

COMENTARIOS SOBRE “DOLARIZACION”:  
El Caso de Colombia

(Resumen)

La dolarización implica renunciar al instrumental de la política monetaria con el fin de comprar un “seguro contra la inflación”. Este “seguro” tiene costos fiscales, pues debe renunciarse al señoraje, y riesgos de viabilidad externa, pues la fijación “dura” de una paridad puede implicar pérdidas de competitividad. A diferencia de otros países de la región, Colombia no solo no ha experimentado hiperinflaciones, sino que en el periodo 1999-2001 ha registrados claros logros en materia de lucha contra la inflación, complementándose mas de dos años con inflación de un solo dígito. No parece entonces razonable renunciar al instrumental de la política monetaria, tan indispensable en el manejo de las crisis financieras en épocas recesivas, precisamente cuando el país experimenta éxitos en el ajuste de sus cuentas externas, gracias a la flotación de la tasa de cambio.

Por: Sergio Clavijo <sup>\*/</sup>

Julio de 2001

---

<sup>\*/</sup> Miembro de la Junta Directiva Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente son compartidas por la Junta Directiva del Banco de la República. Comentarios expresados en la Asamblea Anual de la Asociación Bancaria de Colombia (ASOBANCARIA), en el panel sobre “Dolarización”, Cartagena-Colombia, Junio 7-8, 2001.

## I. Introducción

Agradezco a la Junta de ASOBANCARIA y a su nueva presidenta, la Dra. Patricia Cárdenas, la oportunidad de comentar los interesantes trabajos sobre dolarización que presentaron el Dr. Carlos Zarazaga, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, y, el Dr. Jurgen Schuldt, de la Universidad del Pacífico del Perú.

Sabidamente los organizadores han permitido que el auditorio escuche las reflexiones del Dr. Zarazaga sobre la experiencia de la Argentina alrededor de la fijación de su tasa de cambio desde 1991, con el fin de contrastarlas con el inventario de “pros” y “contras” que adelantó el Dr. Schuldt desde la óptica de los países que han recurrido a la flotación de su moneda respecto al dólar, como han sido los casos de Perú, Brasil y Colombia, entre otros.

Mis comentarios estarán centrados en tres aspectos:

1. La motivación externa que se ha tenido para discutir el tema de la dolarización, claramente relacionada con la experiencia Argentina y el llamado del Ex-Presidente Menem a impulsarla desde Enero del año 1999;
2. La motivación interna en Colombia, relacionada con el impulso a la reforma monetaria que permitiría eliminar el uso de tres ceros en nuestra moneda a partir del Enero de 2002, lo cual facilitaría el manejo contable, las transacciones diarias y apuntalaría el proceso de des-inflación iniciado en 1999; y
3. Un breve balance sobre las ventajas y desventajas de la dolarización.

## II. El Mensaje

La conclusión fundamental de esta nota es que, gracias a esta creciente flexibilidad cambiaria de finales de los años noventa y al ajuste fiscal que se adelantó simultáneamente, Colombia ha logrado reducir su inflación a tasas inferiores a un dígito, manteniendo una tasa de cambio real más competitiva. *En momentos en que la política monetaria, en un*

*ambiente de flotación cambiaria, ha empezado a dar resultados alentadores para Colombia en materia de control de la inflación, y de superación de los riesgos sistémicos del sector financiero, resultaría necio renunciar a ella por el prurito de adoptar una fórmula de fijación de la tasa de cambio que ha sido el resultado desesperado de países que cayeron en serios problemas de hiperinflación (el caso de Argentina y, mas recientemente, el del Ecuador).*

Renunciar al instrumento monetario en épocas de recesión mundial no solo conllevaría serios peligros para la estabilidad financiera interna, sino que por la vía del encarecimiento relativo de sus productos se amenazaría la sostenibilidad de nuestras cuentas externas. Esto es especialmente relevante cuando se tiene el riesgo de caídas abruptas en los precios de los *commodities*, tal como le ha ocurrido a Argentina con sus cereales. Afortunadamente, la experiencia con la flotación de la tasa de cambio (1999-2001) ha sido positiva para Colombia.

