

© Universidad del Pacífico
Centro de Investigación
Avenida Salaverry 2020
Lima 11, Perú

© Instituto Peruano de Economía
Los Rosales 460, 2º piso
Lima 27, Perú

DOLARIZAR LA ECONOMÍA PERUANA: RIESGOS Y OPORTUNIDADES

Fritz Du Bois y Eduardo Morón (editores)

1a. edición: marzo 2000

Diseño de la carátula: Rafael Romero Pinillos

ISBN: 9972-603-29-6

BUP-CENDI

Conferencia Internacional Dolarizar la Economía Peruana: Riesgos y Oportunidades (1999 : Lima)

Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades / Eds. Fritz Du Bois y Eduardo Morón. – Lima : Instituto Peruano de Economía : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 2000 (Conferencias ; 6)

/DÓLAR/POLÍTICA MONETARIA/MONEDA/ESTABILIZACIÓN
ECONÓMICA/PERÚ/

336.747.6(85) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y el Instituto Peruano de Economía no se solidarizan necesariamente con el contenido de los trabajos que publican. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico y el Instituto Peruano de Economía.

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| Agradecimientos | 9 |
| I. Inauguración..... | 11 |
| Patricio Barclay Presidente del Instituto Peruano de Economía | 13 |
| II. La alternativa de dolarizar | 15 |
| Moderador Fritz Du Bois Gerente del Instituto Peruano de Economía | 17 |
| Kurt Schuler Asesor del Congreso de los Estados Unidos | 19 |
| Guillermo Calvo Profesor de la Universidad de Maryland | 29 |
| Miguel Savastano Fondo Monetario Internacional..... | 43 |
| Preguntas del público | 57 |
| III. Mesa redonda: Riesgos y oportunidades de dolarizar la economía peruana..... | 63 |
| Moderador Eloy García Jefe, División de Caja, Departamento Financiero Banco Interamericano de Desarrollo | 65 |

| | |
|---|-----|
| Aquiles Almansi Director del Banco Central de la República Argentina | 67 |
| Alejandro Werner Gerente de Estudios Económicos Banco de México..... | 75 |
| Liliana Rojas-Suárez Economista Jefe para América Latina, Deutsche Bank..... | 97 |
| Eduardo Morón Profesor de la Universidad del Pacífico..... | 105 |
| IV. Resumen y conclusiones de la conferencia | 115 |
| Martha Rodríguez Profesora de la Universidad del Pacífico..... | 117 |
| V. Sobre los expositores..... | 121 |

AGRADECIMIENTO

Esta conferencia ha sido posible gracias al generoso aporte del BBV Banco Continental, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Empresa de Generación Eléctrica Lima S.A. (Edegel), el Grupo Repsol del Perú S.A., la Superintendencia de Banca y Seguros, el Swissôtel Lima, Telefónica del Perú S.A.A. y la U.S. Agency for International Development.

Además quisiéramos agradecer a Consuelo de Iturriaga del Instituto Peruano de Economía por su colaboración en la organización del evento. Asimismo, a los miembros del equipo de Coyuntura Económica del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico por su apoyo durante el evento. Finalmente, a Luis Felipe Zegarra y César Serra por preparar la transcripción de la conferencia.

Fritz Du Bois
Instituto Peruano de Economía

Eduardo Morón
Universidad del Pacífico
Centro de Investigación

I. INAUGURACION

Es para mí un grato honor, a nombre del Instituto Peruano de Economía (IPE), inaugurar la conferencia internacional “Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades”. El objetivo de esta conferencia es tratar de abordar, técnica y objetivamente, un tema que creemos será central para el desarrollo de nuestra economía en el mediano plazo dentro del contexto de un mundo cada vez más globalizado, en el cual las fronteras reales e imaginarias tenderán a desaparecer. En el IPE creemos que es muy importante analizar y desarrollar propuestas de largo alcance para el desarrollo de nuestra economía.

Si bien es cierto que la preocupación inmediata que generan los problemas económicos ligados a la coyuntura suelen acaparar la atención de los analistas y del público en general, las soluciones de los problemas del Perú tienen que ser planteadas a partir de una visión de largo plazo. Por ello, les pido que esta tarde tratemos y hagamos todo lo posible por abstraernos de las preocupaciones de hoy en día y de las interpretaciones cortoplacistas que tienden a limitar nuestras reflexiones sobre los problemas que se presentarán o concretarán en el mediano plazo. Recordemos que el IPE, una asociación civil no gubernamental sin fines de lucro, tiene como objetivo principal propiciar la elaboración de estudios destinados a promover el desarrollo equilibrado y sostenido de la economía de libre mercado. Claramente, el tema de la dolarización es congruente con esta misión.

Por otro lado, creo que hemos alcanzado la meta inicial que nos planteamos al proponer la realización de este seminario y contar con la presencia de economistas altamente calificados que puedan brindarnos una visión amplia sobre un tema tan importante y técnico como es la dolarización de la economía. En tal sentido, podemos contar hoy con un panel de excepción, en el cual participan el doctor Guillermo Calvo, profesor de la Universidad de Maryland; el doctor Kurt Schuler, asesor del Congreso de los Estados Unidos; el doctor Aquiles Almansi, Director del Banco Central de la República Argentina; y el doctor Alejandro Werner, Gerente de Estudios Económicos del Banco de México.

Estas personalidades podrán ilustrar la amplia diversidad de opiniones que existe sobre este controversial tema, lo cual permitirá que cada uno de nosotros se forme una opinión integral con respecto a dicho tema. Asimismo, me es particularmente grato contar con la presencia de un grupo de los más destacados economistas peruanos residentes en el extranjero como es el caso de la doctora Liliana Rojas-Suárez, Economista Jefe para América Latina del Deutsche Bank, y el doctor Miguel Savastano, funcionario del Departamento de Investigaciones del Fondo Monetario Internacional. Finalmente, quiero agradecer la coparticipación de la Universidad del Pacífico en este evento y, en especial, la labor tenaz y persistente de sus profesores Eduardo Morón y Martha Rodríguez, sin cuyo trabajo difícilmente se hubiera podido lograr esta reunión. Sin más que agregar doy por inaugurado el evento.

II. LA ALTERNATIVA DE DOLARIZAR

El principal motivo por el cual hemos organizado este seminario es que, en realidad, el tema de la dolarización se encuentra en estos momentos en el tapete en el contexto regional. Ciertamente, es un tema de particular importancia en Argentina, donde se está llevando a cabo un proceso electoral. La dolarización también está siendo debatida en México y es parte del proceso electoral de dicho país sin existir una propuesta concreta al respecto.

Por ello, creo que en un país como el Perú, que ya tiene un alto grado de dolarización en su economía, hasta el momento no se ha realizado realmente un amplio debate sobre este tema, y creo que la idea del IPE es iniciarlo, poder determinar cuáles son sus ventajas y desventajas, así como llevar el tema de una manera técnica y tratar de hacerlo bastante *desapasionadamente*. Sin más, creo que puedo presentar a nuestro primer expositor. El doctor Kurt Schuler es asesor del Congreso Norteamericano, tiene un doctorado en economía en la Universidad de George Mason y es autor de diversas obras sobre *currency boards*. Ha asesorado sobre dicha materia a los gobiernos de Estonia, Lituania, Bosnia y Bulgaria, y es el autor del *homepage* más nutrido que sobre el tema uno puede encontrar en Internet. Se trata, por lo tanto, de una de las personas que más ha estudiado y difundido el tema y es para nosotros un gran honor poder contar con su presencia. Entonces, le doy la palabra al doctor Kurt Schuler.

Kurt Schuler
Asesor del Joint Economic Committee

Antes de empezar, quisiera expresar que trabajo en el Congreso de los Estados Unidos y que estoy aquí en forma completamente no oficial. Por lo tanto, lo que diga será enteramente mi opinión.

Existen varias razones por las cuales pienso que la dolarización debería ser de especial interés para el Perú. Una buena razón para ello es el desempeño monetario. El registro de largo plazo de la política monetaria en el Perú es verdaderamente terrible y por eso la dolarización provee una vía para superar algunos problemas que ustedes sufrieron en el pasado.

El dólar de los Estados Unidos tiene uno de los mejores registros que cualquier moneda en el mundo. Ahora, soy el primero en admitir que no es una moneda perfecta, es necesario pensar en términos relativos: el dólar tiene un registro monetario de largo plazo que pocas monedas pueden igualar, tanto es así que en los últimos 15 años el dólar ha mostrado un excelente desempeño. De esta manera, la dolarización ofrece al Perú, y a otros países que quieran dolarizarse oficialmente, una vía para tener el mismo desempeño monetario.

Otra razón por la que la dolarización debería ser de interés especial es que, como muchos otros países de América Latina, el Perú se encuentra ya muy dolarizado no oficialmente. Ustedes tienen una gran cantidad de depósitos en los bancos en dólares y tienen negocios en dólares. Un alto nivel de dolarización no oficial es una suerte de *test* del mercado. El consumidor prefiere la dolarización, el público prefiere la dolarización, de tal manera que yo pienso que ésta es una segunda razón por la que ustedes deberían reconsiderar la dolarización oficial como algo serio, y no simplemente mantenerla no oficialmente.

Una razón adicional para considerar una dolarización oficial es que ésta puede mejorar la seguridad de los derechos de propiedad de la sociedad. El dinero es la forma de propiedad más difundida en todo el mundo. La inflación es un tipo

de disminución de los derechos de propiedad sobre el dinero, reducción del valor del dinero y disminución del uso del mismo. Cuando ustedes cuentan con una moneda fuerte, se está mejorando la seguridad de la propiedad y esto tiene muchos efectos positivos adicionales debido a que otros activos financieros están denominados en dinero. La dolarización también es capaz de mejorar la seguridad de otras formas de propiedad porque una buena unidad de cuenta es esencial para el funcionamiento de una economía de mercado eficiente. La dolarización ofrece la posibilidad de mejorar la economía en varios aspectos. Ello también ocurre en la economía peruana.

Voy a hablar de tres aspectos principales. El primero se refiere a las precondiciones para la dolarización. ¿Hay precondiciones para dolarizarse? El segundo consiste en qué tan rápido se puede llevar a cabo la dolarización, y el tercero es el tema que se relaciona con las reservas. Si ustedes no tienen suficientes reservas para dolarizar, ¿cómo obtener reservas adicionales?

