Los nuevos desafíos de la integración monetaria y la dolarización: ¿Es posible la independencia de la política macroeconómica en el Sur Global?

The New Challenges of Monetary Integration and Dollarization: Is Macroeconomic Policy Independence Possible in the Global South?

Mario Seccareccia *

Resumen

Este artículo aborda los temas relacionados de la política macroeconómica y la integración monetaria, contrastando la experiencia de la dolarización en América Latina con la forma de integración monetaria en la Eurozona. Aunque la dolarización es completamente indeseable en comparación con un sistema monetario soberano, esto no significa que la dolarización sea una camisa de fuerza monetaria completa en lo que respecta a la realización de la política macroeconómica debido a la pérdida de la moneda nacional. Lo que se necesita a menudo es la voluntad política para impulsar una política fiscal discrecional. Mientras que la dolarización subyuga a los gobiernos nacionales de tal manera que busca eliminar su capacidad para seguir una política macroeconómica independiente, un país en una unión monetaria estructurada por la Eurozona enfrenta restricciones potencialmente aún mayores en la política macroeconómica que los países dolarizados, como sugiere este artículo al comparar las experiencias particulares de Ecuador y Grecia durante la era posterior a la Crisis Financiera Global. Los intentos actuales a nivel internacional de expandir nuevas y más perniciosas formas de dolarización mediante la proliferación de criptomonedas, como promueven actualmente la Ley GENIUS de 2025 en Estados Unidos, pueden erosionar aún más la capacidad de los países dolarizados para seguir una política macroeconómica

* Profesor Emérito, Departamento de Economía, Universidad de Ottawa, Ottawa, Ontario, Canadá. Este artículo es una versión condensada de una serie de tres conferencias impartidas en el Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc) de la UNAM en Ciudad de México los días 3, 4 y 5 de febrero de 2026. Estoy muy agradecido al IIEc y, especialmente, a Alicia Girón, César Duarte, Monika Meireles, Wesley Marshall, Daniel Mirón y Jesús Sosa por su apoyo y ánimo tan especiales. Traducción del inglés al español por Jesús Sosa, revisión de Wesley Marshall.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

independiente. La promoción de monedas estables (*stablecoins*) y otras formas de monedas digitales emitidas privadamente restringe aún más a los gobiernos en su capacidad para financiar el gasto público debido a las consecuencias desestabilizadoras para su sector bancario nacional, derivadas de una mayor "desintermediación" bancaria. Inspirados por la experiencia en Ecuador bajo el gobierno de Correa, las monedas digitales de los bancos centrales (CBDCs) pueden utilizarse parcialmente para compensar algunos de estos efectos negativos en los países dolarizados.

Palabras clave: Integración monetaria, dolarización, independencia en la política macroeconómica

Abstract

This article addresses the related topics of macroeconomic policy and monetary integration by contrasting the experience of dollarization in Latin America to the form of monetary integration in the Eurozone. Although dollarization is completely undesirable when compared to a sovereign money system, this does not mean that dollarization is a complete monetary straightjacket in regards to the conduct of macroeconomic policy because of the loss of one's domestic currency. What is needed is often the political will to pursue discretionary fiscal policy. While dollarization subjugates national governments in such a way that it seeks to remove their capacity to pursue independent macroeconomic policy, a country in a Eurozone-structured monetary union faces potentially even greater constraints on macroeconomic policy than do dollarized countries, as this article suggests when comparing the particular experiences of Ecuador and Greece during the early post-Global Financial Crisis era. The current attempts internationally to expand new and most pernicious forms of dollarization through the proliferation of cryptocurrencies, as promoted nowadays by the 2025 GENIUS Act in the US, can further erode the ability of dollarized countries to pursue independent macroeconomic policy. The promotion of stablecoins and other forms of privately-issued digital currencies restrict governments even further in their capacity to finance public spending because of the destabilizing consequences on their domestic banking sector, resulting from greater banking "disintermediation". Inspired by the experience in Ecuador under the Correa government, central bank digital currencies (CBDCs) can partially be used to offset some of these negative effects on dollarized countries.

Keywords: Monetary integration, dollarization, macroeconomic policy independence

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

A finales del siglo XX y principios del XXI, hubo mucho debate sobre toda la cuestión de la integración monetaria. Esto se vio impulsado principalmente por las controversias en torno al Tratado de Maastricht de 1992 y la posterior creación de la Unión Económica y Monetaria Europea, que resultó en el histórico lanzamiento del euro en 1999. Junto con muchos otros economistas de esa época, debatí en diversos foros y publiqué escritos, incluyendo en *Ola Financiera* en 2009, sobre la viabilidad, los desafíos e implicaciones de estas estructuras monetarias internacionales para la conducción de la política macroeconómica de los gobiernos nacionales (véase, por ejemplo, la monografía de Seccareccia [2002); el libro editado por Rochon y Seccareccia [2003), y los artículos de Seccareccia [2003/2004], Bougrine y Seccareccia [2004]; Seccareccia [2006], Seccareccia y Lequain [2006] y, entre muchos otros, Blecker y Seccareccia [2009, 2014].

Tras lo que ya es una pausa de dos décadas, el debate vuelve a ser alimentado por los acontecimientos políticos internacionales, en este caso principalmente en Washington, Estados Unidos, y en Sudamérica. En particular, desde 2023, el gobierno de Milei en Argentina ha promovido una llamada dolarización "endógena" del país, que en 2025 fue muy favorecida por la actual administración estadounidense debido a la visión hemisférica de esta última de una esfera imperial de control de América Latina que incluyera una forma específica de dolarización. Este posible fortalecimiento del proceso de dolarización contrasta radicalmente con el impulso internacional de los BRICS por la desdolarización y también se opone completamente a lo que varios países del Mercosur, como Brasil, habían promovido en ocasiones con la adopción de una moneda común, el "sur", antes de que el gobierno pro-dolarización de Milei llegara al poder. En contraste, lo que ahora se está promoviendo en Argentina es una especie de política híbrida hayekiana de monedas competidoras por parte de la administración Milei, en la que, a nivel nacional, el peso argentino, el dólar estadounidense e incluso las monedas digitales internacionales

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

circularían inicialmente como moneda de curso legal en la economía nacional mediante una política darwinista/libertaria de la "supervivencia del más apto" hasta que, presumiblemente, el dólar estadounidense acabaría dominando. Claramente, esto torpedearía, por ejemplo, la perspectiva de introducir el "sur" como moneda común compartida para toda la región del Mercosur, haciéndolo políticamente insostenible como opción política cuando uno de sus miembros fundadores ahora intenta sabotearla impulsando con fuerza una mayor dolarización.

El objetivo de este artículo es plantear una vez más la cuestión de la integración monetaria, dadas las presiones hemisféricas que han llevado a un debate sobre la dolarización en el contexto latinoamericano. De hecho, esto ha tomado un giro importante en julio de 2025 con la adopción de la Ley GENIUS bajo la segunda administración Trump, con la promoción de monedas digitales denominadas en dólares estadounidenses que, de alguna manera, encajan bien con esta lógica de dolarización "endógena" promovida específicamente por el gobierno argentino hoy en día. Sin embargo, antes de entrar en el debate sobre la dolarización, independientemente de si es una forma de dolarización "terapia de choque" (como en Ecuador en 1999) o la aparentemente más lenta y suave política de dolarización "endógena" que ahora promueve Argentina, como preámbulo, comencemos primero con una discusión muy básica sobre qué se entiende realmente por "dinero", especialmente a la luz de que las criptomonedas denominadas en dólares están siendo oficialmente vendidas y promovidas por la actual administración estadounidense.

¿Qué es el dinero? Un análisis Polanyiano *y* Circuitista

En contraste con la concepción neoclásica/dominante del dinero, en su propia esencia, el "dinero" es una relación social o, más precisamente, una relación de endeudamiento (véase Parguez y Seccareccia, [2000]). El dinero no puede reducirse a ser una mera

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

mercancía, como el "oro" o la "plata" (es decir, ser un activo para el titular sin ser también una obligación de contraparte para el emisor del dinero). De hecho, mercancías como el oro o la plata se "monetizaron" históricamente solo porque el Estado las declaró moneda de curso legal: por ejemplo, cuando una moneda era producida por la Casa de la Moneda en tiempos antiguos, que solo se validaba legalmente y circulaba como dinero con el sello oficial, por ejemplo, con la inscripción de César. Por supuesto, sin la validación legal del Estado, el oro se concebiría simplemente como un activo físico/metálico para su titular sin ser simultáneamente una carga para otro agente económico.

