la unión política.

¿Ante quién respondería de sus acciones un Banco Central Latinoamericano? Hacer que el BCLA responda ante cada uno de los parlamentos nacionales no es realmente factible. Obstaculizaría el desarrollo de una política monetaria capaz de abarcar el conjunto de la unión monetaria. Además, incluso en una unión monetaria regional que funcione bien, se desarrollarán conflictos de interés, dado que las diferentes regiones ocasionalmente se hallarán en diferentes etapas del ciclo económico. Sin un cuerpo deliberativo común directamente elegido, un comité de representantes de cada uno de los parlamentos nacionales podría asumir la responsabilidad de supervisar

al BCLA en el corto plazo. Sin embargo, a mediano término se tendría que abordar la cuestión de algún tipo de integración política.

Además de un organismo elegido ante el cual el BCLA sería responsable, también habría necesidad de una institución que arbitrara las disputas entre los participantes de la unión monetaria. Aún con la mejor de las intenciones, surgirán diferencias sobre la interpretación del tratado que creó la unión monetaria y las decisiones del BCLA. Claramente, no sería factible dejar el arbitraje de estas cuestiones a los tribunales nacionales: se necesitará de alguna forma de tribunal supranacional o internacional y será preciso que las decisiones de este tribunal sean vinculantes para todos los participantes de la unión monetaria.

¿Hay necesidad de un “cuerpo económico” que actúe como contrapeso del banco central en la UMLA? Una fuente de tensión constante en la UEM es la cuestión de si el poder del BCE necesita en cierto sentido ser equilibrado del lado fiscal por un cuerpo económico para la eurozona. ¿La existencia de una política monetaria única para la eurozona significa que también se necesita una política fiscal única?

La creación de una unión monetaria hará de todos modos que las diferencias impositivas dentro de la unión monetaria sean más transparentes y promoverá el flujo de factores móviles a regiones de bajos impuestos. Esto forzará a los países con impuestos altos a bajarlos y, en última instancia, a la armonización de las tasas impositivas en toda la unión monetaria.

Una línea de argumentación que despierta más controversias con respecto a las regulaciones fiscales en una unión monetaria puede esbozarse desde la perspectiva de la teoría fiscal del nivel de precios. Sims (1998) sostiene que la desvinculación rígida de las autoridades fiscales y monetarias en la UEM (a través de las prohibiciones del Tratado con respecto a que el BCE financie los déficits de los gobiernos nacionales)

creará problemas porque las disposiciones del Tratado de Maastricht suponen una política fiscal pasiva. Cuando ésta se combina con una política monetaria activa, que estabiliza una magnitud monetaria o aumenta las tasas de interés cuando la inflación sube, emerge la posibilidad de una inflación autosustentada que impulsa el valor real de las existencias de dinero a cero. Esta posibilidad sólo puede ser excluida si las autoridades se comprometen a poner un piso al valor de la moneda. Sin embargo, con la política fiscal descentralizada en los gobiernos nacionales, dicho compromiso tal vez sea difícil de asumir y ciertamente es difícil que sea considerado creíble.

Finalmente, queda el problema de la supervisión y regulación del sector financiero. Si se parte de la hipótesis de que la creación de una Unión Monetaria Latinoamericana está acompañada de libre comercio en los servicios financieros, parece razonable esperar que las instituciones financieras comenzarán a operar en una escala que se extiende por toda la zona de unión monetaria. Surge entonces la pregunta de cómo se supervisarán y regularán esas instituciones y quién actuará en carácter de prestamista de última instancia en caso de una crisis financiera. Una opción residiría en dejar que estas responsabilidades continúen en manos de las instituciones que actualmente las tienen a su cargo, pero promoviendo lazos más estrechos entre los reguladores nacionales. Esta opción estaría en consonancia con el concepto estricto de banca central en el Tratado de Maastricht, en el cual el BCE se concentra sobre la estabilidad de precios y deja la supervisión y regulación del sector financiero en manos de las autoridades nacionales.⁵⁵ El riesgo de este enfoque estriba en que cuando golpea una crisis, el banco central no tiene a su disposición la clase de información necesaria para evaluar la necesidad de suministrar los servicios de prestamista de última instancia. Un arreglo superior consistiría en consolidar las funciones de supervisión y regulación

⁵⁵ Para un análisis detallado de las medidas tendientes a garantizar la estabilidad financiera en el marco de la UEM, consultar Prati y Schinasi (1999).

en paralelo con la función de banca central al crear la unión monetaria y asegurar que el nuevo banco central tenga acceso regular y pleno a información sobre el estado de las instituciones financieras basadas en la unión monetaria.