Esto no implica que Colombia no deba considerar en el futuro (no inmediato) las ventajas de una moneda común en un marco de integración económica al interior del ALCA o dentro del bloque de comercio en que le corresponda insertarse. Pero este es un proceso largo, tal como lo atestigua la experiencia de la Unión Europea, la cual lleva mas de treinta años navegando en esta dirección de consolidar una moneda única alrededor del Euro. Mientras algo similar ocurre en América Latina, creo que es responsabilidad de las autoridades económicas mantener el rumbo de la actual política monetaria y cambiaria, las cuales han arrojado balances positivos en años recientes.

### III. El Debate y sus Motivaciones Externas e Internas

#### A. Motivación Externa

En 1991, Argentina adoptó un sistema de tasa de cambio fija al establecer la paridad respecto del dólar, al tiempo que limitaba la emisión (o contracción) de su moneda local a

la compra (o venta) de divisas. Esta “Ley de Convertibilidad” no fue, ni mucho menos, un resultado voluntario, sino la acción desesperada tendiente a eliminar los episodios de hiperinflación que por más de una década habían azotado a la Argentina.

Políticas monetarias irresponsables y cuantiosos déficits fiscales la llevaron a esa “sin salida”, dejándole al Banco Central únicamente las tareas de Supervisión Bancaria. De manera complementaria, se adoptaron una serie de medidas para ordenar las finanzas públicas, consistentes en buscar la “responsabilidad fiscal”, tanto del gobierno central como de las provincias. Sin embargo, la debilidad en las reformas tributarias y los crecientes pasivos pensionales continuaron drenando la capacidad de ajuste de la Argentina.

Aun así, durante los años 1991-98, la Argentina no solo logró abolir la inflación, sino que creció de manera dinámica a una tasa promedio anual del 4.7% real. Le favorecieron durante esa coyuntura el ciclo de expansión mundial, el auge de los precios de los granos, todo lo cual le permitió compensar el costo de la apreciación relativa de su moneda frente a otros competidores mundiales, particularmente frente al real del Brasil.

No obstante, la crisis de México en 1995, la del Sud-Este Asiático en 1997-98 y el coletazo de la misma sobre América Latina, en 1999-2000, pusieron a prueba el sistema de tasa “super-fija”, en momentos de debilidad fiscal. Mas aun, la fase de desaceleración mundial a partir de 1999 empezó a transmitirse de forma pronunciada sobre la industria Argentina a medida que la apreciación de su moneda le restaba “amortiguación” y que la política monetaria permanecía totalmente inhibida. El único mecanismo de ajuste remanente provenía de la deflación, la cual acumulo una contracción de precios cercana a -2.5% en los años 1999-2000, pero este resultaba claramente insuficiente frente a los desequilibrios cambiarios y fiscales existentes.

Estos mecanismos de transmisión mundial no solo incluyeron el efecto predicho por David Hume (en 1725), vía comercio internacional, sino que en esta fase jugó un papel crucial la caída en los flujos de endeudamiento y la retracción de la inversión extranjera directa. La sola posibilidad de “secamiento” en el mercado de capitales tendió a reforzar el “circulo

pernicioso” de bajas repetidas en las calificaciones de riesgo de la Argentina y el consabido “efecto manada”, validado por dichas calificadoras.

En enero de 1999, los riesgos latentes llevaron a la saliente Administración Menem a postular la conveniencia de la dolarización. En Marzo de ese año, el Congresista Connie Mack del Estado de la Florida, en Estados Unidos, impulsó un borrador de Ley que permitiría que los Estados Unidos, voluntariamente, decidieran sobre el posible reembolso hasta del 85% del señoraje que estarían perdiendo algunos países de América Latina, por cuenta de la dolarización. Dicho señoraje ha fluctuado entre 1 y 3% del PIB en la región, dependiendo de la evolución de la base monetaria y de la inflación. Dolarizar implica entonces renunciar a estos recursos “cuasi-tributarios” y proceder a sustituirlos inmediatamente por fuentes de tributación directa (mas impuestos de renta) o indirecta (mas pagos de IVA o nuevos tributos). Mayores detalles en Berg y Borensztein (2001).

Ecuador también enfrentaba problemas similares durante los años 1998-2000: alta inflación, debilidad fiscal y política monetaria laxa. No le quedaba entonces alternativa distinta a la dolarización, renunciando al instrumento monetario en momentos en que mas la necesitaba, pues debía enfrentar una seria crisis financiera, agravada por la contracción del producto. Su única salvación era trabajar en la sustitución del señoraje, lo cual intentó a través de un (exagerado) impuesto a las transacciones financieras y debía esperar a que la inflación bajara rápidamente para evitar mayores pérdidas de competitividad. La dolarización se implementó durante el 2000-2001, pero infortunadamente esta no bajó a la velocidad requerida, al tiempo que en el frente tributario se experimentaron incontables obstáculos, lo cual dejó en entredicho el éxito de la estrategia adoptada, aun en el corto plazo. El caso de El Salvador vino motivado por la conveniencia de recibir y enviar (en una misma moneda) los cuantiosos recursos de la diáspora de Salvadoreños que se radicaron en Norteamérica tras varios años de guerra civil.