En completa oposición a la teoría tradicional mengeriana/dominante (véase Menger, [1892]), deseo afirmar que *no existe* una relación monetaria a menos que también exista una responsabilidad de contraparte o una relación de deuda asociada independientemente del contenido de mercancía. En consecuencia, una economía de trueque no puede considerarse la primera "etapa" de metamorfosear metales preciosos en medios de intercambio más eficientes según la lógica mengeriana/de libro te texto de cómo la sociedad evolucionó por primera vez desde la visión de Adam Smith de la economía de "trocar y permutar" hacia una etapa más avanzada caracterizada como una economía de intercambio monetario. El Estado es fundamental porque es la autoridad la que elige la unidad de cuenta, así como los medios para extinguir la deuda, incluida la responsabilidad fiscal, pero también porque, por ejemplo, en la actualidad, acepta créditos privados derivados de contratos particulares garantizados, por ejemplo, por garantías financieras, utilizadas para respetar y cumplir obligaciones regulatorias [Tropeano, 2025, 241-2].

Por tanto, para los opositores a la teoría mengeriana dominante como Karl Polanyi, la idea de que el dinero evolucionó a partir del trueque era simplemente una fábula que no se basa en ningún registro antropológico primario (para una discusión, véase

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Seccareccia y Correa, [2017, 2018]). Históricamente, como se ha enfatizado anteriormente, una mercancía (por ejemplo, una moneda) solo adquiría una relación monetaria cuando era emitida por un tercero, normalmente la Casa de la Moneda en nombre del Estado como moneda de curso legal. Recordemos, por ejemplo, la famosa declaración de Keynes de hace más de un siglo sobre la rupia india. Para Keynes, un billete metálico ¡era simplemente un billete de papel impreso sobre plata!. En cierto sentido, la expresión "dinero mercancía" es algo engañosa y se basa en una historia ficticia sobre la llegada del dinero. Para que una mercancía se convierta en "dinero", *no es* por alguna mercancía mengeriana especial que emerge "espontáneamente" dentro de un proceso de mercado que evoluciona de alguna economía de intercambio primitiva de trueque. En cambio, es a través del Estado tal como históricamente defendieron los chartalistas. El "dinero" aparece, por ejemplo, hoy en día cuando aparece endógenamente una responsabilidad de terceros porque:

> (1) un banco central actúa en nombre del Estado emitiendo la responsabilidad del Estado como medio circulante para satisfacer la demanda pública de liquidez o efectivo o, debido a la aparición endógena de otro componente de la moneda base, mediante compras de valores gubernamentales por parte de bancos centrales para financiar el gasto deficitario estatal, cuyo subproducto es la acumulación de reservas bancarias comerciales que normalmente se absorben rápidamente en el mercado interbancario para que los fondos sostengan la tasa de referencia objetivo del banco central de un día a otro;
>
> y/o (2) independientemente de la cantidad de dinero base, es principalmente porque los bancos comerciales privados son confiados en virtud de la carta legal otorgada a las instituciones bancarias por el Estado, mediante la cual los bancos emiten endógenamente dinero bancario como subproducto de una operación de préstamos anticipados (o dinero de crédito) que

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

> genera, como contraparte, la creación y circulación de pasivo bancario privado — si este pasivo podría ser en forma de banco comercial privado billetes en circulación (como, históricamente, en el siglo XIX) o como dinero de depósito en tiempos más modernos.

En parte, por eso Karl Polanyi categorizó el dinero como una "mercancía ficticia" a la que el mecanismo de mercado no puede aplicarse de forma alguna. De hecho, Polanyi argumentaría que ¡el dinero no debería considerarse una mercancía en absoluto!. ¡Es una reclamación o una relación de deuda pura! Permítanme citar *de La Gran Transformación* [1944]:

> … el Estado, cuya Casa de la Moneda parecía certificar únicamente el peso de las monedas, era en realidad el garante del valor del dinero simbólico, que aceptaba como pago de impuestos y de otro tipo. Este dinero no era un medio de intercambio; era un medio de pago; no era una mercancía, era poder adquisitivo; lejos de tener utilidad en sí mismo, era simplemente un contraargumento que encarnaba una reclamación cuantificada sobre cosas que podrían comprarse. [Polanyi, 1944, p. 196]

En consecuencia, para Polanyi, el dinero *no era* una mercancía concreta que surgiera en el proceso de mercado para servir como mero "medio de intercambio". El dinero surge de forma endógena para servir como un "medio de pago" utilizado para extinguir deudas y saldar obligaciones en relaciones institucionalmente diversas entre acreedores y deudores, lo cual sería aplicable incluso a instituciones precapitalistas que se remontan desde la época mesopotámica, el antiguo Egipto o la antigüedad grecorromana clásica. Sin embargo, desde la Edad Media y hasta hace poco, como veremos, la corriente principal siempre ha buscado construir un sistema monetario en el que el dinero se trate como un activo mengeriano, basado históricamente en metales preciosos, y no simultáneamente como una obligación, incluyendo activos virtuales como las criptomonedas hoy en día *ocultas como* "mercancías". La teoría heterodoxa, en cambio, siempre puso esta visión del dinero

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

sobre su cabeza, basada en la noción de una relación monetaria crédito/deuda, donde el dinero aparece como una reclamación legal sobre la producción y riqueza presentes y futuras, ya sea que este dinero sea emitido endógenamente por el Estado o por los bancos. Para Polanyi, por ejemplo, existía toda una variedad de estos tipos de dinero utilizados, por ejemplo, como dinero de propósito especial para saldar obligaciones específicas, o dinero de propósito general que se aceptaría comúnmente como curso legal, incluyendo el pago de impuestos en una sociedad con derechos de propiedad altamente codificados. El dinero siempre ha tenido la naturaleza de un pagaré dentro de una relación acreedor/deudor.

Como se discute en Seccareccia y Correa [2018], Polanyi suscribía una teoría unificada del dinero que, en un contexto moderno, conduce directamente a una perspectiva endógena del dinero post-keynesiana, que quizás se ejemplifica mejor en el marco circuitista que describe la creación y destrucción endógena del dinero-crédito bancario privado, pero que puede extenderse fácilmente a la creación y destrucción de una obligación de los bancos centrales. Aunque ya se ha escrito mucho al respecto (véase Parguez y Seccareccia [2000], y Bougrine y Seccareccia [2002]), hablemos brevemente del proceso endógeno típico que surge del adelanto bancario de un préstamo comercial. A partir de esta creación inicial de dinero crediticio, comienza un proceso concatenado de producción, acompañado de un flujo monetario relacionado de reclamaciones de ingresos sobre esa producción que, en la fase de reflujo, la serie asociada de gastos conduce a la extinción eventual del préstamo. Este proceso circular de dinero endógeno, como veremos, es de vital importancia porque se aplica a cualquier economía monetaria en la que el Estado haya elegido directamente definir su unidad de cuenta soberana o bien el Estado haya abdicado conscientemente por renunciar formalmente a esa unidad monetaria soberana y adoptando otra, como, por ejemplo, en un país oficialmente dolarizado.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Esta visión endógena/circulacionista del dinero se popularizó por primera vez durante el siglo XIX con el llamado enfoque de la Escuela Bancaria sobre el dinero, que más tarde fue desarrollado por Knut Wicksell a principios del siglo XX. Para estos escritores, el dinero surge y sigue un proceso circular/secuencial de creación y destrucción del dinero de crédito, es decir, a través de adelantos de préstamos (el "flujo") y reembolsos de deudas (el "reflujo") del crédito bancario. Esta teoría del circuito monetario puede considerarse hoy en día como parte de la teoría postkeynesiana del dinero. Independientemente de la unidad de cuenta específica adoptada por el Estado (es decir, si es una economía con su propia moneda soberana o no), lo que importa es la capacidad de otorgamiento de préstamos de un banco comercial para financiar actividades productivas durante las cuales se crea un dinero "interno" y, una vez reembolsado, se destruye. Por lo tanto, una vez que un banco comercial concede un préstamo, se inicia automáticamente un proceso de generación de ingresos, que los ingresos familiares deciden entonces consumir o ahorrar. Mientras ese dinero regrese a las empresas, ya sea directamente, en forma de gasto en consumo de los hogares o, indirectamente, a través de los ahorros canalizados a través de los mercados financieros mediante la compra de valores corporativos por parte del hogar, esto garantiza que el dinero regrese a las empresas y luego a los bancos, permitiendo así el pago de la deuda. Solo cuando hay una fuga significativa por preferencia por liquidez puede crear problemas al cortocircuitar el proceso de extinción de la deuda. De alguna manera, como comentaré más adelante considerando la experiencia de un país oficialmente dolarizado como Ecuador, lo mismo se aplicaría a los gastos del Estado, ya sea mediante préstamos a un banco central o por el gobierno financiando, por ejemplo, un proyecto de inversión pública a través de bancos comerciales. Lo crucial es cerrar el circuito monetario evitando la retención de liquidez. Sin embargo, todo este asunto de la dolarización se explorará ahora con más detalle en la siguiente sección.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

¿Entender la actual campaña de dolarización y existen opciones menos austeras para la integración monetaria?