Respecto a las preguntas sobre las precondiciones para una dolarización oficial, tal como lo han afirmado algunos funcionarios, la dolarización no es un sustituto de políticas sólidas. Yo estoy de acuerdo con ello; sin embargo, pienso que se corre el riesgo de no tomar en cuenta otros puntos con la debida importancia. La dolarización no sustituye a una política sólida, pero sí tiende a forzar la implementación de algunas políticas sólidas. Y es por eso que no pienso que hayan realmente precondiciones para la dolarización.

Permítanme discutir brevemente unos cuantos puntos concernientes a la dolarización. Primero, ¿es necesario contar con un sistema bancario sólido para dolarizar? ¿Es preciso reformar el sistema bancario? La respuesta es no. Es mejor que el sistema bancario sea sólido pero, si no lo es, la dolarización no va a empeorar la situación, sino que la va a mejorar considerablemente. Si ustedes tienen un sistema bancario que presenta considerables pérdidas, de tal manera que un gran número de bancos se encuentra en problemas, el Banco Central no será capaz de cambiar dichas pérdidas. El sistema monetario puede influir en quién debe pagar tales pérdidas, pero éstas ya habrán ocurrido. Ustedes tienen un sistema débil, de tal manera que no existe magia con la que uno pueda esperar que las pérdidas desaparezcan. Pienso que la dolarización puede acelerar el proceso de convertir al sistema bancario en uno sólido y solucionar las pérdidas por dos razones:

- i. Una es que hay ciertas situaciones en las que una gran parte de las pérdidas se debe a la inestabilidad de la moneda, como es el caso de Indonesia. Parte

de sus problemas en el sistema bancario, no todos, han sido causados por la inestabilidad de la moneda. Los bancos no pudieron calzar la moneda local con el dólar y, cuando la moneda local se depreció, los bancos se encontraron con que tenían más obligaciones que las que creían. Es por ello que en este caso la dolarización puede ayudar a mejorar la situación.

- ii. Otra razón por la cual la dolarización puede ayudar es que ésta fuerza al gobierno a comprometerse con el problema en lugar de esperar. Con la dolarización no existe posibilidad de imprimir dinero para rescatar al sistema bancario o para rescatar al gobierno o a cualquier otra instancia. De esta manera, si existe un problema no es posible retrasar su solución. En muchos países, la experiencia con respecto a la resolución de las crisis bancarias ha demostrado que mientras más se espere para solucionar los problemas, peor se torna la situación y mayores son los costos. Un excelente ejemplo es el contraste entre México y Argentina después del efecto Tequila. Ambos países experimentaron crisis bancarias en el mismo momento. Debido a que Argentina tenía mucho más limitada su capacidad de prestamista de última instancia bajo el sistema de convertibilidad, enfrentó el problema de manera más eficiente. En el caso mexicano, el manejo fue menos eficiente y mucho más costoso.

Así pues, la dolarización no es una solución mágica, pero fuerza a actuar frente a problemas del sistema bancario de una manera más oportuna y más eficiente que bajo un sistema con un banco central.

El segundo aspecto relacionado con las precondiciones es si se deben reformar previamente las finanzas del gobierno, si se debe dolarizar una vez que las cuentas públicas estén plenamente sólidas. Aquí, nuevamente, pienso que la respuesta es no. Existen ciertos países, entre los cuales ya no se encuentra el Perú, donde una inflación alta tiene un efecto devastador en la capacidad del gobierno para recolectar impuestos debido a que existe un cierto retraso entre el momento en que los impuestos son generados y el momento en que son pagados.

Durante ese período, si ustedes enfrentan una inflación alta, el valor real de los pagos de los impuestos disminuye considerablemente. En esta situación, la introducción de una moneda sólida, por medio de la dolarización, incrementa el valor real de la recaudación de los impuestos, de tal manera que es posible resolver el problema del déficit fiscal que existe en varios países con inflación alta. En países donde la inflación es más moderada, eso no constituye en realidad un problema. Pero la dolarización tiene algunos efectos positivos

porque obliga al gobierno a solucionar ciertos problemas estructurales que ocasionan los déficits fiscales. Esto se produce porque no existe posibilidad alguna de que el Banco Central financie el déficit fiscal. Éste debe ser financiado ya sea por impuestos o por endeudamiento. Ello crea restricciones fiscales muy rígidas, de modo que si el gobierno tiene problemas financieros antes de la dolarización, ésta tenderá a forzar la solución de aquellos en un período corto. El país que adopte la dolarización no tendrá otra opción que resolver este problema.

Otro punto es si la mayoría de los salarios y precios deberían ser flexibles para aquellos que están considerando la dolarización. Otra vez la respuesta es no. Éste es un problema difícil de tratar, pero la dolarización provee la mejor manera de resolverlo. Si uno no tiene precios y salarios flexibles bajo un sistema bancario simple, la tendencia será que el Banco Central tratará de inducir flexibilidad en la economía creando inflación. Esto terminaría en una carrera entre los trabajadores, que demandan por un salario más alto, y la inflación que ya ha sido creada por el Banco Central. La inflación aumentaría hasta llegar a un nivel tan alto que haría colapsar a la economía. La dolarización no puede forzar a los precios y salarios a ser flexibles, pero constituye una mejor opción frente a lo que se podría obtener con un Banco Central. Un ejemplo muy cercano y aplicable es el caso de Argentina. Al comparar la experiencia de Argentina entre 1980 y 1990 se puede observar que los salarios eran inflexibles. Ahora son un poco más flexibles de lo que eran en 1980, pero todavía son ligeramente inflexibles. De todos modos, en 1980, cuando Argentina tenía un sistema bancario muy simple, se dio una carrera entre salarios e inflación que culminó en una inflación muy alta al final de la década.

De esa forma, durante esa época, la economía Argentina se contrajo en términos reales y, al final del período, los precios y los salarios seguían siendo inflexibles. En la década de 1990, a pesar de la recesión que surge durante el efecto Tequila, la economía Argentina ha crecido. El precio en el mercado laboral, el cual es inflexible, genera un alto índice de desempleo, pero uno tiene que elegir entre bajo crecimiento con bajo desempleo o un alto crecimiento con cierto desempleo si no quiere hacer que el salario sea flexible. Ésta es una difícil elección, pero creo que lo óptimo es elegir el camino con el sistema monetario más estricto y donde se pueda obtener un alto crecimiento a pesar de que se pueda presentar un mayor desempleo.

Una precondition final es si los países que están considerando una dolarización eficiente deben formar parte de un área monetaria óptima con los Estados Unidos. Como muchos de ustedes saben, el *Optimal Currency Area* (OCA) es un área económica que trata de determinar criterios para que un país en particular decida mantener un tipo de cambio fijo o flotante. Ésta es una teoría muy curiosa porque funciona de una forma completamente distinta de la teoría económica estándar. En este sentido, si tú preguntas al economista promedio cuál es el número óptimo de tiendas de dulces que deberían existir en este vecindario o cuál es el número óptimo de aviones que deberían volar diariamente la ruta Lima-Miami, te responderá que no sabe, pero que sí puede determinar la respuesta, la que consiste en permitir la competencia y observar qué es lo que determinan las preferencias de los consumidores. Cuando se trata del dinero, por alguna razón, los economistas responden que establecer el consumo es más complicado que entender las preferencias de los consumidores.

Por lo tanto, para retornar al punto que mencioné anteriormente, ustedes tienen un *test* del mercado. De acuerdo con éste, la moneda es aquella que las personas preferirán usar en el caso de que pudieran elegirla libremente. En el caso del Perú, creo que la respuesta es bastante clara. Si es que se les diera la posibilidad de elegir libremente y no existiera impedimento legal alguno, muchas personas preferirían usar el dólar. Ésa es la razón por la cual la mayoría de los depósitos en el sistema bancario peruano se realizan en dólares; por lo tanto, qué importa lo que algunos economistas digan si finalmente las personas prefieren usar dólares.

Un segundo punto que conviene revisar es la velocidad de la dolarización. ¿Qué tan rápido puede ocurrir la dolarización? La experiencia de otras reformas monetarias que han sido similarmente dramáticas nos lleva a pensar que la dolarización puede ocurrir muy rápidamente, tal vez 30 días después de que se toma la decisión de dolarizar. En el caso de la adopción del Plan de Convertibilidad en Argentina en 1991, la ley que establecía el sistema pasó al Congreso el 23 de marzo de 1991 y el sistema fue establecido el 1 de abril. La famosa reforma monetaria en Alemania, en 1948, se dio en una semana. En el caso de Estonia, en 1992, el reemplazo del rublo ruso por la nueva moneda a la que llamaron la Corona Estoniana también se realizó en una semana. El principal punto que debe considerarse es un aspecto técnico y es qué tan rápido se puede responder a la necesidad de colocar dólares en el mercado. La Reserva Federal de los Estados Unidos cuenta con inmensas cantidades de dinero en sus bóvedas. Todo lo que se necesita es imprimirlas y mandarlas en un avión para intercambiarlas por la moneda local.

Finalmente, el último tema que quisiera tratar con respecto a la implementación de la dolarización es el tema de las reservas. ¿Qué sucede si no se cuenta con suficientes reservas? De acuerdo con las estadísticas que he revisado, el Perú cuenta con las reservas necesarias como para dolarizarse inmediatamente, si así lo quisiera. Pero, ¿qué pasaría si en un período posterior las reservas son insuficientes? ¿Qué sucede si la base monetaria es el equivalente a 15 mil millones de dólares pero sólo se han guardado 10 mil millones en reservas externas? ¿Cómo se respaldan los 5 mil millones de dólares restantes? Éstos pueden ser financiados por las organizaciones internacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Interamericano de Desarrollo, o el mercado financiero internacional de capitales privados.

La dolarización podría reducir el riesgo crediticio porque, tal como he mencionado anteriormente, mejora la seguridad de las propiedades de la sociedad, mejora la capacidad productiva de la economía, así como la habilidad del gobierno para repagar las deudas. No tenemos ningún ejemplo concerniente a la dolarización, pero sí relacionado al sistema de *currency board* que es muy similar. Existen ciertos ejemplos de países que han adquirido préstamos para obtener un nivel suficiente de reservas, de forma que no han tenido mayor dificultad en repagar las deudas según esquemas establecidos. Un ejemplo de ellos es Bulgaria que tomó un préstamo del Fondo Monetario Internacional y otras fuentes financieras en 1997, cuando trató de implementar el sistema de *currency board*.