Como lo han argumentado varios analistas (Edwards, 2001; Schuldt, 2001), las experiencias de estos países, salvo el caso de la Argentina, tienen poca relevancia para dilucidar los impactos comerciales que enfrenta una economía de tamaño significativo en

presencia de la dolarización o de la fijación “dura” de la moneda local, como sería el caso de Colombia, México, Brasil o Chile (todos los cuales mantienen un sistema de flotación cambiaria).

Desde finales de 2000 y principios de 2001 se hizo evidente la crisis Argentina, con riesgos de repudio de su deuda, tal como le había ocurrido a Rusia o Ecuador. Argentina, por ejemplo, ha recibido cinco degradaciones seguidas en sus calificaciones de riesgo-país durante los años 1999-2001 y actualmente se ubica en los niveles mas bajos (“C”), al lado de Rusia, Ecuador y Turquía (todos ellos con historiales de repudio en porciones de su deuda soberana).

En marzo de 2001, Cavallo regresó como Ministro de Hacienda y tomó medidas de último recurso para enfrentar la crisis:

- Restableció las fuentes de señoraje a través del impuesto a las transacciones (hasta de 6x1,000), adoptando inicialmente tasas de 2.5x1000 y 4.5x1000, con numerosas excepciones. Se espera que por esta vía logre obtener recaudos por el equivalente al 1% del PIB. En este sentido, se desvirtúa el postulado de que la dolarización tendría la virtud de evitar “impuestos escondidos”. Independiente del régimen cambiario, la sanidad fiscal es fundamental para un buen desempeño económico en el resto de los frentes económicos, pues este afecta la inflación, las tasas de interés, etc.
- Impulsó una nueva regla de paridad, pasándose a un esquema de “fijación blanda”, a través de vincular el Euro a la regla cambiaria. En efecto, el Congreso tramita actualmente una regla con ponderación 50/50% para el Dólar y el Euro, cuando quiera que la cotización Euros/Dólar se eleve del 0.85 actual hacia la unidad. Un esquema de este estilo, si llegara a implementarse, estaría mas cerca de la flotación que de la fijación “dura”, pues nada impide que a futuro se vinculen nuevas monedas, como el Real del Brasil, lo cual sería apenas natural, dados sus flujos de comercio. Cabe entonces preguntarse porque no flotar de una vez, si precisamente este régimen puede visualizarse como uno que automáticamente incluye las monedas que intervienen en los flujos de comercio y del mercado de capitales, con ponderaciones cambiantes. En esto radica precisamente la virtud de la flotación cambiaria;

- Procedió a restablecer la política monetaria, pero por la puerta de atrás (para que no fuera tan penoso el costo de no haber flotado cuando tuvo la oportunidad en los años 1994-95, antes de la crisis de México). Para ello, el Ministro de Hacienda forzó al Banco Central (supuestamente autónomo) a reducir el encaje del 20% al 18%, al tiempo que se ideaban esquemas para inyectar liquidez en la economía a través de la recompra de títulos de deuda pública. Esto no solo no tuvo el efecto deseado, sino que debió reversarse ante la negativa de las multilaterales a cooperar con prácticas que eran poco ortodoxas y que, además, habían terminado por forzar la renuncia del Presidente del Banco Central, violando la Ley de Independencia de dicha institución.

Todo lo anterior, espero, debe dejar la lección de que el esquema de “dolarización” o “fijaciones duras” resultan poco recomendables bajo las actuales circunstancias de América Latina. En política monetaria y crediticia, los países solo deben atarse las manos cuando han dado claras muestras de incompetencia con dicho instrumental, pero esa no es la regla general y, como hemos relatado, aun en dichos casos las autoridades deben estar alertas para detectar cuando un determinado esquema se ha agotado. Esto es aun mas valedero cuando dichos procesos no se acompañan de solidez fiscal o de practicas financieras adecuadas, porque la necesidad de flexibilizar el esquema para evitar daños mayores se hará indispensable mas temprano que tarde.