(i) Unión Monetaria, Grexit frente a Euroización/Dolarización

Antes de hablar sobre la cuestión de la dolarización y otras formas de integración monetaria, incluidos los acuerdos de tipo Unión Económica y Monetaria (UEM), siguiendo entre otros casos a Rossi [2025], primero aclaremos un poco el vocabulario distinguiendo entre una moneda "única" y un acuerdo de moneda "común".

El concepto arquetípico de un estado unitario, surgido de la aparición histórica de los Estados-nación en la Baja Edad Media en Europa, era aquel en el que existía una fusión entre el dinero y el Estado, es decir, donde una autoridad centralizadora habría legislado una moneda soberana respaldada por el Estado distinta para circular dentro de su territorio nacional. Sin embargo, la noción de un acuerdo monetario *único* se aplica igualmente a una unión monetaria políticamente más descentralizada, que hoy en día se ejemplifica mejor en estados federales a nivel internacional, como Estados Unidos, México y Canadá, que pueden llevar a cabo la política macroeconómica en sus jurisdicciones federales. De hecho, estos países tienen un gobierno central con una única moneda soberana oficial emitida por su brazo monetario, el banco central. En el caso de Canadá, el Banco de Canadá gestiona las finanzas públicas federales y gestiona regularmente las compras/ventas de valores del Tesoro federal tanto en el mercado de bonos primario como en el secundario. Las provincias canadienses también mantienen un alto grado de autonomía fiscal pero, a diferencia del gobierno federal, están muy expuestas a la "disciplina" de los mercados financieros para la financiación de su gasto público neto provincial.

Otra jurisdicción históricamente única y mucho más reciente es la Eurozona. En 1999, los países de la Eurozona renunciaron

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

colectivamente a sus monedas nacionales para adoptar una única moneda apátrida, el euro, que solo puede ser emitida por un banco central independiente y supranacional, el Banco Central Europeo (BCE), y la red de bancos centrales nacionales se convirtió en meras filiales del BCE. Aunque tiene una moneda única circulando dentro de su área de jurisdicción, la UEM no cuenta como contraparte de un gobierno federal y, por tanto, no tiene autoridad fiscal central para llevar a cabo la política macroeconómica. Como ya se ha insinuado, por ejemplo, en Seccareccia [2002], la UEM es mucho más disfuncional como arreglo monetario que esos auténticos estados federales soberanos de moneda única que llevan a cabo una política macroeconómica completa a través de sus brazos monetarios y fiscales. En esencia, mientras el BCE puede seguir una política monetaria discrecional para toda la zona euro, la UEM sigue siendo una unión monetaria fiscalmente decapitada porque todos los Estados miembros nacionales de la Eurozona están limitados por normas y regulaciones fiscales sobre el gasto en déficit y deuda del gobierno nacional que no se aplicarían a los países federales independientes con su propia moneda soberana. De hecho, los gobiernos nacionales en la zona euro están aún más limitados que las provincias en una federación, por ejemplo, en Canadá, en lo que respecta al uso de una política fiscal discrecional para perseguir una política de estabilización macroeconómica debido a la imposición de reglas fiscales muy estrictas y restrictivas (véase Parguez, Seccareccia y Gnos, [2003]; y Seccareccia, [2017]).

Una moneda *común*, en cambio, sería aquella en la que un grupo de países conserva sus monedas nacionales mientras acuerda liquidar sus transacciones entre ellos mediante una unidad de cuenta adoptada para ese propósito. Un buen ejemplo en Europa, justo antes del euro, fue la creación de la Unidad Monetaria Europea (ECU, por sus siglas en inglés), mientras que los países miembros mantenían sus monedas nacionales cuyos tipos de cambio se establecían conforme al Mecanismo Europeo de Tipos de Cambio (ERM, siglas de *European Exchange Rate Mechanism*), que

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

limitaba las fluctuaciones entre ellos dentro de una banda establecida. La ECU sirvió como unidad de cuenta global del Sistema Monetario Europeo (EMS, por sus siglas en inglés) desde 1979 hasta 1999, y permitió a los países miembros del EMS resolverse entre sí creando lo que Polanyi habría identificado como un dinero de propósito único, es decir, la ECU. Otro ejemplo de una moneda común es la propuesta "sur" para el Mercosur; y, de hecho, otro ejemplo histórico más es la famosa propuesta de Keynes para una Unión Internacional de Compensación (ICU, por sus siglas en inglés) con la creación de una unidad de cuenta de propósito único llamada "bancor".

¿Por qué es tan importante esta distinción entre un régimen común y uno de moneda única? Aunque los ejemplos dados del EMS o de la propuesta de ICU de Keynes se basan en una relación más igualitaria o "simétrica" entre los países miembros al compartir una moneda común de propósito especial para liquidar deudas entre ellos, es posible concebir la dolarización como una forma asimétrica de dicho acuerdo monetario al "utilizar" un pasivo emitido por un banco central de un estado extranjero, por ejemplo, el dólar estadounidense, mientras que al mismo tiempo abandonan por completo (o suprimen) lo que las autoridades públicas habrían considerado su moneda doméstica "basura", por usar una expresión mundelliana. Todo depende de cómo se enmarque y organice una estructura dolarizada, ya sea oficial o no oficial (para una discusión reciente sobre formas oficiales/no oficiales de dolarización, véase, por ejemplo, Ponsot y Rizkallah [2024].

Por ejemplo, en el momento de la crisis del Grexit en 2015 en la Eurozona, el autor argumentó que, para evitar un desastre y sucumbir a las profundas presiones de austeridad de Alemania y el BCE (véase Seccareccia, [2015]), el ministro de finanzas griego, Yanis Varoufakis, del gobierno de Syriza, quizás debería haber incluido en su "Plan B" (en caso de fracaso en las negociaciones con sus acreedores de la Eurozona) la opción de salida directa de la

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Eurozona mientras *simultáneamente* se adoptaba el euro de manera unilateral, es decir, mediante la "euroización" oficial inmediatamente después del Grexit en este caso. Aunque esta maniobra de salir de la UEM y luego euroizar no habría sido fácil en su momento debido a la agitación política y el cinismo general en Grecia, se consideraba que este tipo de "euroización Grexit" en realidad habría conducido a un mejor resultado macroeconómico para el país que permanecer oficialmente dentro de la estructura altamente restrictiva de la Eurozona.

Esto se debe a que el gobierno griego no podía políticamente simplemente volver a la dracma pre-euro como moneda predeterminada, que habría sido percibida por el público como una moneda nacional inviable o "fallida" y, por tanto, como una humillación política absoluta. Bajo la euroización, en cambio, aunque seguía renunciando a la autonomía de la política monetaria (que bajo la UEM ya había sido transferida al BCE), el gobierno griego probablemente habría evitado las severas reformas estructurales y la venta de los activos públicos del país. Lo más crucial es que ya no habría quedado atrapado en la camisa de fuerza de la UEM perdiendo el control de otra palanca más importante, principalmente la política fiscal discrecional, al liberarse de lo que era una situación insostenible debido a las restricciones fiscales impuestas al gobierno griego del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (SGP, por sus siglas en inglés) (véase, por ejemplo, Vigny, [2022]). Si no hubiera habido tanto caos político en ese momento, alimentado especialmente por el entonces vengativo ministro de Finanzas alemán, Wolfgang Schäuble, a través del Grexit *más* la euroización, probablemente Grecia no habría sufrido la humillación económica que siguió. Dado que no habría temido a pérdidas financieras, especialmente por parte de los acreedores alemanes, en este caso los mercados financieros quizás habrían sido más permisivos respecto a la autonomía de la política fiscal en la lucha de Syriza contra la austeridad que lo que realmente sufrió Grecia. Al menos, esta es mi creencia, cuando se compara el camino caótico de Grecia (durante

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

todo ese periodo posterior a la crisis financiera) con la experiencia fiscal de un país dolarizado como Ecuador (que se discutirá más adelante) en aproximadamente el mismo periodo de la crisis de la deuda soberana griega.