Luego de haber discutido algunos de los temas relacionados con la adopción de la dolarización, quisiera hablarles brevemente sobre cómo se percibe la dolarización en los Estados Unidos. Hace un par de meses atrás, nadie en los Estados Unidos hablaba o estaba interesado en la dolarización. Sin embargo, los discursos de Carlos Menem y otras personalidades del gobierno argentino fueron recibidos como un shock y resulta que ahora la dolarización se presenta como una alternativa muy interesante para otros países de Latinoamérica. Por esta razón, existen personas dentro del gobierno americano que han empezado a considerar este tema.

Tengo entendido que actualmente no existe una posición oficial respecto a la dolarización; no obstante, es importante resaltar que funcionarios del gobierno como Alan Greenspan y Larry Summers no han tomado una posición en contra de la dolarización. Por el momento, existe una especie de neutralidad respecto al tema. Soy bastante optimista sobre el futuro y creo que en realidad se va a dar un cambio en la posición oficial, y que ésta pasará de la neutralidad

a una posición más activa que tratará de ayudar a los países que deseen dolarizarse oficialmente. Si uno presta atención a los discursos pronunciados por Larry Summers años atrás, éste se mostraba en favor de la dolarización. De hecho, en una conferencia que dio en el Banco Mundial en 1992, mencionó que la dolarización debería ser una de las prioridades internacionales. Alan Greenspan no ha emitido un comentario más explícito, pero sí ha reconocido en varias ocasiones que el dólar tiene un mejor desempeño que otras monedas y aprecia los beneficios de expandir la moneda hacia otros países.

Un aspecto sobre el cual el gobierno americano ha sido muy claro es que hay ciertos límites sobre los cuales no se va a manifestar con respecto a una posible dolarización oficial. Summers y Greenspan han manifestado más de una vez que los Estados Unidos no funcionará como un prestamista de última instancia ni supervisará bancos en países dolarizados oficialmente. Si los países dolarizados quieren mantener estas facultades, lo tendrán que hacer por sí mismos. Existe la posibilidad de que los Estados Unidos compartan el señoreaje, que es el beneficio que se obtiene al imprimir los dólares, con los países que se dolaricen oficialmente. Éste es un tema que he discutido en un informe que elaboré para el Comité Conjunto del Congreso de los Estados Unidos. Por ahora, en la Reserva Federal y en el Tesoro, se está pensando sobre las posibilidades de compartir el señoreaje en el caso de una dolarización.

Actualmente, la posición del gobierno americano es neutral y considera varias posibilidades. Considero que, en un futuro cercano, se darán ciertas acciones que no estoy muy seguro qué forma tomarán, pero pienso que la posición del gobierno de los Estados Unidos se va a definir.

Por último, quisiera decirles que, cuando los Estados Unidos se independizaron de Gran Bretaña, el dinero oficial en la colonia era la libra esterlina. Las cuentas estaban en función de la libra esterlina o en términos de la libra local de cada colonia. En el momento de la Independencia, los Estados Unidos pudieron elegir entre continuar con esa moneda o adoptar el peso, al cual se llamó dólar español. Éste era la moneda más usada por las personas de forma tal que los Estados Unidos decidieron adoptar el dólar como la moneda oficial. En ese momento era una moneda del hemisferio y esta moneda del hemisferio duró hasta este siglo. Luego se da una especie de fragmentación de la moneda a lo largo del hemisferio. Ahora creo que nos estamos moviendo en dirección contraria: reintegración de monedas en el hemisferio. Consecuentemente, pienso que un modo apropiado de visualizar la dolarización es verla como el logro de una moneda hemisférica, la cual tuvimos hace muchos años atrás, que

ha creado beneficios en el pasado y que podría generar muchos beneficios ahora, y no tanto como la eliminación de la moneda nacional.

Fritz Du Bois
Gerente del Instituto Peruano de Economía

Creo que si seguimos algunas de las indicaciones que usted mencionaba como precondiciones para dolarizar una economía rápidamente, si pensamos en el Perú, vemos que el sistema financiero, dado el alto grado de dolarización que se encuentra alrededor del 68% ó 69% y el cierto descalce que existe entre dólares y soles en el país, una dolarización de por sí sería una manera de fortalecer el sistema. Nuestro nivel de reservas internacionales es alrededor de cinco veces la base monetaria. Por lo tanto, difícilmente creo que exista otro país en la región que pueda cubrir, con tanta amplitud, el cuasidinero en el sistema.

Tenemos una posición fiscal que felizmente es bastante solvente y no tenemos deuda pública de corto plazo. Contamos con una economía básicamente desregulada, y no hay control alguno de precios ni de salarios. Asimismo, tenemos una cuenta de capitales y de comercio totalmente abiertas. Entonces, tal vez si uno revisa esos tres requisitos para dolarizarse, ciertamente en el caso peruano contamos con todas las condiciones para hacerlo. Evidentemente, si existe la voluntad de política de hacerlo o no es otra cuestión. Realmente, no existe impedimento económico alguno para pasar a una dolarización, incluso creo que, en caso del sistema financiero, éste se fortalecería significativamente.

El siguiente expositor de esta sesión, quien es un visitante muy frecuente del Perú, es el doctor Guillermo Calvo. El doctor Calvo es profesor de la Universidad de Maryland y ha sido *Senior Advisor* del Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional. Asimismo, ha sido asesor del Ministro de Economía de Argentina y obtuvo su doctorado en economía en la Universidad de Yale. Guillermo ha venido en diversas ocasiones en los últimos dos o tres años y sus reflexiones acerca de la economía peruana han sido siempre muy puntuales y muy útiles para el manejo económico. Esperamos que, en esta ocasión, también nos pueda iluminar con sus reflexiones sobre cómo marcha la economía y sobre la posibilidad de dolarizarla.

Guillermo Calvo
Profesor de la Universidad de Maryland

Para mí siempre es un gran gusto compartir ideas con ustedes y en particular sobre el tema que estamos tratando, el cual se inscribe en un momento muy crítico para América Latina. Es una idea que creo merece ser considerada. Es una idea polémica, pero que merece un análisis, dado que no creo que se entienda, en términos generales, de qué se trata este fenómeno y, en particular, los beneficios de una dolarización.

Lo primero que haré en mi presentación será situarnos dónde estamos. Es muy difícil discutir el tema en cuestión en abstracto. Estamos en un instante muy importante con ciertas características. Voy a hablar de esas características. Desde mi punto de vista, entender adecuadamente dónde estamos es esencial para poder evaluar si la dolarización es o no un sistema atractivo.

En segundo lugar me referiré a la flotación. Tendemos a hablar de ésta en términos muy generales, sin ser muy explícitos acerca de qué es la flotación en la práctica. Voy a argumentar que la flotación en la práctica es muy parecida a la fijación, especialmente para los países emergentes. Luego entraré de lleno a las críticas a la dolarización, algunas de las cuales ya han sido cubiertas por el expositor anterior.

¿Cuáles son las condiciones iniciales? En primer lugar, no partimos de cero, partimos de una dolarización parcial en algunos países como Argentina y Perú, donde ya existe mucha dolarización de sus activos y de sus depósitos. Para mi gusto, de manera mucho más relevante para la decisión de dolarizar oficialmente la economía, hay mucha dolarización de los pasivos. Aun aquellos países que no tienen dolarización de activos poseen deudas en dólares, es decir, dolarización de pasivos.

Asimismo, conviene reconocer las características de la globalización financiera. A partir de 1989, se ha reducido el rol del sector oficial. Como país hemos perdido el apoyo del sector oficial que teníamos antes. El Fondo Monetario Internacional, en particular, tiene muy buenas intenciones; pero muy poca plata.

De otra parte, nuestros países están afectados por factores externos. A veces se dice que lo malo de la dolarización es que se trata de un régimen tan rígido que vamos a quedar a merced de la política monetaria de los Estados Unidos. Bueno, ya estamos a merced de la política monetaria de los Estados Unidos. No hubo país de América Latina que hace una semana no haya estado pendiente de si subían las tasas de interés o no. Es más, no hubo país de América Latina que flotara o fijara su tipo de cambio y que no le interesara saber que el FED había decidido que por el momento bastaba con una subida de 25 puntos básicos en las tasas de interés. Por ello afectó los mercados de valores de toda la región, independientemente de cuál fuera el sistema que se tenía en ese momento.

Otro factor que es importante tomar en cuenta es el contagio; todos lo hemos sufrido. Perú supuestamente tiene un tipo de cambio fluctuante y sufrió del contagio. Lo mismo le pasó a Argentina. Podemos discutir en detalle quién sufrió más, es un poco más difícil, pero todos sufrimos. Así que los factores externos nos afectan a todos, independientemente del sistema cambiario.

Finalmente, algo que no es exclusivo de un solo país, sino de todos los países que he analizado y que han tenido crisis en particular, es que los Bancos Centrales han sido -con muy buenas intenciones- parte del problema. Esto es lo que llamo Bancos Centrales hiperactivos.

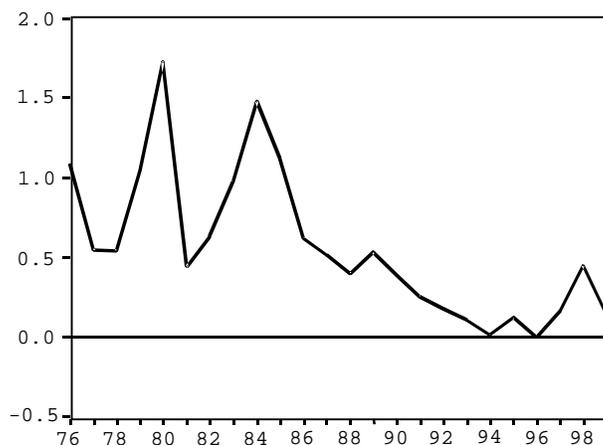
En el Gráfico N° 1 se muestra la participación del sector oficial en los flujos de fondos cuyo destino ha sido las economías emergentes. Se observa, a partir de 1989, fecha a la que llamaría el inicio de la globalización financiera, que la participación del sector oficial presenta una tendencia decreciente muy fuerte e incluso, en algunos períodos, es prácticamente cero.