Los pasos constitucionales, legales y técnicos necesarios para implementar una unión monetaria que se han discutido en esta segunda parte del trabajo permite sugerir el siguiente cronograma de implementación:

<u>Cronograma para la creación de una Unión Monetaria Latinoamericana por el camino de Maastricht</u>	
Pasos	Tiempo
Decisión de crear una Unión Monetaria Latinoamericana entre dos o más miembros del Mercosur	T
Negociación del Tratado	T + 1 a 2 años
Creación de Instituto Monetario Latinoamericano	T + 2 a 3 años
Período de convergencia	T + 3 a 5 años
Creación de Banco Central Latinoamericano	T + 6 años
Lanzamiento formal de UMLA	T + 5 a 7 años
Introducción de billetes y monedas	T + 5 a 7 años

3. CONCLUSIONES

Este trabajo ha intentado ofrecer algunas guías de implementación de una dolarización o de una unión monetaria para los países que deseen adoptar uno u otro régimen monetario. Como se indicó en la introducción, no se abordó la cuestión de si la adopción de cualquiera de los dos regímenes mejoraría la situación económica de los países involucrados. Más bien se ha intentado explicar qué es lo que implicaría el cambio a uno u otro régimen, una vez que su implementación haya sido decidida.

El análisis de la dolarización ha abordado varios problemas técnicos que se plantearían en el proceso de reemplazar una moneda nacional por el dólar. El principal de estos problemas es qué otras reformas se necesitarían para que la dolarización sea un éxito. También se ha examinado el tema de las pérdidas de ingresos por concepto de señoreaje que acompañarían a la dolarización y las distintas propuestas que se han planteado para compensarlas.

Muchos de los problemas teóricos que surgen al contemplar la dolarización se presentan también en las propuestas de unión monetaria. Sin embargo, como el análisis de la unión monetaria debería haber dejado claro, la creación de una Unión Monetaria Latinoamericana (al estilo de la UEM) constituiría una tarea monumental. El Camino de Maastricht a la UEM fue quizás excesivamente cauto, permitiendo mucho tiempo para que países no plenamente comprometidos dieran marcha atrás. No obstante, la inmensa cantidad de trabajo técnico que se necesitaría realizar con anterioridad a la creación de una Unión Monetaria Latinoamericana significa que sería poco realista esperar que dicho sistema se pudiera implementar en menos de 7 a 10 años. Como se menciona en la introducción, todos estas pautas y problemas son suficientemente generales como para ser válidos para potenciales uniones monetarias en cualquier región del mundo.

Referencias bibliográficas

Barro, Robert J. (1999): “Let the Dollar Reign from Seattle to Santiago”, *Wall Street Journal*, 8 de marzo, p. A18.

Basevi, Giorgio, Michele Fratianni, Herbert Giersch, Pieter Korteweg, David O’Mahony, Michael Parkin, Theo Peeters, Pascal Salin y Niels Thygesen (1975): “The All Saints’ Day Manifesto for European monetary union”. *The Economist*, 1 de noviembre, 33-34.

Begg, David, Paul De Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig y Charles Wyplosz (1998): “The ECB: Safe at any speed?” *Monitoring the European Central Bank 1*, London: Centro para la Investigación de Políticas Económicas.

Berensztein, Sergio y Horacio Spector (2000): “Business, Government, and Law”, Universidad Torcuato Di Tella. Buenos Aires. Argentina. Mimeo.

Bini-Smaghi, Lorenzo; Tommaso Padoa-Schioppa y Francesco Papadia (1994): “The transition to EMU in the Maastricht Treaty”, Departamento de Economía, Princeton University: Essays in International Finance No. 194, (noviembre.)

Buiter, Willem; Giancarlo Corsetti y Nouriel Roubini (1993): “Excessive deficits: Sense and nonsense in the Treaty of Maastricht”, *Economic Policy*, 16, 57-100.

Burnside, Craig; Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo (2001): “Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis,” *Journal of Political Economy* 109 (December): 1155-97.

Cagan, Phillip (1956): “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, en M. Friedman (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. University of Chicago Press.

De Grauwe, Paul (1999): *The Economics of Monetary Integration (Third Edition)*. Oxford: Oxford University Press.

Drazen, Allan (1999): “Central bank independence, democracy, and dollarization”.
Artículo preparado para la Conferencia sobre Economía Política Argentina, Agosto 19, 1999, patrocinada por el Banco Central de la República Argentina y la Universidad Torcuato di Tella.

Dyson, Kenneth y Kevin Featherstone (1999): *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.

Edwards, Sebastian y Alejandra Cox Edwards (1987): *Monetarism and Liberalization: the Chilean Experiment*. N. p.: Ballinger.