(ii) La dolarización no puede ser una solución a largo plazo

Así, como se afirmó hace mucho tiempo, por ejemplo, en Blecker y Seccareccia [2009] en *Ola Financiera*, permítanme afirmar muy claramente que ciertamente no soy partidario de la dolarización. Mi fuerte preferencia es que los países conserven sus monedas soberanas y busquen políticas estructuralistas que minimicen la acumulación tanto de deuda privada como soberana contraída en divisas extranjeras mediante políticas de sustitución de importaciones y otras formas de control de importaciones, incluyendo un mayor control de los movimientos de capital. De hecho, en términos de su simbolismo político, la dolarización es una forma de subordinación y humillación nacional que a menudo surge porque los gobiernos atienden a presiones políticas y a los caprichos de las élites locales que quieren mantener sus hábitos de gasto de lujo importando bienes de consumo extranjeros y que encuentran las fluctuaciones en el tipo de cambio de su país una molestia intolerable, incluso si se hace con una grave pérdida política para el país al abandonar su soberanía monetaria. Sin embargo, la presión de la dolarización también surge porque las empresas (tanto privadas como públicas) pueden acceder más fácilmente a las importaciones de bienes de capital financiando estos flujos de capital en denominación de moneda extranjera, en cuyo caso asumen el riesgo de tipo de cambio los importadores nacionales. Debido a su incapacidad para pedir prestado en su moneda nacional, acaban sucumbiendo al llamado "pecado original", es decir, una sobreacumulación de deuda denominada en moneda extranjera que frecuentemente estos países no pueden atender fácilmente debido a un tipo de cambio volátil. Pero la dolarización ciertamente no es una solución adecuada, especialmente para abordar los problemas de la

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

deuda soberana, salvo como medida temporal, como se ha mencionado anteriormente en relación con el Grexit en ese momento (para un debate más profundo sobre todo este problema de la gestión de la deuda soberana (véase Bougrine y Seccareccia, [2009]).

Como señalaron Rochon y Seccareccia [2003], existen muchas desventajas muy serias en la dolarización. Vamos a destacar brevemente algunos de los más evidentes. En primer lugar, y de forma algo tautológica, un país dolarizado renuncia al control de la política monetaria interna, lo que implica una pérdida total del control de la política de tipos de interés. Por tanto, en el caso de un país dolarizado, este último se enfrentaría a tipos de interés "Hecho en Estados Unidos" guiados por las preocupaciones macro-económicas de los responsables políticos estadounidenses en la Fed y, desde luego, no por las del país dolarizado. Sin embargo, la pérdida de la política monetaria soberana rara vez se considera una preocupación seria ya que, por definición, el avance hacia la dolarización implica la eliminación obvia de las primas de riesgo cambiaria. Esto normalmente se acompañaría de tipos de interés más bajos a nivel nacional, incluso teniendo en cuenta los riesgos de un aumento de los movimientos de capital en dólares estadounidenses y la pérdida de la función de prestamista de última instancia del banco central que enfrentan las instituciones bancarias nacionales.

En segundo lugar, en los países dolarizados, la política fiscal estaría más severamente restringida que en una situación de moneda soberana. La primera razón es que el banco central del régimen dolarizado dejaría de comprar directamente bonos del Estado en el mercado primario para financiar el gasto neto en déficit del Estado, tal como ocurre en la Eurozona. La segunda razón es que estos déficits públicos normalmente deben depender del financiamiento del sector bancario privado, lo que normalmente implica una tasa de interés más alta respecto a la tasa de referencia estadounidense. Esto

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

sería así aunque el país hubiera eliminado la prima de riesgo del tipo de cambio. El temor ahora surgiría porque el banco central de un régimen dolarizado ya no puede asumir el papel de prestamista de última instancia, como se mencionó anteriormente.

En tercer lugar, la dolarización también suele asociarse con un proceso de mayor liberalización financiera, que es un arma de doble filo. Por un lado, abriría la economía a bancos extranjeros y otras instituciones financieras extranjeras debido a la eliminación del riesgo cambiario, lo que podría llevar a la profundización de los mercados financieros internos. Por otro lado, sin embargo, una mayor liberalización financiera también podría significar que un país dolarizado sería vulnerable a una mayor inestabilidad, potencialmente debido a la mayor proliferación de crisis bancarias y financieras con una retirada repentina del país. Como se comentará más adelante, hoy en día un país dolarizado también podría enfrentarse al riesgo derivado de una mayor penetración de criptomonedas especulativas, como promueve la actual administración estadounidense.

Aunque estas restricciones derivadas de este tipo de vasallización monetaria mediante la dolarización son reales y pueden limitar severamente a un gobierno nacional en la conducción tanto de políticas fiscales como monetarias, estos problemas son prácticamente los mismos para países de unión monetaria, como la Eurozona, salvo por la función de prestamista de última instancia para estabilizar el sector bancario en tiempos de crisis. Obviamente, en el caso de una política monetaria de "un tipo de interés para todos", los países de la Eurozona también han *perdido de facto* el control de la política monetaria interna y deben depender de las decisiones de una autoridad monetaria supranacional que puede o no llevar a cabo una política monetaria adecuada para un país miembro individual, ya que tradicionalmente ha sido motivo de preocupación para los países del sur de Europa frente al norte. En comparación, se puede decir que, al menos normalmente, para un

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

país dolarizado, habría un beneficio sustancial porque el país pasaría de un régimen de alta volatilidad cambiaria a uno de riesgo cambiario cero, a menos que los prestamistas nacionales también opten por endeudarse en denominaciones fuera de la unidad monetaria adoptada en dólares, por ejemplo, en euros o renminbis, como quizás ocurra con un país como Argentina. Por tanto, en el ámbito de la política monetaria pura, puede haber beneficios sustanciales, ya que el tipo de interés fijado por la Fed suele ser significativamente más bajo que los tipos de interés de los bancos centrales que se fijarían, por ejemplo, en los regímenes de alta inflación de América Latina.

En cambio, en el ámbito fiscal, creo que las limitaciones probablemente serían peores para los países de la UEM que deben enfrentarse a una completa cacofonía de normas fiscales que se remontan al Tratado de Maastricht y al SGP, y que no tienen consideración directa para los países dolarizados. Es cierto que los países dolarizados no solo están limitados directamente por instituciones financieras internacionales al endeudarse, sino que también adoptan políticas de restricción presupuestaria para promover la "responsabilidad fiscal" tras la dolarización simplemente para tranquilizar a los mercados financieros. Por tanto, a su discreción, cada país dolarizado podría revisar su dirección de política fiscal interna según elija, ya sea mediante una simple decisión gubernamental o una ley del parlamento para implementar una norma fiscal; sin embargo, no adoptan necesariamente tales regulaciones de gasto de forma casi permanente. Esto es muy diferente a la situación, por ejemplo, de las reglas del 3% y 60% sobre el gasto público y los ratios de deuda pública como en la UEM, que impondrían estas reglas a muy largo plazo, salvo que haya un cambio constitucional entre los 20 miembros actuales de la Eurozona. De hecho, los países de la UEM pueden incluso ser penalizados directamente, cuando infringen estas normas fiscales, con multas de hasta el 0.5% del Producto Interno Bruto (PIB) y enfrentarse a la posible suspensión de recibir transferencias

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

internacionales europeas por incumplimiento. En el caso de los países dolarizados, la restricción al gasto deficitario proviene principalmente de los mercados financieros, que pueden negociarse.