Por otro lado, un punto adicional con respecto a América Latina que hay que considerar se relaciona con la cuenta corriente de la balanza de pagos, es decir, el déficit internacional que tiene dicha región. En el Gráfico N° 2 se observa que, a partir de 1989, esta variable empeora notablemente. Este déficit en cuenta corriente está siendo financiado por dos tipos de flujos de capital: los flujos de cartera que son de relativo corto plazo y la inversión extranjera directa. Una de las características del capital de cartera es su alta volatilidad,

grandes subidas y fuertes bajadas, mientras que la inversión extranjera directa se caracteriza por ser más lenta y más gradual. Sin embargo, parece haber llegado ya a un pico, pero eso es difícil de determinar.

Gráfico N° 1

PARTICIPACIÓN DEL SECTOR OFICIAL EN LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES (1976-1998)

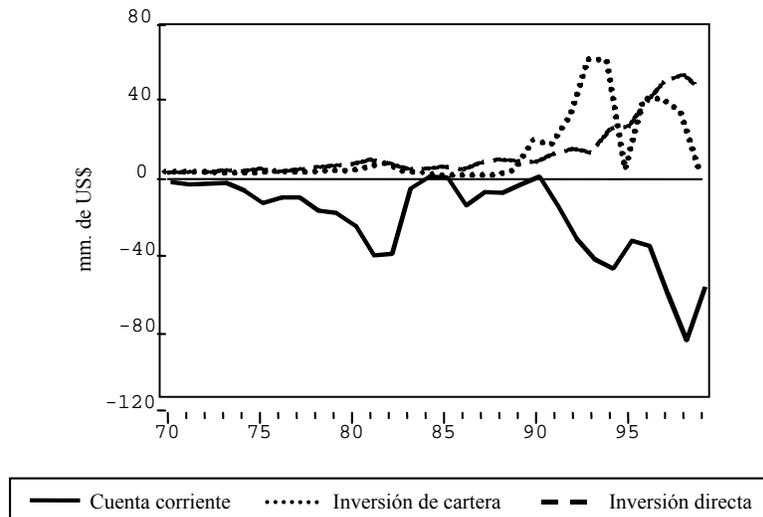


Fuente: *World Economic Outlook, FMI.*

El punto es que la globalización nos ha llevado a que, en primer lugar (ver el Gráfico N° 1), el sector privado se vuelva mucho más importante y, en segundo lugar (ver el Gráfico N° 2), una parte importante del financiamiento haya sido de flujos de cartera, la que parece haber terminado y la que actualmente es muy fluctuante. Ése es otro aspecto que debe tenerse en cuenta.

Gráfico N° 2

FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE
(1970-1998)



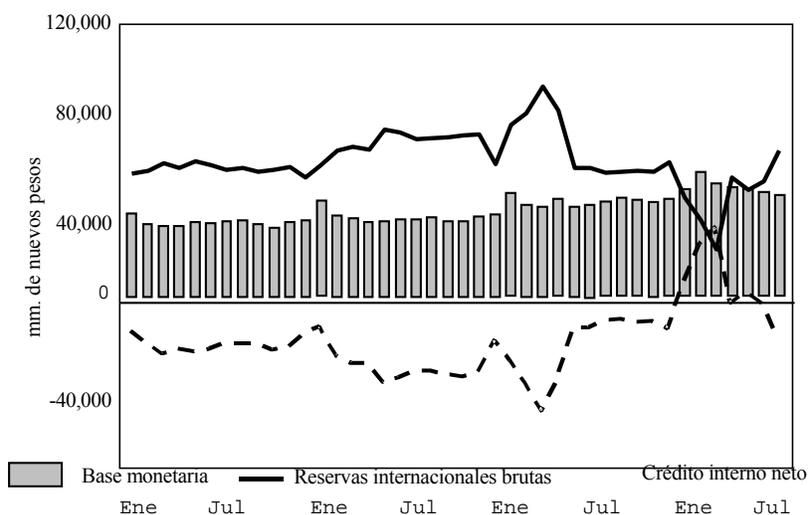
Fuente: *World Economic Outlook, FMI.*

Un ejemplo de lo que yo llamo un Banco Central hiperactivo es la crisis mexicana. En el Gráfico N° 3 se muestran las reservas internacionales, el crédito del Banco Central y la base monetaria de México. Se observa que las reservas internacionales disminuyen en 1995, cuando ocurrió lo que se denominó efecto Tequila. Pero el punto es que la caída en las reservas mexicanas está muy asociada con el crédito del Banco Central. Aquí hay toda una historia; en cada país hay una historia. El problema de siempre es que existen tensiones en el sistema financiero y suben las tasas de interés. Éstas se incrementan, el Banco Central trata de ayudar, inyecta liquidez en el sistema, pierde reservas internacionales y hay crisis. Perú está muy lejos de eso y no quiero indicar de ninguna manera que esto predice, de alguna forma, lo que va a ocurrir en el Perú. El

punto es que los Bancos Centrales terminan teniendo muy poco poder y, cuando tratan de ejercerlo, desenlazan las crisis.

Gráfico N° 3

MÉXICO ANTES Y DESPUÉS DEL EFECTO TEQUILA
(Enero 1992 – Julio 1995)



— —

Por otro lado, uno de los temas que forma parte del debate actual y del cual se habla mucho es la flotación. Se dice: “claro los países asiáticos cayeron porque fijaron el tipo de cambio”. Asimismo, México, Argentina y Brasil tuvieron problemas. Ahora parece ser que a Brasil le ha ido más o menos bien flotando.

Por lo tanto, de alguna manera, nuevamente se está tomando en cuenta la idea de que la flotación es un buen sistema. Quiero indicar los peligros de flotar, que son especialmente importantes para un país como Argentina o Perú. Si se posee

deudas en dólares, la flotación es muy peligrosa porque de repente se puede depreciar el tipo de cambio y debido a ello es posible que no se puedan pagar las deudas. Eso crea problemas financieros y se discrimina contra sectores que operan en moneda nacional, especialmente las pequeñas y medianas empresas. No es el tipo de crecimiento que uno quisiera ver en América Latina.

Además, durante períodos de contagio, el tipo de cambio es un factor más de incertidumbre. Chile, por ejemplo, redujo la amplitud de su banda cambiaria inmediatamente después de la crisis y después la volvió a ampliar. De todas maneras, esa ambivalencia de utilizar el tipo de cambio se observa en todos los casos donde existe flotación. En un inicio se utiliza la tasa de interés tratando de que el tipo de cambio no flote. Después, tímidamente, se deja flotar y se implanta un sistema de flotación sucia que no necesariamente da claridad.

La flotación en la práctica tiene las siguientes características:

- i. Miedo de flotar (*fear of floating*). Una de las razones es la que he mencionado antes, por los temores que puede traer la flotación. Cuando se produce una depreciación fuerte, ¿qué es lo que debería pasar? Si es que realmente tengo flotación, inmediatamente se encienden las luces rojas. Entonces, el resultado es que las autoridades tienen miedo a flotar.
- ii. Es muy difícil encontrar economías emergentes que tomen la flotación como sistema y que no tengan muchas reservas internacionales. Eso suena casi contradictorio. La idea de flotar es que a un país no le importan las reservas internacionales. Pero eso no pasa en ninguno de los planes que hemos mencionado recientemente; por ejemplo, el brasileño tiene una meta según la cual le interesan las reservas internacionales. Lo mismo sucede en el caso del plan mexicano, que otorga mucha importancia a este tema debido a que le permite, en primer lugar, intervenir en el mercado de divisas. Eso es lo que da credibilidad al sistema y creo que ha dado efectividad al sistema peruano también. A su vez, todo esto le permite usar la tasa de interés como instrumento, convierte a la política monetaria en una más creíble y, además, aunque no intervenga, le permite amenazar. Si se cuenta con muchas reservas y se hace saber al mercado que el tipo de cambio es 3.2 soles por dólar, ya no necesito intervenir porque el mercado sabe que si el tipo de cambio se mueve por encima o por debajo de ese 3.2, el Banco Central intervendrá. Así que, al tener reservas internacionales, uno puede observar un Banco Central que no interviene en absoluto, pero que mantiene un tipo de cambio prácticamente estable.

Entonces, para resumir, esos son sistemas de gran estabilidad y existen muchas pruebas empíricas sobre dicho fenómeno. Alejandro Werner ha elaborado un estudio para México y nosotros hemos hecho uno para el Perú. Por ejemplo, el nuevo sol, hasta cuando lo seguimos, a mediados del año pasado, flotaba más o menos lo mismo e incluso tenía la misma volatilidad que el marco con respecto al dólar. Un hecho que sin duda es sorprendente. Entonces, cabe preguntarse, ¿es eso flotar o es una caja de conversión solapada? El Perú posee tantas reservas internacionales que le sobra para una caja de conversión clásica, donde sólo es necesario reservas para cubrir la base monetaria. Incluso, en muchos casos, el Perú ha llegado a cubrir M2. Estas cifras son realmente espectaculares. Entonces, el Perú ha estado flotando o se ha podido dar el lujo de tener cierta volatilidad que, vuelvo a repetir, parece bastante poca. En la práctica, la flotación en las economías emergentes es muy limitada y requiere el apoyo de las reservas internacionales.

Este sistema cambiario tiene otros costos. Uno de ellos es que si el país no se compromete a un tipo de cambio, las tasas de interés internas probablemente van a ser más altas. Se asumen dichos costos y, por lo tanto, lo que un país debe preguntarse es ¿qué es lo que gana? Se obtiene un instrumento para flotar en momentos en los cuales sería muy difícil hacer otro tipo de ajuste. Sin embargo, se tiene miedo de usarlo e incluso se puede dar el caso de que se termine no usándolo y eso nos conduzca al peor de los mundos.

Con respecto a las críticas a la dolarización, algunas de las cuales ya han sido cubiertas por Kurt Schuler, conviene revisar los siguientes puntos:

- i. Asimetría de los shocks e inflexibilidad salarial. Un tópico a tratar es el modelo de las *Optimal Currency Areas*-OCA (áreas monetarias óptimas). Cuando se pregunta a un economista que no ha pensado en las economías emergentes ¿te parece bien la dolarización?, se recurre al argumento de las OCA. Este argumento cae en el vacío porque generalmente ese economista no sabe que nuestras economías ya están dolarizadas, tal como afirmaba en un comienzo.
- ii. Falta de un prestamista de última instancia.
- iii. Lo que llamo el efecto Fisher, un tema al que se le ha prestado menos atención, pero que considero importante.