Edwards, Sebastian (1998): “How about a single currency for Mercosur?” *Wall Street Journal*, 28 de agosto, A11.

Eichengreen, Barry (1997): *European Monetary Integration: Theory, Practice and Analysis*. Cambridge MA: MIT Press.

_____ (2000): “When to Dollarize”, Departamento de Economía, University of California at Berkeley. Artículo presentado en la conferencia “Dollarization: A Common Currency for the Americas?” organizada por el Federal Reserve Bank Dallas en marzo de 2000.

Eichengreen, Barry y Andrew K. Rose (1997): “Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crises”, NBER Working Paper. No. 6370.

Comisión Europea (1998): *Report from the Commission to the Council: On the Harmonization of Consumer Price Indices in the European Union*, Brussels: Comisión de las comunidades europeas.

Banco Central Europeo (1999): *Euro Area Monetary Aggregates: Conceptual Reconciliation Exercise*, Frankfurt am Main: Banco Central Europeo.

Instituto Monetario Europeo (1996): “The Statistical Requirements for Monetary Union”, Frankfurt am Main: Instituto Monetario Europeo.

Flood, Robert P. y Peter M. Garber (1980): “An Economic Theory of Monetary Reform”, *Journal of Political Economy* 11: 24-58.

- Frankel, Jeffrey A. y Andrew K. Rose (1998): “The endogeneity of the optimum currency area criteria”, *Economic Journal*, 108, 1009-25.
- Gavin, Michael y Andrew Powell (1998): “Public versus Private Provision of International Lender of Last Resort Assistance”, mimeo.
- Gros, Daniel y Niels Thygesen (1998): *European Monetary Integration: From the European Monetary System to Economic and Monetary Union (Second Edition)*. Nueva York: Addison Wesley Longman.
- Hausmann, Ricardo y Andrew Powell (1999): “Dollarization: Issues of Implementation”, mimeo.
- Italianer, Alexander (1993): “Mastering Maastricht: EMU issues and how they were settled”, en Klaus Gretschemann (ed.) *Economic and Monetary Union: Implications for National Policy-Makers*. Dordrecht: Martinus Nijhoff.
- Kaminsky, Graciela y Carment Reinhart (1999): “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems,” *American Economic Review* 89 (June): 473-500.
- Kenen, Peter B. (1969): “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,” in Mundell, Robert A. y Alexander K. Swoboda (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press.

_____ (1995): *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kohler, Marion (1998): "Optimal currency areas and customs unions: Are they related?" Bank of England. Working Paper Number 89.

Lenihan, Niall (1997): "The Legal Implications of the European Monetary Union Under US and New York Law", Banco Central Europeo.

Levy Yeyati, Eduardo y Federico Sturzenegger (2000): "Is EMU a Blueprint for Mercosur?" *Cuadernos de Economía*: Año 37, No.110 (Abril): 63-99.

Lindsey, Lawrence (1999): *Economic Puppetmasters: Lessons from the Halls of Power*. Washington DC: AEI Press.

McKinnon, Ronald I. (1963): "Optimum currency areas". *American Economic Review* 53: 717-25.

Mundell, Robert A. (1961): "A theory of optimum currency areas," *American Economic Review* 51: 657-65.

_____ (1973): "Uncommon arguments for common currencies". En Harry G. Johnson y Alexander K. Swoboda (eds.) *The Economics of Common Currencies*. London: George Allen and Unwin.

_____ (1998a): The Case for the Euro – I. *Wall Street Journal*, 24 de marzo, p. A22.

_____ (1998b): The Case for the Euro – II. *Wall Street Journal*, 25 de marzo, p. A22.

Prati, Alessandro y Gary Schinasi (1999): “Financial stability in European Economic and Monetary Union”, Department of Economics, Princeton University: Princeton Studies in International Finance No. 86, agosto.

Sandholtz, Wayne (1993): “Monetary bargains: The Treaty on EMU”, en Alan W. Cafruny y Glenda G. Rosenthal (eds.) *The State of the European Community: The Maastricht Debates and Beyond*, Londres: Lynne Rienner/Longman.

Sims, Christopher A. (1998): “The precarious fiscal foundations of EMU”, mimeo, Princeton University.

_____ (2001): “Fiscal Consequences for Mexico of Adopting the Dollar”. Actas de la conferencia sobre “Global Monetary Integration” organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 33, No. 2 (mayo): 597-616.

Ungerer, Horst (1997): *A Concise History of European Monetary Integration: From EPU to EMU*. Westport CT: Quorum Books.

Zarazaga, Carlos E. J. M. (1999): “Building a Case for Currency Boards”, *Pacific Economic Review*, 4:2 (junio): 139-64.