La única diferencia excepcional en la conducta de la política monetaria entre un régimen dolarizado y la UEM es que, desde principios de 2015 hasta 2022, para estos últimos países de la Eurozona la flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés) hizo su aparición oficial en el BCE. Se ha sostenido que la adopción de la QE y otras disposiciones de liquidez de los bancos centrales que la precedieron fue una de las razones de la supervivencia de la Eurozona durante y después de la crisis del euro (véase Seccareccia y Correa, [2017]), es decir, después de 2011, cuando Mario Draghi sucedió a Jean-Claude Trichet como presidente del BCE. Esto se debe a que Draghi abrió en cierta medida por la puerta trasera la financiación de los déficits por parte del banco central proporcionando liquidez mediante compras del BCE en el mercado de bonos secundarios, incluso si el BCE estrictamente no compra valores estatales en el mercado primario, lo que contravendría el espíritu original del Tratado de Maastricht (véase Seccareccia, [2017]). Por ejemplo, supongamos que, a través de un intermediario principal, un banco comercial nacional en un país de la Eurozona compra una garantía gubernamental nacional en el mercado "primario". ¿Y si, en lugar de estar en manos del banco comercial, luego es adquirido rápidamente, si no casi simultáneamente, por el BCE mediante sus compras continuas de activos de QE en el mercado de valores "secundario", especialmente porque en la mayoría de los países de la Eurozona los bancos nacionales tienden a poseer una gran parte de sus activos en dichos valores nacionales [Dullien, 2022]. ¿No sería esto solo un "juego de manos" de un mago del BCE para apoyar indirectamente financiamiento del déficit del gobierno? Por tanto, se puede argumentar que la QE ha sido una vía institucional para proporcionar un respaldo financiero vital frente a lo que, de otro modo, habría llevado a la continuación de las inestabilidades financieras derivadas del temor a que las crisis

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

de deuda soberana afecten a los países, especialmente en el flanco sur de la zona euro, desde 2010. En contraste, echemos ahora un vistazo a algunos hallazgos limitados que describen la experiencia de los países dolarizados.

(iii) La experiencia extraordinaria de Ecuador y la importancia de la voluntad política

Para los regímenes dolarizados, la evidencia real parece difícil de generalizar, pero la dolarización puede ofrecer en realidad más flexibilidad en la realización de la política macroeconómica o, más precisamente, de política fiscal discrecional que la que tendría un país que quisiera seguir una política fiscal expansiva en una unión monetaria al estilo de la UEM. Hablemos brevemente de la interesante evidencia aportada por Tutiven-Desintonio [2025], quien compara transversalmente el desempeño macroeconómico de tres naciones dolarizadas: Ecuador, El Salvador y Panamá, frente a Bolivia, Colombia y Perú, que no eran países oficialmente dolarizados. El análisis de Tutiven-Desintonio también pone especial énfasis en la era pre y posterior a la dolarización en el caso de Ecuador, lo que aporta valiosas pruebas históricas cuando un gobierno progresista/de izquierdas (concretamente Rafael Correa) llegó al poder y comenzó a impulsar políticas fiscales más activas.

Es cierto que, en comparación con los otros dos países latinoamericanos dolarizados que se están considerando, Ecuador tiene ingresos significativos por exportación de petróleo que, simplemente vinculando su gasto al crecimiento de sus ingresos petroleros, bien podrían haber permitido financiar procíclicamente, al menos parcialmente, cualquier política de mayor gasto público durante la era previa a la crisis financiera global (CFG) favorecida por un auge internacional de precios del petróleo y de las materias primas. En contraste, sin embargo, durante gran parte de la administración progresista de Rafael Correa que estuvo en el poder en la década de 2007 a 2017, esto en realidad no fue del todo así.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

De hecho, los precios internacionales del petróleo fluctuaron enormemente y estaban mayormente en declive, y aun así el gobierno de Correa pudo realizar inversiones públicas significativas. Por ejemplo, los precios internacionales del petróleo pasaron de menos de 30 dólares estadounidenses por barril en 2000 a un máximo histórico de casi 147 dólares en 2008, antes de caer a aproximadamente 30-50 dólares a finales de 2016-2017, siendo la mayor caída durante la CFG y la posterior Gran Recesión al inicio del mandato de Correa. Por tanto, salvo al principio del régimen, cuando los precios del petróleo habían alcanzado históricamente su punto álgido, se puede afirmar que el mercado internacional de petróleo y materias primas en realidad no era especialmente favorable para el financiamiento interno de un mayor gasto público.

En términos de rendimiento macroeconómico estudiado durante todo el periodo de 2000 a 2020, sería difícil concluir categóricamente que el resultado macroeconómico bajo la dolarización oficial fue sistemáticamente peor que en los países no dolarizados, cuando el rendimiento macroeconómico se midió tanto en términos de inflación como de crecimiento global de la producción, aunque hay evidencia limitada, especialmente de un crecimiento más lento [Tutiven-Desintonio 2025, p. 62]. De hecho, este último resultado no es del todo sorprendente a la luz de que los países no dolarizados pueden confiar parcialmente en la palanca del tipo de cambio para algunos efectos absorbentes de impactos, como durante la crisis financiera, lo cual sería coherente con un estudio previo de Bougrine y Seccareccia [2004] al considerar en términos generales el rendimiento macroeconómico de los regímenes de tipo de cambio flotante y fijo a nivel internacional. Sin embargo, Tutiven-Desintonio [2025] también se centra mucho en la experiencia específica de Ecuador. Su estudio revela que la experiencia de una política fiscal discrecional contradice en gran medida la sabiduría convencional de que un país dolarizado no puede llevar a cabo una política de gasto más independiente, tal como ocurre en la Eurozona, donde los gobiernos de estos últimos países también han

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

renunciado a sus monedas nacionales y *, de facto,* al mecanismo de ajuste del tipo de cambio.

El contraste entre la experiencia de los países del sur de la Eurozona tras la CFG y la experiencia de la política fiscal del Ecuador bajo la administración de Correa es revelador. Permítanme citar directamente a Tutiven-Desintonio [2025], que ofrece un repaso de la experiencia del gasto público discrecional y, más concretamente, de la inversión pública durante el periodo posterior a la CFG hasta el final de la era Correa:

> Entre 1990 y 2007, el gasto público en Ecuador promedió 6,718 millones de dólares. Esta tendencia cambió significativamente después de 2007, con el gasto público medio disparado hasta los 13,280 millones de dólares entre 2008 y 2020. Con la llegada de Correa al poder en 2007, se adoptaron políticas de aumento del gasto público, aunque el aumento de la deuda pública no se observó hasta 2009 (...) [es decir, presumiblemente no hasta el colapso de los precios mundiales del petróleo, *Nota del autor*]. Además, como se ilustra (...), el notable aumento del gasto público desde 2007 en adelante se debió principalmente a un aumento de las inversiones de capital destinadas a mejorar sustancialmente la infraestructura del país, convirtiéndose en un componente importante del gasto total durante la administración de Correa. El gasto de capital aumentó del 5.2% en 2007 al 9.6% en 2008 y al 12.2% en 2013. [Tutiven-Desintonio, 2025 pp. 67-69]

Mientras que, en la Eurozona, la única forma en que los gobiernos nacionales pudieron llevar a cabo de forma más seria una política de gasto público más activista y contracíclica fue cuando colectivamente eligieron suspender temporalmente sus normas fiscales, como durante la crisis financiera global y durante la pandemia de Covid-19 (véase Dullien [2022]). De hecho, como señala Seccareccia [2017], a partir de muchos de los informes oficiales que se difundieron tras la crisis del Grexit, las autoridades de la UEM reconocían la dificultad de afrontar seriamente los choques macroeconómicos y diagnosticaban la necesidad de estabilizadores "automáticos" algo mayores. Sin embargo, hasta

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

hoy siguen siendo esencialmente hostiles hacia el gasto público discrecional keynesiano con el fin de estabilizar la macroeconomía. Por lo tanto, a pesar de cierto reconocimiento político creciente a lo largo del tiempo en apoyo a políticas de estabilización macroeconómica más "automáticas", con la supervisión de los saldos presupuestarios "ajustados cíclicamente" en lugar de los reales, aún se puede afirmar que la Eurozona sigue siendo bastante disfuncional al considerar el papel positivo que podría desempeñar el gasto público discrecional keynesiano, debido a las restrictivas normas fiscales vigentes vinculadas a la flagrante falta de una autoridad fiscal central. Como se señaló antes, este es por qué en 2015, dadas las limitaciones políticas que enfrentaba Grecia en ese momento, defendía personalmente la idea de que, en esas circunstancias restrictivas, Grecia habría salido mucho mejor "euroizada" al salir de la Eurozona y adoptar oficialmente el euro. Aunque, admito, basándome en un razonamiento contrafactual simple, creo que Grecia probablemente habría enfrentado una forma menos severa de restricción fiscal, similar a la que ocurrió en Ecuador durante ese periodo tras la crisis financiera global.