Respecto al argumento de las OCA, esta literatura dice una cosa muy simple: en una economía los salarios y precios no son muy flexibles. De repente, le pasa algo a la economía peruana y cae el precio de un producto que exporta el Perú. Para que dicho país sea competitivo, se requeriría que bajaran ciertos precios y ciertos salarios en la economía dado el tipo de cambio, lo cual es difícil. En consecuencia, es posible que en la práctica ello traiga consigo desempleo. Ése es un punto que por lo menos teóricamente tiene validez. Es muy discutible en muchas dimensiones, pero tenemos que aceptarlo. Hay un punto que estoy enfatizando aquí: existen dos tipos de precios relativos. Uno es el que estoy mencionando, el costo de los servicios con respecto al producto que voy a exportar. Y el otro, que para los empresarios es también muy importante, que no es un invento, pero que la literatura tradicional no ha enfatizado para nada, es el intertemporal, es decir, la tasa de interés. La literatura de las OCA no tiene nada que decir con respecto a eso y, si se quiere, es una falla de la literatura. Inclusive la mayoría de los trabajos realizados recientemente ha supuesto que no existe problema alguno con las tasas de interés. Por lo tanto, la literatura de las OCA olvida y deja de lado un aspecto que, para nuestros países, es un factor fundamental: la credibilidad. Es por la falta de ésta que en nuestros países existe un riesgo país grande. Es por la falta de credibilidad en la política monetaria que la tasa de interés en el Perú y en otros países es tan alta. Entonces, las OCA deberían preocuparse de eso; sin embargo, lo deja totalmente de lado.

Otro tema mucho más obvio, pero que se olvida todo el tiempo, es que el tipo de cambio es nada más que un precio relativo. Los que enfatizan esto afirman: "claro, pero es un precio que te permite que si la economía no es competitiva, se devalúe y la volvemos competitiva". Lo que piensan es que existen bienes transables y no transables, es decir, que básicamente hay un solo precio relativo que está mal. Pero una economía, obviamente, no tiene sólo dos bienes comerciales y no comerciales, sino que tiene muchos y que mientras unos pueden tener problemas de competitividad, otros no los tienen. Mientras que una devaluación hace más competitivos a algunos sectores, a otros los induce a la inflación. Entonces, el tipo de cambio nunca se sitúa en un nivel donde todos estemos contentos.

Además, cualquiera que siga estos episodios de la devaluación sabe que ésta termina siendo un problema mucho más político y que siempre existirán algunos sectores que van a querer más. Si se sigue insistiendo en querer hacer que todas las empresas sean competitivas, eso va a tener un sesgo inflacionario porque se deberá devaluar lo máximo posible. Si se va a empezar a utilizar el tipo de cambio para que no haya problema de competi-

tividad alguno, se perderá el control de la inflación porque los precios de los bienes subirán. Es por esta razón que en muchos países hemos abandonado este sistema. Para nosotros, países emergentes, utilizar el argumento que está detrás de las OCA puede ser, en el mediano plazo, una medicina que nos lleve de vuelta a la inflación de la que ya nos hemos librado.

Con respecto al prestamista de última instancia hay una confusión muy común. Se piensa que, para tener un prestamista de este tipo, éste debe producir dinero. No existe necesidad alguna, tal como Kurt Schuler lo mencionó. Por ejemplo, podemos tener líneas de crédito contingentes con el sector privado y el sector público. Argentina las tiene. El Fondo Monetario Internacional está tratando de desarrollar dichas líneas. Por otro lado, podemos tener –el Perú ya lo tiene- una presencia más importante de la banca internacional, lo que en cierto sentido provee el prestamista independientemente de las casas matrices.

Voy a dar un ejemplo en relación con el punto que menciona Kurt respecto a cómo compartir el señoreaje con los Estados Unidos. Supongamos que Argentina tiene reservas por US\$15,000 millones sobre las que gana una tasa de 5%. Entonces, el señoreaje, o ingreso que obtiene el Banco Central producto de las reservas, es US\$750 millones por año. Supongamos que dicho país se dolariza y que los Estados Unidos transfieren a éste US\$600 millones cada año. Es decir, lo que hace Argentina es lo siguiente: lleva a los Estados Unidos los bonos del Tesoro que le daban US\$750 millones y se los entrega pidiendo, a cambio de ello, que se le dé sólo US\$600 millones por año más el equivalente en dólares de lo que es el activo, esto es, los US\$15,000 millones. Argentina entrega a su población los US\$15,000 millones a cambio de sus pesos. Es necesario analizar si este intercambio conviene o no fiscalmente a los Estados Unidos. En un principio, los Estados Unidos transferían a Argentina la suma de US\$750 millones por año. Ahora, sólo le transfieren US\$600 millones y los dólares con los cuales se puede cambiar los pesos en Argentina. El valor actual de los US\$600 millones descontados al 5% es US\$12,000 millones.

En términos de flujos, los Estados Unidos dieron a Argentina US\$15,000 millones. Esta suma de dinero queda en Argentina y los americanos no pierden nada con eso. Para los Estados Unidos no hay pérdida alguna de bienes, que es lo importante. En términos de transferencia, los Estados Unidos ganan US\$150 millones anualmente, es decir, el fisco se mejora en ese monto. Hay que recalcar que no estamos pidiendo a los Estados Unidos que realicen una transferencia fiscal a la Argentina.

Por el lado de Argentina, desaparece el riesgo de devaluación porque ahora ya no existe el peso y tiene esos US\$12,000 millones que puede descontar al 5%. Tiene una promesa de pago de los Estados Unidos y, más los *puts* y más las líneas de crédito que posee, representa una línea de crédito importante para la Argentina, que puede utilizar si es necesario rescatar a los bancos. Anteriormente, los US\$15,000 millones de reservas que Argentina poseía no se podían utilizar porque había que tenerlos para defender a la moneda nacional. Ahora Argentina posee US\$12,000 y no US\$15,000 millones como antes, pero la diferencia es que los puede utilizar para defender a los bancos sin crear ningún riesgo de devaluación. Hoy en día, Argentina tiene la capacidad de descalzarse un poco y ayudar con eso a los bancos.

Una de las preocupaciones que es importante considerar no sólo en el contexto de la dolarización, sino en el de los sistemas de flotación, es lo que llamo el efecto Fisher (por Irving Fisher). Esto es lo que está sucediendo ahora con el sector construcción en el Perú. El sector construcción toma préstamos a la tasa de interés en un momento determinado. De repente, algo sucede y cae el precio de las construcciones y lo que era una buena inversión se transforma en una inversión que no es factible. Este efecto puede darse en cualquier economía donde se produce un cambio importante en precios relativos y, en particular, en una economía que está dolarizada. Nada impide que en una economía dolarizada ocurra un boom de construcciones en un momento determinado y después se desplome dicho sector. Entonces, la pregunta es ¿cómo voy a manejar esas economías? Ahora tengo un prestamista de última instancia pero no quisiera tener que usarlo.

Sin embargo, existen maneras para reducir el efecto negativo aumentando las provisiones sobre préstamos a sectores cuyos precios se han incrementado de forma inusual; de manera que si los bancos están prestando, por ejemplo, al sector construcción, y el precio de la construcción sube de manera inusual, entonces es posible aumentar el aprovisionamiento. Lo anterior también se puede lograr a través de la indexación de préstamos, tal como lo ha hecho Argentina. Ello implica problemas financieros y, por lo menos, se debe discutir en detalle. Pero lo que quiero indicar con esto es que existen soluciones, hay otras políticas que uno puede desarrollar que son mucho más transparentes. Si uno quisiera solucionar el efecto Fisher, porque de golpe se desploma la construcción, lo único que queda es devaluar mucho para tratar de disminuir las deudas al sector. El problema es que, en un país como Perú y en muchos otros donde las deudas están en dólares, la devaluación no sirve para

eso. Así que el efecto Fisher no desaparece del todo. Es un problema que simplemente estoy trayendo a la luz porque estamos todos familiarizados con él en todas estas crisis que hemos tenido, pero al cual no le hemos dado un nombre.

En resumen, una primera observación que haría cuando hablamos de dolarización es que ya estamos dolarizados. Entonces ya existe un problema y a quien no le guste la dolarización tiene que explicarnos cómo va a proceder para desdolarizar la economía. Si no lo hace, tenemos un sistema mixto donde la flotación es muy inconveniente y puede causar muchos daños. Dolarizar completamente no es un paso mayúsculo. Los beneficios son claros y los costos se pueden, en principio, reducir con regulación prudencial y un tratado con los Estados Unidos.

Además, cuando uno piensa en un sistema alternativo, el sistema alternativo que tenemos hoy en día no es la flotación. Por ejemplo, yo no afirmaré que Brasil flota. Brasil deja mover su tipo de cambio muy poco pero, cuando se le va, interviene. Eso es lo que hace. Ésa es la idea y por eso es que el Fondo Monetario Internacional le dice que tenga reservas. El mismo caso sucede con el Perú, que tiene un sistema de flotación. Si fuera necesario, van a intervenir. Además cuentan con los certificados de depósitos del Banco Central, con los que intervienen sin la necesidad de comprar dólares. En otras palabras, hay que tener cuidado de no engañarnos y pensar que hay una alternativa que es muy diferente. ¿Existe una alternativa?, de eso no hay duda y lo podríamos discutir.

Mi preocupación es que eso que pensamos como alternativa sea una forma muy tímida de reacción que suponga una mayor flexibilidad; y me preocupa que interfiera con la claridad del mercado cambiario. Si se deja mover el tipo de cambio, pero no se va a usar ello de manera significativa, lo que se está creando es ruido. Además, ello constituye una barrera para que, especialmente las empresas pequeñas, puedan pedir prestado. Si la economía estuviera totalmente dolarizada, un inversor de los Estados Unidos sabría con mucho más claridad lo que significa invertir en el Perú, que si se tuviera que pasar por ese velo muy oscuro del tipo de cambio.

Y la pregunta que uno se hace es qué gana con eso, ¿realmente estamos ganando lo que se quiere ganar? Mi preocupación es que este país crezca y que nuestros países crezcan de manera más o menos balanceada; que no sea a punta de grandes firmas que tienen el manejo de la plaza internacional, el

acceso al poder y el acceso a la información privilegiada. Quisiera que cualquier agente pequeño pueda poner su pequeño negocio, pueda pedir un préstamo al banco y obtener financiamiento, y que el tipo de cambio -si es que no se va a usar- no sea un impedimento. Mi impresión es que en Argentina, y creo que ello se aplica al Perú, el tipo de cambio es un impedimento y es en esa dimensión que uno desea pensar en la dolarización.