Dicho todo lo anterior, no puedo estar mas de acuerdo con los “adalides de la dolarización” sobre sus advertencias acerca de que este instrumento monetario, mal manejado, se puede tornar diabólico, tal como ocurrió en los países antes mencionados.

## B. La Motivación Interna en Colombia

En Colombia hablamos poco de dolarización y recientemente lo hemos hecho porque nos visitan algunos analistas del caso Argentino y Ecuatoriano que nos quieren vender esta “pócima” mágica que supuestamente cura todos los males económicos. Ya he argumentado porque creo que estos males son mas profundos y que el régimen cambiario no puede ocuparse, por ejemplo, de los problemas fiscales de tipo estructural.

Pero también hemos venido hablando de dolarización porque algunos Colombianos han interpretado, erróneamente, que la Reforma Monetaria, a través de la cual se suprimirían tres ceros a partir del 2002, es “el primer paso” hacia la dolarización. En los debates de Senado se han ilustrado los beneficios contables y de expectativas inflacionarias que tendría una reforma como esta y en los debates restantes en la Cámara se debe profundizar más sobre la relación beneficio/costo de esta reforma monetaria, la que es altamente favorable para el país bajo las actuales circunstancias.

Sin embargo, esta reforma monetaria poco y nada tiene que ver con el tema de la dolarización que, de manera desesperada, le propuso Menem a la Argentina y que ha sido acogido por otros países de menor tamaño, pues para sus casos particulares lo consideraron conveniente (Ecuador, Salvador y más recientemente Guatemala). Claramente esta no es nuestra situación y, como ya lo discutí, las políticas actuales están dando buenos resultados, luego sería torpe alterarlas para ponernos a la moda de las últimas discusiones económicas.

#### IV. Síntesis del Debate

Analíticamente es útil distinguir entre procesos de dolarización *forzada* (Ecuador y eventualmente el de la Argentina) y aquellos que tienen un carácter realmente *voluntario* (El Salvador).

En el caso de la dolarización *forzada*, las principales *ventajas* pueden resumirse así:

- Frena la hiperinflación, como ha sido el caso de Argentina o Ecuador.
- Restablece Credibilidad en el Riesgo-Moneda, pero vale la pena señalar que esto no necesariamente implica reducir el riesgo-país. Tal vez el caso más notorio ha sido el de Argentina, que llegó a enfrentar “spreads” sobre los títulos del Tesoro Norteamericano equivalentes a 1,300 puntos básicos (13% en dólares) en el primer trimestre de 2001. Aun con la aplicación del paquete económico antes comentado y con las reestructuraciones voluntarias de su deuda en el mercado externo durante mayo-junio de

2001, dicho “spread” se ha mantenido en el rango 700-900 puntos básicos. Ecuador mantiene spreads superiores al 1,000 puntos básicos, lo cual hace evidente que una cosa es el riesgo-país y otra muy distinta el riesgo-moneda. La dolarización, en el mejor de los casos, solo puede atacar este último problema.

Pero la dolarización *forzada* encierra numerosas *desventajas*:

- Se Renuncia a utilizar la Política Monetaria, la cual puede requerirse en momentos de fragilidad financiera y/o de debilidad de la demanda agregada. Ya hemos ilustrado el caso de la Argentina como uno donde se vio forzado a introducir la política monetaria “por la puerta de atrás”. Mas aun, cabe mencionar que ahora la Argentina, en el desespero de buscar fuentes de demanda agregada internas, está contemplando la posibilidad de impulsar el consumo a través de reducir el ahorro forzoso que representan las cotizaciones a la seguridad social, vía las AFPs. Se estima que por una año, dichas cotizaciones obligatorias se reducirían al 40% del monto vigente. Esto no solo implica cambios drásticos en las reglas del juego institucional, sino que premia el corto plazo frente a las políticas de corrección de los problemas estructurales, en este caso el pensional.
- Se Fija una Paridad cambiaria difícil de mantener frente al ciclo económico mundial. Este ha sido el debate entre los amigos del “Hard Peg” (dolarización) vs. “Soft Peg” (convertibilidades cambiantes, como la que ahora intenta la Argentina al incluir el Euro en su regla). Como ya hemos explicado, ambos esquemas encierran altos riesgos de sostenibilidad para la Balanza de Pagos y para la viabilidad de la deuda externa, dependiendo del grado de “dolarización informal” ya alcanzado.
- Se sacrifica el señoraje y en épocas recesivas ello agrava las finanzas públicas. Para que esto último no ocurra, bajo una dolarización forzada se debe entrar a sustituir estas fuentes de recursos, lo cual se ha hecho recurriendo al impuesto a las transacciones antes comentado.
- Los problemas estructurales permanecen. Tal vez este es el punto de mayor importancia, pues el régimen cambiario poco puede hacer para solucionar problemas de índole Laboral, problemas pensionales, o fiscales. Dicho de otra manera, si los problemas estructurales se corrigen en su fuente, casi que el régimen cambiario mas