A la luz de esta experiencia, ¿qué hizo Ecuador al enfrentarse a las limitaciones del mercado financiero sobre la capacidad del gobierno para llevar a cabo una política fiscal discrecional bajo la dolarización? Como se entendió antes al revisar el marco post-keynesiano del dinero/circuito endógeno, para el sector privado y, en menor medida, el sector público, no importaría tanto la unidad monetaria específica adoptada, sino cómo circula este dinero recién creado para asegurar el cierre del circuito monetario. De acuerdo con la perspectiva del dinero endógeno de un sistema monetario dolarizado, el sector bancario privado funcionará de manera similar a como lo haría bajo el dinero soberano. Las principales limitaciones a las que se enfrenta bajo la dolarización son las posibles fugas de liquidez de la circulación, que no son muy diferentes de lo que puede resultar cuando hay un "cortocircuito" (o un bloqueo de liquidez) de la circulación monetaria en general. En

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

contraste con el caso de la moneda soberana, ante una crisis de liquidez, existe la desventaja evidente de no contar con la función de prestamista de última instancia que podría salvar a los bancos en dificultades proporcionándoles alivio temporal de liquidez sin la venta forzada de activos. Sin un banco central de última instancia que requiera el préstamo, una crisis de liquidez puede conducir más fácilmente a una posible crisis bancaria y del sector financiero, siendo así uno de los desafíos más cruciales que deberían temer bajo la dolarización.

Independientemente de si el país se dolarizaría o no, salvo posibles problemas de liquidez que son significativos y podrían ser quizá más difíciles de resolver, la diferencia respecto a un régimen de dinero soberano sería algo menos importante de lo que, por ejemplo, los defensores de la perspectiva de la moneda soberana a veces hacen parecer. Reconociendo los peligros de que el sector público se endeude del sector financiero en una economía dolarizada que limita las finanzas, incluso bajo esta limitación extrema de la dolarización, es posible llevar a cabo una política de gasto discrecional. Como revela la experiencia de Ecuador bajo Rafael Correa, lo que más importa es la voluntad política (o la falta de ella) para llevar a cabo una política de estabilización al estilo keynesiano.

A la luz de esta importante preocupación, por ejemplo, Arauz *et al.* [2021] describen una serie de maniobras de la administración Correa en Ecuador para aliviar las limitaciones de liquidez que enfrenta bajo la dolarización. Aunque no siempre tuvieron éxito, hacen referencia a algunas iniciativas importantes tomadas en esa época para reducir la demanda de divisas, cuyo propósito era evitar las limitaciones de liquidez en la circulación. A partir de 2008, el Banco Central del Ecuador (BCE) llevó a cabo al menos tres iniciativas importantes para restringir el uso público de billetes de dólar. Algunos de estos intentos iniciales no tuvieron éxito alguno, como la emisión por parte del gobierno ecuatoriano de valores electrónicos de baja denominación/bonos del tesoro que se suponía

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

debían usarse como moneda para realizar pagos. Un segundo prototipo de pagos electrónicos (el FactoRepo) también fracasó. Esto se debe a que, en un país en desarrollo caracterizado por un sistema financiero algo superficial, especialmente en el sector agrícola con alta dependencia de las transacciones en efectivo y acceso limitado a la banca formal, las empresas no realizaban facturaciones detalladas, lo que hacía casi imposible gestionar los pagos electrónicamente. En tercer lugar, Arauz *et al.* [2021] nos cuentan que hubo una iniciativa de dinero móvil de banco central algo más exitosa llamada "Sistemas de Pago Móvil" ecuatorianos. Se probó inicialmente en 2011-12 con la cooperación de una red de bancos con transferencia directa de depósitos. Los dos sistemas probados fueron el "Sistema de Pago Móvil" y el "Mony", que eran sistemas móviles para mover depósitos bancarios comerciales, muy parecidos a otros sistemas móviles de transferencia entre instituciones financieras, incluyendo el soporte mediante banca telefónica. Sin embargo, el propósito de estos sistemas era construir una infraestructura de pagos electrónicos cuyo objetivo era directamente reducir la demanda de efectivo en un sistema bancario aún más rudimentario, pero sin implicar la creación real de dinero móvil emitido por el banco central.

Además, por ejemplo, para satisfacer la demanda de efectivo emitiendo sus propias monedas de dólar del banco central (dinero base) a la paridad con el valor nominal de un dólar según la BCE, para 2014 esto evolucionó de un sistema descentralizado a un sistema de dinero digital móvil emitido por el banco central para transferir fondos, que duró hasta 2018, cuando fue abandonado debido a un cambio de régimen. Lo evidente es que un sistema de transferencia digital por parte de un banco central era posible y su propósito expreso era permitir que un país dolarizado evitara algunas limitaciones significativas de liquidez incluso en una economía en desarrollo en dificultades, caracterizada por un sector financiero algo superficial. Este fue el primer intento de introducir la moneda digital de los bancos centrales (CBDC, por sus siglas en

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

inglés) en un régimen dolarizado, cuyo objetivo era reducir la demanda de liquidez en el sistema para poder asumir un mayor gasto tanto en el sector privado como en el público (para un debate más profundo sobre la relación entre la CBDC y el enfoque del dinero endógeno, véase Qanas y Sawyer, [2026]).

Aunque se puede decir que no fue completamente exitoso, estos experimentos fueron sorprendentemente innovadores en el contexto de América Latina y la experiencia abrió la posibilidad de utilizar alguna forma de depósitos digitales en bancos centrales incluso bajo las duras condiciones impuestas a las autoridades fiscales de un país dolarizado en el mundo en desarrollo. Como afirman Arauz *et al.* [2021]:

> La gran ventaja de digitalizar el dólar estadounidense, tal como propuesta e implementada por el BCE, era su absoluta simplicidad de acceso: los usuarios no necesitaban acceso a Internet, no tenían que pagar cargos por el uso de la línea móvil y no necesitaban hacer un depósito inicial ni rellenar ninguna solicitud. Los usuarios tampoco necesitaban haber utilizado previamente un servicio financiero. El único requisito era un teléfono móvil que operara a través de cualquiera de las operadoras nacionales y la tarjeta de identidad de la persona, cuyos datos se usaban para confirmar la identidad del ciudadano y vincularla al número de teléfono. [Arauz *et al.,* 2021, pp. 3-4]

Además, el sistema de pagos móviles ecuatoriano se suponía que iba a estar completamente respaldado por activos denominados en dólares, pero no por billetes estadounidenses. Todo esto sugiere que, en contraste con la perspectiva dominante, al abordar el problema de política desde una perspectiva de dinero endógeno, el gasto discrecional (público o privado) es posible siempre que se eliminen los obstáculos de liquidez para la circulación monetaria. A pesar de estas complicaciones, en una economía cuasi-sin efectivo, parecería que la política fiscal discrecional mediante el endeudamiento aún puede llevarse a cabo con cierta independencia limitada, es decir, siempre que haya pocas fugas de circulación.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

La amenaza a la soberanía de las monedas digitales privadas mediante la dolarización "endógena" y el potencial de las monedas digitales de los bancos centrales

Tras considerar muy superficialmente la experiencia de la política fiscal ecuatoriana con la dolarización oficial bajo el régimen de Correa a principios de este siglo, esto nos lleva ahora al espinoso tema de las monedas digitales, incluidas las CBDC. Sin embargo, antes de abordar la opción de las CBDC en regímenes dolarizados (como se consideró inicialmente en Ecuador), mencionemos brevemente la aceptación cada vez más generalizada de las criptomonedas privadas, especialmente a la luz de la actual Ley de 2025 de la administración estadounidense "*Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins*" (la Ley GENIUS). El objetivo declarado de la administración republicana estadounidense, incluso a través de esta ley, es convertir a Estados Unidos en la "capital mundial de las criptomonedas" mediante la creación de una "reserva estratégica" de Bitcoins y la rigurosa promoción de la dolarización digital, especialmente en América Latina. Para fomentar las stablecoins respaldadas por el dólar, un objetivo importante de la Ley GENIUS es fortalecer el dólar estadounidense como moneda de reserva internacional que ha estado bajo presión en los últimos años por parte de los países BRICS, que quieren desplazar al dólar estadounidense de la cima de la pirámide de las monedas de reserva internacional.