Termino con esta observación. ¿Significa esto que vamos a dolarizar para siempre? Eso no tiene sentido, no podemos comprometer a las generaciones futuras que dolaricen, pero podríamos hacer algo intermedio. Por ejemplo, se puede dolarizar la economía por diez años y se puede revisar si es apropiado dicho esquema cada cinco. Eso no compromete para siempre al país, pero sí proporciona un horizonte suficientemente grande, de manera que la incertidumbre de cuánto tiempo estará vigente la dolarización no interfiera con la mayoría de proyectos de inversión.

Fritz Bu Bois
Gerente del Instituto Peruano de Economía

Me llama particularmente la atención el último comentario sobre la relación tan estrecha que existe entre flotación y credibilidad. Si recordamos nuestra experiencia, la flotación administrada que se ha estado aplicando en el Perú nos ha servido muy bien por varios años. Pero basta que se dé un hipo cambiario para que haya una percepción de inestabilidad que ciertamente parece, desde todo punto de vista, desproporcionada con relación a la solidez macroeconómica de nuestra economía. Un aspecto sobre el que conviene reflexionar es si realmente todo un programa de estabilidad puede estar sujeto a la percepción del mercado sobre el manejo que pueda tener un Banco Central. Esa percepción de vulnerabilidad, ciertamente, creo que es una invitación para reflexionar.

El siguiente expositor de esta sesión es el señor Miguel Savastano, quien actualmente es miembro del Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional. Es Doctor en Economía por University of California at Los Angeles (UCLA) y ha escrito una serie de artículos y ensayos sobre política monetaria en economías emergentes.

Miguel Savastano
Miembro del Departamento de Investigación del FMI

Las opiniones que voy a expresar son totalmente personales, las de alguien que ha trabajado durante mucho tiempo en el tema de la dolarización y, de ninguna manera, reflejan las del Fondo Monetario Internacional. Más aún, no creo que el FMI tenga una posición oficial al respecto y está por verse si en algún momento la tendrá.

Quiero hacer cuatro observaciones o consideraciones preliminares para enmarcar mis comentarios. La primera observación es que las comparaciones y el debate de economías con tipo de cambio fijo y flexible nunca van a terminar. Me parece bastante improbable que algún día se pueda llegar a un acuerdo o consenso, sea en el ámbito académico o sea en el foro internacional, respecto a la superioridad de uno u otro régimen cambiario.

La segunda observación es que en todo país, en cualquier momento del tiempo, siempre va a existir descontento con el sistema cambiario de turno y siempre existirá la presunción, más o menos generalizada, de que una modificación del régimen cambiario en una u otra dirección es la solución a los problemas coyunturales y estructurales de la economía, y en todas estas situaciones el sistema cambiario preferido o adecuado siempre resulta ser el que no tenemos.

Esas son las consideraciones más generales. Con respecto a la dolarización total debemos recalcar lo siguiente:

No existen experiencias relevantes de economías emergentes que hayan adoptado un esquema de dolarización total como el que se está discutiendo. Quiero decir que no existen países con un tamaño o niveles de ingreso o trayectoria económica comparables a aquellos de las economías latinoamericanas en las que se está discutiendo esta opción, que hayan abandonado la moneda doméstica y hayan renunciado totalmente a tener algún tipo de política monetaria. Esto implica que toda la discusión sobre este tema tiene

que darse necesariamente sobre el plano hipotético o de las conjeturas, lo cual lo hace un ejercicio intelectual interesante, pero también bastante riesgoso debido a que los economistas tenemos un récord bastante malo en predecir el funcionamiento de economías imaginarias, y un buen ejemplo de esto son las predicciones sobre el funcionamiento de un sistema de tipo de cambio flotante que Milton Friedman y muchos otros hicieron en la década de los cincuenta. Estas predicciones no tuvieron nada que ver con la forma como ese sistema operó en la práctica desde 1963.

La última observación es que el debate sobre la dolarización total realmente debería haber empezado hace muchos años, tanto en el Perú como en las otras economías de la región que llevan décadas de estar parcialmente dolarizadas. Ahora, no tengo una buena explicación de por qué esta discusión se ha demorado tanto en surgir y, si bien es cierto que más vale tarde que nunca, hay mucho por discutir y por resolver, y quizá lo más prudente sea tomar distancia de los factores coyunturales que han desencadenado el debate en el Perú y en el resto de la región.

Con respecto a las dos ponencias a favor de la dolarización total de las economías emergentes, es decir, lo que hemos escuchado de Guillermo y de Kurt, siguen los principios básicos del buen marketing. Por un lado destacan los beneficios netos que reeditaría el producto y, por el otro, tienden a minimizar o incluso ignorar algunas veces los costos que podría implicar dicha propuesta.

Hasta cierto punto esa estrategia de marketing es perfectamente válida y razonable. Sin embargo, mi función en este panel y mi propia convicción o prejuicio, si se quiere, demanda que yo trate de ponerle un poco de balance a las propuestas de dolarización total de las economías emergentes, no necesariamente porque esté en desacuerdo con que en términos netos la dolarización total de ciertas economías latinoamericanas sea algo factible, deseable y probablemente hasta inevitable en el largo plazo, sino porque tanto Guillermo como Kurt, más el último, exageran los beneficios que un sistema de este tipo traería consigo. Si quisiera ser un poco más esquemático y listara los beneficios que normalmente se asocian o se atribuyen a las propuestas de dolarización total, tendría que incluir la estabilización de precios, una inflación igual o menor que la de los Estados Unidos, la disciplina fiscal, un menor nivel y variabilidad de las tasas de interés, un mayor acceso al crédito externo, una menor incidencia de crisis externas, una mayor inversión y un mayor crecimiento.

Y si hago un esfuerzo y trato de mostrar los costos que se mencionan en estas discusiones, tendría que incluir la posible pérdida de ingresos de señoreaje, la pérdida o el abandono o la renuncia a la política cambiaria, y la posible pérdida de un prestamista de última instancia. Ahora, para muchos, especialmente cuando se piensa o cuando se refiere a países que han tenido episodios recientes de alta inestabilidad macroeconómica, los costos se toman más bien como beneficios. Eso sucede en aquellos países donde las políticas monetaria y cambiaria han sido conducidas de forma imprudente en muchas ocasiones, y donde estas políticas rara vez han cumplido el rol estabilizador que podrían o deberían haber tenido. De esta forma, analistas, observadores y el público en general no ven mayor problema en eliminarlas. Obviamente, si uno comparte esa perspectiva, los beneficios netos de la dolarización son altísimos, porque no hay nada sustantivo detrás de los costos y lo único que queda, la posible pérdida de ingresos de señoreaje y la posible pérdida de un prestamista de última instancia, se arregla con los mecanismos del mercado.

Me parece que esto es hacer un poco de trampa en el análisis costo-beneficio. Creo que una evaluación sería de una propuesta de dolarización total en una economía debe partir por contestar tres preguntas básicas. La primera es ¿cuál es el punto de partida o las condiciones iniciales o la *performance* reciente en las economías para las que se está evaluando la posibilidad de ir hacia una dolarización total? Por punto de partida me refiero a las tasas de inflación, el régimen cambiario, el grado o el nivel de dolarización, el nivel o la variabilidad de las tasas de interés, la situación del sistema financiero, el grado de integración al mercado de capitales, etc.

Sólo teniendo una idea aproximada de dónde se ubican estos parámetros, uno debe y puede tratar de precisar, ¿qué se pretende ganar con la dolarización total?, ¿qué aspectos del funcionamiento de la economía se pretenden mejorar con esto y cuál sería un margen razonable para dichas mejoras?

La segunda pregunta que uno debe hacerse es, ¿cuál es la base analítica o la evidencia empírica que respalda los supuestos beneficios que se esperan del esquema de dolarización total, y en qué plazo u horizonte tendríamos que esperar estos beneficios?

Aquí pienso que deberíamos brindar especial atención, primero, a los supuestos beneficios en términos de política fiscal. Esa disciplina fiscal endógena de

la que habló Kurt o la flexibilidad fiscal que Guillermo alude en sus escritos sobre el tema, son algo que hay que estudiar con más cuidado.

El segundo aspecto o supuesto beneficio que creo que debería analizarse sistemáticamente son los efectos que una dolarización total tendría sobre la balanza de pagos, la inversión y el crecimiento. Mi primera reacción es que la presunción de que un esquema de dolarización total llevará a un crecimiento alto y sostenido y, por consiguiente, eliminará las crisis externas y el ciclo económico, me parece demasiado buena para ser verdad.

La tercera pregunta que habría que plantearse es ¿qué supuestos se están haciendo acerca de la modalidad o mecanismo por el cual se llevaría a cabo la dolarización total y, concretamente, se está contemplando una modalidad unilateral, bilateral con los Estados Unidos o un acuerdo regional? ¿Cuán realista es este supuesto? Y ¿cómo y cuánto depende que la evaluación costo-beneficio de la dolarización se haga bajo un esquema u otro?

Kurt lo ha discutido con cierto detalle en su presentación -lo hace con mayor detalle en sus trabajos sobre el tema-. Sin embargo, soy bastante menos optimista que él con respecto a la factibilidad de un esquema de dolarización bilateral o regional. Mi lectura personal del estado del debate actual en Latinoamérica y en Washington es que la única opción relevante en el futuro cercano es una dolarización unilateral. Es decir, estamos hablando de un esquema que no va a tener prestamista de última instancia, que no va a acceder a ingresos por señoreaje, o que por lo menos no va a contar con una institución como la Reserva Federal detrás de estos mecanismos. Habrá que negociarlos, como dice Guillermo.