adecuado se resolverá por añadidura, el cual, en mi concepto, debe tener las bondades de la flexibilidad y la transparencia.

Por contraste, existirán hacia el futuro ocasiones para pensar en una dolarización *voluntaria*. Las principales ventajas de un esquema voluntario de dolarización serían:

- Ayudaría a consolidar la integración comercial, como probablemente será el caso del Euro.
- Pero aun esta faceta es discutible, pues resulta curioso que ni el Canadá ni México hayan optado por el dólar de los Estados Unidos. Una razón es que estos países todavía quieren privilegiar su comercio interno, frente al externo, cuando la posición geográfica se los permite. Por ejemplo, en Canadá, provincias que son equidistantes de los EE.UU. han resultado comerciando 20 veces mas entre ellas, debido a que mantienen su propia moneda.
- Podría operar como un seguro contra la re-inflación y aseguraría convergencia de la “paridad de tasas de interés al descubierto : Es decir, en una situación en la cual se tiene una “paridad al descubierto”, la dolarización apuntaría a que “e” tienda a cero en la siguiente expresión:  $i = i^* + e$ , donde la tasa interna debería converger hacia la tasa externa. Como comentábamos, esta convergencia no es automática y requiere trabajar en otros frentes para reducir el riesgo-país.

Pero una dolarización *voluntaria* también tendría sus desventajas:

- Dejaría a la economía “sin amortiguadores” frente al ciclo mundial. Es decir, se renunciaría a la política monetaria y financiera, con los riesgos ya señalados, como en el caso Argentino.
- Se renunciaría a aprovechar la explotación de mercados externos, basados en mayor competitividad productiva y del tipo de cambio real. Este ha sido el caso de Argentina frente al Brasil, donde numerosas empresas han decidido instalarse (y en algunos casos trasladarse) hacia el país que resulta mas barato en términos relativos, claramente el Brasil.

## V. Conclusiones

Hemos argumentado que el desempeño macroeconómico depende de los fundamentales en los frentes fiscales, externos (aranceles) y laborales, los cuales se reflejan en la competitividad de la producción nacional frente a la externa. Cualquier régimen cambiario que resulte compatible con dichos fundamentales permitirá un crecimiento real dinámico y la viabilidad de las cuentas externas.

El problema con la “dolarización” o cualquier otra “fijación dura” es que:

1. No soluciona estos otros problemas estructurales.
2. Tiene el alto riesgo de anclarse en una paridad fija que puede llegar a ser incompatible con la evolución dinámica de los mercados, especialmente del mercado laboral.

Por todo lo anterior, concluyo que Colombia debe mantener su sistema de flotación limpia y que el Banco de la República debe hacer todo lo que este a su alcance para consolidar el proceso de des-inflación, que ya ha completado mas de dos años seguidos con inflaciones de un dígito. Bajo este escenario debe poderse consolidar nuestra economía exportadora, al tiempo que se complementan con los mercados de no-transables (especialmente vivienda), para así retomar la senda de un crecimiento dinámico superior al 4% real anual, lo cual permitiría reducir las tasas de desempleo a sus niveles históricos.

## Referencias

- Zarazaga, C. (2001) “Panel sobre Dolarización” (Ponencia en la Asamblea Anual de ASOBANCARIA, Junio).
- Edwards, S. (2001) “Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation” (NBER, Working Paper 8274, May).
- Schuldt, J. (2001) “¿Hacia la Dolarización Oficial de América Latina? Reflexiones Críticas” (Ponencia en la Asamblea Anual de ASOBANCARIA, Junio).
- Berg, A. y E. Borensztein (2000) “Plena Dolarización: Ventajas e Inconvenientes” (Fondo Monetario Internacional, Temas Económicos No. 24, Diciembre).