A partir de la retórica de sus promotores hayekianos de supuestamente liberar a la humanidad del yugo del control gubernamental del dinero mediante el uso de monedas virtuales, se podría argumentar que, debido a la explícita jerga publicitaria/promocional de los emisores de criptomonedas, las criptomonedas privadas, como los Bitcoins, paradójicamente están muy conectadas ideológicamente con la tradición metalista (o materialista) del dinero que se remonta a sus defensores en la Edad Media, culminando en la tradición de la Escuela de la Moneda

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Ricardiana de principios del siglo XIX. Recordar mi anterior breve análisis histórico cómo, en la tradición original dominante, estos escritores querían que el dinero se comportara "como si" fuera "oro" puro y sin alterar para facilitar el intercambio, evitando así que agentes desprevenidos fueran, supuestamente, indirectamente "gravados" por las autoridades estatales mediante la llamada "degradación" monetaria. Además, y quizás lo más importante, recordarán que el dinero mengeriano, como el "oro", se consideraba un activo unilateral que circulaba como dinero sin ser también una carga de nadie, en cuyo caso el papel del Estado era simplemente asegurar que el peso y el contenido de cada moneda se reflejaran con precisión en su valor nominal.

La ideología contemporánea en torno a los Bitcoins se inspira directamente en esta narrativa medieval, de los entonces representantes intelectuales de la burguesía emergente que promovían el control privado del dinero — una perspectiva política que más tarde popularizó en el siglo XX F. A. Hayek con su teoría de las monedas competidoras y el llamado argumento de la "inversa" Ley de Gresham. Hoy en día, al igual que el "oro", un Bitcoin, en particular, se promociona como un activo homogéneo que supuestamente está en oferta fija, con la "minería" de este activo virtual limitada actualmente a un máximo de 21 millones de bitcoins. Cuando se emite, al igual que la típica mercancía "oro", un Bitcoin definitivamente no es una responsabilidad de nadie, como ocurre con el dinero estatal (este último es la responsabilidad de "moneda legal" del banco central de un país) o como dinero de depósito privado (siendo la responsabilidad de una institución bancaria privada). Al igual que el "oro", por lo tanto se "produce" bajo demanda (o se "mina") *ex nihilo* a través de una tecnología *blockchain* descentralizada y se vende al público en intercambios privados de criptomonedas como un activo virtual seguro que los poseedores de riqueza podrían usar para fines transaccionales, como comprar un artículo de consumo, o, alternativamente, podrían retenerlo para fines puramente especulativos.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Pero, ¿de quién es la responsabilidad real en última instancia? Aunque la ideología de los promotores originales de las criptomonedas, desde principios del siglo XXI, se refleja fuertemente en la defensa medieval del "oro", es decir, evitar la apropiación estatal de los ingresos del señoreaje, en realidad con las criptomonedas, esto es en realidad todo lo contrario. De hecho, de forma bastante paradójica, puede describirse más correctamente como la comercialización y promoción de un oro especulativo de tontos mediante la apropiación *privada* pura de los ingresos de señoreaje al emitir el activo virtual. En otras palabras, es un activo privado valorado principalmente por su valor especulativo futuro sin ser un pasivo de nadie una vez vendido por el proveedor de criptomonedas al público.

Aunque el público también podría realizar compras con estos criptoactivos, estas transacciones comerciales resultan algo engorrosas debido a su falta de aceptabilidad general y fungibilidad. El reto es encontrar medios comerciales (legales o ilegales) que acepten recibir y mantener dichas criptomonedas (en cierto sentido, un poseedor se enfrentaría al clásico problema de la "doble coincidencia de los deseos"). Sin embargo, para hacerlas verdaderamente seguras y, por tanto, más aceptables para fines de transacción, en última instancia, estas criptomonedas deben ser validadas directa o indirectamente por el Estado para que se consideren suficientemente fiables y fungibles en sus unidades de cuenta. De hecho, en los muy pocos países donde han logrado más éxito en los últimos años, esto fue así porque políticamente la criptomoneda logró asegurar el respaldo estatal. Esto ha ocurrido cuando gobiernos con monedas débiles, a menudo en países ya muy dolarizados, han promovido, por ejemplo, un Bitcoin, al estatus de moneda de curso legal propio del país, como para el pago de impuestos, como en El Salvador de 2021 a 2025. A diferencia del oro, que finalmente tiene un valor de mercado distinto de cero debido a su uso industrial, una criptomoneda solo tiene valor para el poseedor si puede surgir una validación, porque debe haber

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

alguien más dispuesto a aceptarla. Sin embargo, existe un grave problema de fungibilidad, dada la evidente heterogeneidad de las criptomonedas.

La Ley GENIUS ha surgido intencionadamente para ofrecer una forma particular de validación estatal. Su objetivo próximo es facilitar el comercio de criptomonedas para usuarios tanto en Estados Unidos como en otros países, es decir, promover la dolarización digital mediante stablecoins respaldadas por activos denominados en dólares estadounidenses. Con el uso generalizado de stablecoins respaldadas por dólares a nivel internacional (por ejemplo, en América Latina), el propósito de esta legislación es crear una llamada "zona digital del dólar" a nivel internacional — lo que resultará en una mayor extracción de señoreaje para los proveedores privados de criptomonedas mediante apoyo y validación indirecta estatal.

Gran parte del debate ha girado en torno a qué permite la Ley GENIUS como activos de reserva en manos de emisores, como depósitos no asegurados en bancos y acciones de cooperativas de crédito, etcétera, que son bastante riesgosos e ilíquidos, y por tanto podrían ser propensos a "corridas". Actualmente, los mayores emisores de stablecoins poseen una parte significativa de activos que no son libres de riesgo ni líquidos, como préstamos garantizados, Bitcoin, metales preciosos y otros activos, que a su vez podrían ser altamente arriesgados y volátiles. A menos que estén respaldados por bonos del Tesoro respaldados por el Estado, estos criptoactivos privados no serían necesariamente islas monetarias de estabilidad. Esta Ley GENIUS puede acelerar la "dolarización digital" ampliando la extensión de los activos digitales respaldados por dólares a nivel global, especialmente en economías en desarrollo. Sin embargo, la proliferación de estas criptomonedas privadas no fungibles respaldadas por el dólar podría fácilmente hacer que la situación de los países dolarizados, como Ecuador, sea aún más precaria e inestable que en el pasado. De

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

hecho, puede conducir a una "desintermediación" bancaria generalizada incluso en países ya dolarizados y cuasi-dolarizados, por lo que, por ejemplo, la aceptación de stablecoins estado-unidenses por parte del público podría drenar los depósitos de los bancos tradicionales, creando potencialmente problemas para el sector bancario de estos países para preservar los préstamos en dólares, ya que estas criptomonedas respaldadas por dólares se convertirían en una fuente adicional de fuga de liquidez del circuito monetario. Este entorno más duro y austero bajo la dolarización digital impondría restricciones aún más severas al financiamiento del Estado para la realización de la política macroeconómica.

Para evitar algunas de estas consecuencias negativas, lo que muestra la experiencia ecuatoriana de 2014 a 2018 es que podría ser posible compensar esta demanda de stablecoins extranjeras con la introducción de CBDCs, incluso en regímenes dolarizados, como se intentó en Ecuador. El propósito de una CBDC en un régimen dolarizado era evitar que el público poseyera efectivo no digital para evitar que el sector bancario se "cortocircuitara" por un bloqueo de la circulación monetaria al conceder préstamos bancarios, por ejemplo, al sector público. Si los depósitos en dólares de los hogares se mantuvieran en el banco central del país dolarizado en lugar de mantener activos criptográficos, los bancos que se enfrenten a necesidades de liquidez presumiblemente podrían pedir prestado en el banco central, tal como harían a través del mercado interbancario diario "*overnight*" para fondos. En cierto sentido, mientras no haya retiradas bruscas del público hacia activos cripto privados que canalizarían dólares a proveedores extranjeros de criptomonedas, un gobierno podría gestionar un déficit presupuestario pidiendo prestado al sector bancario sin enfrentarse a serios problemas de cierre del circuito monetario, incluso si, con una CBDC, esto implicaría un déficit crónico en el sector bancario frente al banco central del país dolarizado. Como señala Tropeano [2026] en el caso del entorno institucional de la Eurozona, la introducción de una CBDC puede no estar exenta de consecuencias sobre los costos de

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

endeudamiento. Pero, al menos, se podría argumentar, el sistema bancario nacional no se vería destruido en un país dolarizado si se enfrentara a una salida masiva de nuevos criptoactivos que promueven la Ley GENIUS.