Ahora, teniendo una respuesta un poco más precisa de estas tres preguntas básicas uno debería dedicarse a evaluar de una forma más sistemática, como dije anteriormente, los beneficios netos del esquema de dolarización. No obstante, como no existen experiencias relevantes para establecer un paralelo firme, dicha evaluación deberá realizarse en una forma puramente analítica y especulativa, pero igual es necesario llevarla a cabo. Un ejemplo concreto que vale la pena desarrollar es el efecto que la dolarización total puede tener sobre las tasas de interés y sobre el costo del crédito, y esto se puede analizar haciendo uso de la condición de arbitraje de las tasas de interés:

$$i = i^* + x + \rho$$

El costo del crédito o la tasa de interés doméstica (i) es igual a la tasa de interés del exterior (i^*), en este caso la de los Estados Unidos, más dos componentes adicionales: la devaluación esperada o el riesgo moneda (x) y el riesgo país (ρ), el cual refleja el riesgo de insolvencia, el riesgo de liquidez, la inestabilidad política, el riesgo de invertir en otro país, etc. Prácticamente todas las propuestas en favor de la dolarización total asumen, implícita o explícitamente, que la abolición de la moneda doméstica a favor del dólar resultará en una baja significativa e inmediata de las tasas de interés del país que dolarice; es decir que las propuestas suponen que las tasas de interés pasarán de un nivel i_0 a un nivel mucho menor como i_1 y que, a la vez, esta disminución en las tasas se dará de manera casi inmediata.

Sin un esquema de dolarización

$$i_0 = i^* + \chi + \rho$$

Con dolarización total

$$i_1 = i^* + \chi + \rho_1$$

donde

$$i_0 > i_1 \quad \rho_0 > \rho_1$$

Quienes proponen este esquema postulan que la volatilidad de las tasas de interés domésticas también será mucho menor con un esquema de dolarización total. Si usamos la varianza estadística como una aproximación de la medida de variabilidad, se presume que la varianza de la tasa de interés doméstica con dolarización total (i_1) será mucho menor que la varianza con dolarización parcial (i_0) y, como el término de riesgo moneda (x) desaparece, la menor varianza se explica básicamente por una menor varianza del riesgo país (ρ). En mi opinión ninguno de estos supuestos es realista o razonable. Para empezar, no encuentro razón alguna por la cual la convergencia de las tasas de interés deba ser inmediata.

Mi lectura de la evidencia es que ningún cambio de régimen que haya partido en condiciones de relativa estabilidad ha tenido un efecto inmediato y aquí hago hincapié en la primera pregunta que dije que habría que responder, las condiciones iniciales. Kurt mencionó la reforma monetaria alemana después

de la hiperinflación, el plan de convertibilidad argentino y la estabilización de Estonia; sin embargo, ninguno de estos países partía de una condición inicial particularmente estable, que sería el caso de muchos de los países para los cuales se está considerando actualmente esta opción en Latinoamérica. Siempre tiende a existir, en condiciones estables iniciales, un período de transición que me parece razonable suponer, de tal forma que algo similar sucedería con una dolarización total hecha de manera unilateral. ¿Cuánto durará este período de transición? Quién sabe, uno o dos años, quizás más.

En segundo lugar, no estoy tan convencido de que, alcanzado el nuevo equilibrio, la dolarización total vaya a disminuir significativamente el riesgo país; es decir, no sé si ese ρ_1 con dolarización total será mucho más pequeño que el ρ_0 . Creo que permanecerá en un nivel similar, especialmente si la dolarización se hace de forma unilateral porque en esencia estamos hablando de la decisión política de un país soberano, y todas las decisiones de esta naturaleza son reversibles. Revertir dicha decisión podría implicar mayores o menores costos, tanto en términos de reputación y credibilidad de acceso a mercados de capitales como en términos de la *performance* de la economía en el largo plazo. Pero se puede revertir porque en principio un gobierno soberano siempre tendrá la opción de abolir o suspender la dolarización y restablecer una moneda doméstica. De esto sí existe un ejemplo: Liberia. Basta que la probabilidad de este evento sea percibida como marginalmente mayor que cero para que el riesgo país no desaparezca.

Por último, con respecto a la varianza o volatilidad de las tasas de interés, es clarísimo que si estamos eliminando una fuente de variabilidad, el riesgo moneda, la varianza de tasas de interés será menor con dolarización total que con dolarización parcial, aunque no se puede asegurar cuánto menor.

Como yo lo veo, las tasas de interés, que constituyen un indicador del retorno esperado del capital en un país, seguirán reflejando las expectativas de los inversores extranjeros y domésticos acerca de dicho país. Las expectativas en los mercados de capitales son volátiles por naturaleza. La eliminación del riesgo moneda no tiene por qué cambiar esta característica de las expectativas. Suponer que van a desaparecer los rumores, los pánicos, las corridas, el nerviosismo o el contagio regional, sólo porque las inversiones en un país dado están denominadas y son redimibles en dólares, me parece una exageración. En mi opinión, mientras menos uso se haga de este supuesto en particular para calcular o evaluar los beneficios de la dolarización total, la evaluación tenderá a ser más sólida y más realista.

Debido a los argumentos que acabo de dar y algunos otros tales como las deficiencias crónicas del aparato impositivo y del sector público en general, es decir, la ausencia total de la flexibilidad fiscal de la que habla Guillermo en sus trabajos y, en segundo lugar, a la importancia que los sectores primarios y términos de intercambio siguen y seguirán teniendo como determinantes de la cuenta corriente en muchas economías de la región, lo que yo veo como una fuente clarísima de shocks asimétricos -en los que Guillermo y Kurt no creen-, me inclino a pensar que los beneficios netos de adoptar un esquema unilateral de dolarización total en ciertas economías que están parcialmente dolarizadas serían positivos pero no muy altos. En particular, no comparto la idea de que un régimen de este tipo genere una menor volatilidad nominal y real. Como yo lo imagino, una economía totalmente dolarizada claramente exhibiría menos volatilidad nominal (de precios, de inflación, de tasas de interés), pero quizás a cambio de una mayor volatilidad de cantidades, es decir, una mayor volatilidad en el producto, en el empleo, en el crédito y en la inversión, debido a que la mayor parte del ajuste de estas economías se tendrá que hacer vía cantidades. Los precios ya no se ajustan y la necesidad de ajuste existirá porque el ciclo económico y la crisis externa no van a desaparecer en los países simplemente porque se elimine la moneda doméstica. Tampoco los precios y salarios se volverán menos inflexibles a la baja sólo porque estén expresados en dólares.

Y aquí creo que vale la pena tener en cuenta un conjunto de datos interesantes de la experiencia de Panamá, que rara vez se menciona como ejemplo de las virtudes o ventajas de una economía totalmente dolarizada. El primer dato es que en los últimos 25 años Panamá ha suscrito 13 acuerdos con el Fondo Monetario Internacional. Panamá es la economía latinoamericana que ha tenido más programas con el FMI desde 1963; más que Haití, Jamaica, Argentina y Perú. Considerando este dato, me parece que el argumento de que la incidencia de crisis externas será menor en economías totalmente dolarizadas pierde un gran respaldo. Otro aspecto, que rara vez se menciona, es la enorme crisis financiera que enfrentó Panamá a fines de la década de los ochenta, en los últimos años del régimen del general Noriega. En esos años, el sistema de pago de Panamá estuvo al borde del colapso como resultado del bloqueo a las líneas de crédito y al sistema de *clearing* que utilizó el presidente Bush para ejercer presión sobre el gobierno del general Noriega. A mí me parece que este episodio le da una dimensión concreta y poco valorada a lo que implica no tener la opción de usar la política monetaria y tener como respaldo un prestamista de última instancia en un período de crisis.

Para concluir, mi opinión es que la dolarización total de las economías que están parcialmente dolarizadas es algo factible y probablemente deseable; sin embargo, no es una opción que domina absolutamente todas las alternativas en todas las opciones. Como yo lo veo, ésta es una opción que merece ser considerada seriamente y que por tanto merece ser evaluada en forma sistemática, país por país, tratando de incorporar en la evaluación las características tecnológicas de la economía, del sistema productivo, del sistema financiero, y del sistema de pagos, las preferencias del público, cuán acostumbrado está a usar el dólar y las preferencias en la función objetivo del gobierno. Entiendo que una dolarización unilateral puede hacerse casi por decreto, casi de la noche a la mañana; no sé por qué Kurt nos pone un plazo de 30 días. Quizá el hacerla de la noche a la mañana aumentaría el riesgo de que no funcione y que se precipite a una debacle, que es justamente lo que se quiere evitar. Renunciar a la política monetaria es una decisión mayor que requiere de planeación, consenso, una serie de ajustes y prerrequisitos institucionales, que en muchos casos no están dados.

Fritz Du Bois
Gerente del Instituto Peruano de Economía

Como un tema adicional, vale la pena mencionar que si bien una dolarización elimina instrumentos de política monetaria, habría que pensar qué tan útil resulta contar con dichos instrumentos frente al posible beneficio de minimizar la injerencia política en el manejo económico dolarizando la economía.

No percibo una discrepancia muy grande con Miguel. Creo que los temas que se han discutido no habían sido tomados en cuenta antes de que surgiera el debate de la dolarización en América Latina. Creo que si hay algo realmente parcial en la literatura, es el tema de las *Optimal Currency Areas* (OCA), puesto que deja de lado muchos aspectos que son centrales. Por eso, se debe poner el énfasis en las condiciones iniciales: ¿dónde estamos ahora? Esa literatura supone que partimos de otro mundo, creo que en ese contexto es que debemos discutir estas cosas.

Estoy totalmente de acuerdo con Miguel cuando dice que la dolarización no es el único sistema. Por ejemplo, a Australia le está yendo muy bien y todavía nadie sabe por qué. También le iba muy bien a Corea hasta que le fue mal. Así que eso tampoco hay que tomarlo como una evidencia. Sin embargo, es verdad que otros países se pueden dar el lujo de tener sus tipos de cambio con tasas de interés más bajas, es decir que existen alternativas. Por eso digo que ahí no veo que haya ninguna diferencia. Lo importante es que en América Latina estamos enfrentando un problema. Aquí no se han acabado los problemas; en cierto sentido estamos al principio de los problemas. Los inversionistas piensan en América Latina como una región más riesgosa de lo que era antes; hay mucho más correlación entre los retornos de nuestros países, mucho más contagio. Por ejemplo, en el año 1995, el Perú no se contagió con el efecto Tequila. Pero ahora, después de la crisis Rusa, al Perú también lo pusieron en el mismo grupo de países.

Entonces, creo que el apetito del inversionista por invertir en nuestros países ha disminuido y como ejemplo podemos tener en cuenta la inversión de cartera. ¿Cómo seguirá este juego? Creo que eso es lo más importante. Obviamente aquí hay algo, estoy de acuerdo con Miguel, estamos especulando, pero no porque somos unos teóricos que no sabemos qué hacer con nuestro tiempo, sino porque estamos muy preocupados. Si no pensamos estos problemas los países pueden colapsar. Esto no es una abstracción, como en Argentina que ha tenido un problema serio ayer y podría enfrentar un problema serio pasado mañana. De eso estamos hablando, lo que también podría pasar en el Perú. No considero que se trate de una

especulación; es algo que deberíamos pensar y ojalá nos adelantemos y ayudemos a evitar un problema.