Observaciones finales

Aunque la dolarización es claramente indeseable en comparación con un sistema monetario soberano, esto no significa que bajo la dolarización no haya margen de maniobra para el Estado. Lo que a menudo se necesita es la voluntad política para seguir una política fiscal discrecional. Además, lo que he argumentado es que, aunque la dolarización puede subyugar a los gobiernos nacionales de tal manera que les quitaría la capacidad de seguir una política fiscal independiente (ya que tendrían poca opción que enfrentarse a los criterios impuestos por los mercados financieros), también he argumentado que un país en una unión monetaria al estilo de la UEM enfrenta restricciones potencialmente aún mayores que los países dolarizados, al menos al comparar las experiencias de Ecuador y Grecia durante la era posterior a la crisis financiera global. Por último, el intento actual de ampliar la dolarización mediante la validación y proliferación de criptomonedas erosionará aún más la capacidad de un país dolarizado para seguir una política macroeconómica independiente, restringiendo aún más la capacidad de los bancos nacionales para financiar tanto el gasto público como privado. Las actuales políticas depredadoras promovidas a través de la Ley GENIUS por parte de la administración estadounidense pueden suponer un posible desastre para aquellos países, especialmente en América Latina, que ahora promueven criptomonedas respaldadas por dólares estadounidenses como sustitutos de sus monedas nacionales.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Referencias

Arauz, A. [2021]. "The International Hierarchy of Money in Cross-Border Payment Systems: Developing Countries' Regulation for Central Bank Digital Currencies and Facebook's Stablecoin." *International Journal of Political Economy*, 50 (3) (Fall), pp. 226–243.

Arauz, A., R. Garratt, y D. F. Ramos [2021], "Dinero Electrónico: The Rise and Fall of Ecuador's Central Bank Digital Currency." *Latin American Journal of Central Banking*, 2, 100030, pp. 1-10

Blecker, R., y M. Seccareccia [2009], "Unión Monetaria Norteamericana y la Enfermedad Holandesa en Canadá y México." *Ola Financiera*, 1 (3) (Mayo-Agosto), pp. 108-150

Blecker, R., y M. Seccareccia [2014], "Would a North American Monetary Union Protect Canada and Mexico against the Ravages of 'Dutch Disease'? A Post-Financial Crisis Perspective." In *Banking, Monetary Policy and Political Economy of Financial Regulation, Essays in the Tradition of Jane D'Arista*, ed. by G. Epstein, T. Schlesinger, and M. Vernengo, pp. 171-202. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing.

Bougrine, H., y M. Seccareccia [2002], "Money, Taxes, Public Spending and the State within a Circuitist Perspective." *International Journal of Political Economy*, 32 (3) (Fall), pp. 58-79.

Bougrine, H., y M. Seccareccia [2004], "Alternative Exchange Rate Arrangements and Effective Demand: An Important Missing Analysis in the Debate over Greater North American Monetary Integration." *Journal of Post Keynesian Economics*, 26 (4) (Summer), pp. 655-77.

Bougrine, H., y M. Seccareccia [2009-10], "Financing Development: Removing the External Constraint." *International Journal of Political Economy*, 38 (4) (Winter), pp. 44-65.

Dullien, S. [2022], "Ten Years on, Two Crises Later: Evaluating EMU Institutional Reforms since 2010." *International Journal of Political Economy*, 51(1) (Spring), pp. 5-17.

Menger, C. [1892], "On the Origins of Money." *Economic Journal* 2 (6) (June), pp. 239–55.

Parguez, A., y M. Seccareccia [2000], "The Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach." In *What Is Money?* ed. by J. Smithin, pp. 101–123. London: Routledge.

Parguez, A., M. Seccareccia, y C. Gnos [2003], "The Theory and Practice of European Monetary Integration: Lessons for North America." In

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Dollarization: Lessons from Europe and the Americas, ed. by L.-P. Rochon y M. Seccareccia, pp. 48-69. London/New York: Routledge.

Polanyi, K. [1944], *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston, MA: Beacon Press, 1957.

Ponsot, J.-F., y S. Rizkallah [2024], "Dollarization in Lebanon." *International Journal of Political Economy*, 53 (4) (Winter), pp. 473-491

Qanas, J., y M. Sawyer [2026], "Central Bank Digital Currencies and the Transformation of Endogenous Money Creation." *International Journal of Political Economy*, 55 (1) (Spring), pp. 5-19.

Rochon, L.-P., y M. Seccareccia, eds. [2003], *Dollarization: Lessons from Europe and the Americas*, London/New York: Routledge.

Rossi, S. [2025], "The Political Economy of Dollarization and its Discontents." In *Central Banking, Monetary Policy and the Political Economy of Dollarization*, ed. by S. A. Kappes and A. Arauz, pp. 6-17. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Seccareccia, M. [2002], *North American Monetary Integration: Should Canada Join the Dollarization Bandwagon?* Ottawa: Canadian Centre for Policy Alternatives (November); https://www.policyalternatives.ca/sites/default/files/uploads/publications/National_Office_Pubs/monetary_integration.pdf

Seccareccia, M. [2003/2004], "Is Dollarization a Desirable Alternative to the Monetary *Status Quo*? A Critical Evaluation of Competing Currency Arrangements for Canada." *Studies in Political Economy*, Nos. 71/72 (Autumn /Winter), pp. 91-108.

Seccareccia, M. [2006], "Is the Canadian Dollar Destined to Disappear? A Critical Perspective." In *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea*, ed. by M. Vernengo, pp. 109-31. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar.

Seccareccia, M. [2015], "The ECB and the Betrayal of the Bagehot Rule." *Economia e Politica*, 7 (10) (August 12); https://www.economiaepolitica.it/_pdfs/pdf-6343.pdf

Seccareccia, M. [2016], "La teoría staples del desarrollo económico: aprendiendo del pasado y del presente de la experiencia canadiense." In *Estratégias Primario-Exportadoras en un Mundo Global*, ed. by J. Déniz y E. Correa, pp. 151-72. México: M.A. Porrúa, Librero-Editor.

Seccareccia, M. [2017], "Is High Employment in the Eurozone Possible? Some Reflections on the Institutional Structure of the Eurozone and its

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846

Crisis." *European Journal of Economics and Economic Policies – Intervention*, 14 (3), (December), pp. 351-71.

Seccareccia, M., y E. Correa [2017], "Supra-National Money and the Euro Crisis: Lessons from Karl Polanyi." *Forum for Social Economics*, 46 (3), pp. 252-274.

Seccareccia, M., y E. Correa [2018], "Rethinking Money as an Institution of Capitalism and the Theory of Monetary Circulation: What Can Modern Heterodox Economists/Institutionalists Learn from Karl Polanyi?" *Journal of Economic Issues*, 57 (2) (June), pp. 422-29.

Seccareccia, M., y M. Lequain [2006], "What Can We Learn from the EMU Model? Lessons for Canada and Britain." *Current Politics and Economics of Europe*, 17 (2), pp. 289-315.

Tropeano, D. [2025], "New Private Forms of Money and the State." *International Journal of Political Economy*, 54 (2) (Summer), pp. 231-44.

Tropeano, D. [2026], "CBDC and Stablecoins in the Eurozone: How Do They Affect Banking?", *Review of Political Economy*, (por publicarse); https://doi.org/10.1080/09538259.2026.2660698

Tutiven-Desintonio, C. G. [2025], "Dollarization and the Macroeconomic and Fiscal Performance of the Dollarized Countries of Latin America." In *Central Banking, Monetary Policy and the Political Economy of Dollarization*, ed. by S. A. Kappes and A. Arauz, pp. 49-107. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Vigny, L. [2022], "The Greek Sovereign Crisis: A Post-Keynesian Synthesis." *International Journal of Political Economy*, 51 (2) (Summer), pp. 151-169.

Recibido 29 de abril 2026 Aceptado 30 de julio 2026

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96846