Asimismo, es importante considerar que los grados de libertad con los que contamos son muy limitados. El Fondo Monetario Internacional observa que Brasil flota bien, entonces ¿por qué le pide que tenga reservas? ¿Por qué flota tan bien México? ¿Por qué tiene reservas el Perú? No es dejar el tipo de cambio flotar y no comprometer ninguna liquidez para que todo vaya bien. No es esa la alternativa de la que se está hablando, sino más bien de una flotación sucia, y es aquí donde surge un debate. Entonces, la alternativa en la práctica es muy pequeña, y si va a ser así, entonces ahí se plantea la pregunta ¿por qué no jugar con claridad? Una alternativa interesante para el Perú es Australia, donde no hay dolarización, donde la tasa de interés está en 4% y se usa como instrumento para ajustar la economía. En Australia la tasa de inflación va por un lado y el tipo de cambio va por otro. Sin embargo, creo que ése no es el mundo del cual habla Miguel.

Efectivamente, no hay mucha diferencia en la posición que estamos tomando, y estamos de acuerdo con el hecho de que las flotaciones que existen, sobre todo en América Latina, son sucias; sin embargo, no hay nada malo en eso. Es más, criterios económicos bastante sólidos, quizá no tan endebles como las *Optimal Currency Areas*, indican que un país con las características de los países latinoamericanos no puede darse el lujo de no ver el tipo de cambio, de no tomarlo en cuenta en las decisiones políticas. De alguna forma tiene que entrar en la función objetivo del Banco Central, en la función objetivo del Ministerio de Economía y Finanzas.

El hecho de que los programas del Fondo Monetario Internacional tengan o no metas de reservas me parece un tema distinto. Eso está más relacionado con el hecho de que existe un préstamo de por medio y que se debe asegurar el repago del mismo. Tiene menos que ver con el mecanismo de intervención y el asunto de la estabilidad del tipo de cambio. Estoy totalmente de acuerdo con Guillermo que para economías como la peruana, ya que la mencionó, Australia probablemente no sea la economía a seguir como ejemplo, por las condiciones iniciales que mencioné al principio. Pero para Chile, por ejemplo, sí lo es. Chile considera a Australia y Nueva Zelandia como puntos de referencia.

Por otro lado, es necesario realizar alguna distinción entre las economías emergentes. Como clase, existe un grado, una dimensión, en la cual todas son comúnmente emergentes; sin embargo, existe otra dimensión en la que son distintas. Los inversionistas, hasta donde tengo entendido, muchas veces pierden de vista esas diferencias y estas discusiones, cuando tienden a englobar a todos los países dentro de la misma bolsa, con lo cual contribuyen a perpetuar esa falta de diferenciación. Temas como el régimen cambiario no importaban mucho en la discusión, pero ahora forman parte de lo que Guillermo denomina “miedo de flotar”, lo que en algunos países se presenta más acentuado que en otros. No obstante, cuando los países empiezan a usar políticas distintas, los márgenes de acción y los márgenes de ganancia de

seguir un curso de acción u otro son distintos, y esa diferenciación es la que quería enfatizar en mi presentación.

Existe dentro de los países emergentes un grupo de países que son extremadamente vulnerables a los choques de términos de intercambio, típicamente, Chile, Brasil, Venezuela, ¿qué separa a estos países de los demás en las consideraciones sobre dolarizar o no dolarizar?

Guillermo Calvo

Ése es un tema muy importante, sobre el cual escribí un informe. En él manifesté que El Salvador no debería dolarizar porque exporta a Guatemala y este país no tiene el mismo régimen. Existen muchas maneras de pensar esto; sin embargo, es un error pensar que no existen problemas al tener un tipo de cambio. En la pizarra, cualquiera de nosotros sabiendo un poco de economía, sabemos lo que estamos diciendo cuando se cambia el tipo de cambio. Cuando se usa el tipo de cambio para solucionar los problemas de competitividad en las economías y de golpe se producen movimientos en los términos de intercambio, este shock exige un ajuste interno y el tipo de cambio permite hacer ese trabajo. *“El tipo de cambio no “nació” para hacer ese trabajo, éste es un precio relativo entre dos monedas, y Dios no lo puso en la Tierra para arreglarnos los problemas de los términos de intercambio, más bien si algo sabemos es que se comporta muy mal”*. En los países desarrollados es mucho más volátil que lo que indican los fundamentos macroeconómicos.

¿Quién sabe ahora por qué el euro se ha depreciado ya 15% con respecto al dólar desde enero? ¿Dónde están los fundamentos? ¿Qué pasó? A lo mejor todo ello se debe a las tasas de interés, a las expectativas, por eso se mueve el tipo de cambio. Allí está Japón en la lona. Su moneda se está queriendo apreciar, y qué hace, está interviniendo. Por lo tanto, el tipo de cambio es muy volátil, se tiene que estar interviniendo constantemente en el mercado cambiario; y, en economías que tienen poca credibilidad como las nuestras, eso de por sí ya es muy complicado. Nadie sabe entonces lo que se hará, quién determina el tipo de cambio. No estoy poniendo en juicio las intenciones del Banco Central, el problema está en el sector privado y en cómo

responde a ello. Ésa es la primera observación. Con respecto a la segunda observación -y allí es donde Miguel no coincide conmigo-, también se tiene una política fiscal. Ésta se ha usado en Chile, a través del fondo del cobre, y en Venezuela, donde también se ha establecido un fondo recientemente. Asimismo, en Argentina se está pensando bajar los impuestos al trabajo.

En conclusión, existen cosas que podemos hacer, políticas que atacan directamente el problema y que se pueden controlar. Es posible bajar ciertos impuestos o dar subsidios al trabajo, pero ¿cómo procedemos? Es difícil, claro. Sin embargo, creo que con el tipo de cambio se hace más difícil por dos razones: primero porque se enfrentan problemas políticos que se pueden atacar con la política fiscal y, segundo, porque otra vez el tipo de cambio se porta muy mal, y si se deja fluctuar alcanzará un nivel no deseable. Por ello, pienso que el tipo de cambio, si bien teóricamente sería un instrumento fabuloso, en la práctica, en países que tienen problemas de credibilidad, es peligroso. Particularmente, me preocupa el período en el que estamos entrando. Me preocupan esos US\$300 mil millones que han ingresado a la región como capital de cartera y que se pueden ir. Con sistemas tan rígidos como los que poseemos, la salida de capitales puede generar una crisis en cualquier momento.

En el debate del Senado Norteamericano, el 22 de mayo, se formularon dos símiles muy interesantes respecto a la dolarización. En ese debate, un grupo sostenía que la dolarización equivalía a taparle la boca a un obeso. Sin embargo, sólo se le podía tapar la boca dos o tres semanas; pues al final este señor seguiría comiendo. Tengo la impresión de que a usted (Guillermo Calvo) no le gustó mucho ese comentario, y no sé si usted u otra persona dijo que prefería el símil de Ulises. Ulises se hace atar a un palo para no caer bajo los encantos de las sirenas. En el fondo, ¿es eso lo que está usted proponiendo? ¿No se está desconfiando del Presidente del Banco Central de nuestros países o quizás del Presidente de un país cuando se propone la dolarización total? ¿Qué similitud habría entre su propuesta y Ulises?

Guillermo Calvo

Ulises es un viejo amigo mío porque he escrito sobre el tema hace años bajo el título de inconsistencia temporal. Es por ello que entiendo perfectamente la actitud de atarse al mástil para no tentarse. Creo que en las sociedades civilizadas se vive atado a un mástil. Particularmente, yo dejo de hacer muchas cosas simplemente porque me ato las manos, y yo no soy una excepción, lo somos todos. Aceptar reglas y perder soberanía, como el hecho de que todos

podamos estar aquí y no estemos discutiendo todos al mismo tiempo, permite que se pueda realizar muchas cosas.

La moneda es una forma de comunicación. Tener más de una moneda es como tener más de un lenguaje, lo cual sabemos es un impedimento. El sector privado necesita cierta claridad para poder funcionar. En Argentina tuvimos muchas monedas. Entiendo que en el Perú también había muchas monedas y se abandonaron porque no ayudaban al comercio. Las monedas interfieren y las hemos mantenido en el nivel internacional por muchas razones. Puede ser a veces necesaria, pero la moneda no es pan, es un pedazo de papel, es una manera de decir “te pago tanto”. Entonces no resulta muy obvio por qué vamos a querer tener más de una moneda cuando la moneda supuestamente tiene que facilitar el intercambio.

En ocasiones hay razones para tener muchas monedas y creo que dichos episodios han sido accidentes históricos. Pero no pienso este tipo de cosas necesariamente en el contexto de Ulises. Creo que en cierto nivel es un poco más básico, aunque es un gran tema que estoy seguro vamos a seguir discutiendo.

Fritz Du Bois

Sobre esta última pregunta, y para terminar, sí considero que existe una ventaja en la dolarización, pues otorga capacidad de predicción a la política económica y si eso significa pérdida de discrecionalidad en el manejo político-económico, creo personalmente que es positivo, tanto en el Perú como en cualquier otro país.

Al profesor Calvo, ¿es el desarrollo de mercados de derivados financieros locales una alternativa para controlar el riesgo cambiario, una alternativa posible a la dolarización como una posibilidad de disminuir el riesgo cambiario?

Guillermo Calvo

La dolarización es un sistema que tiene la característica de ser muy simple y muy transparente; el manejo del riesgo cambiario a través del desarrollo de derivados sería todo lo contrario. La persona que ha formulado esta pregunta tendría que saber si es el gobierno o el mercado de capitales quien lo va a

llevar a cabo; es una pregunta muy amplia. Si consideramos el momento que estamos viviendo hoy en día no podemos pensar que el mercado de capitales va a hacer mucho por nosotros, pues tenemos un problema de confiabilidad. Nuestros gobiernos están en el límite de su capacidad de manejo. Entonces, creo que hay que adoptar sistemas simples, pero lo más aplicado a la pregunta sería desarrollar un sistema contingente. Tratar de desarrollar mercados de manera que los préstamos estén indexados de forma más cercana al precio de los productos para los que se pide el préstamo.

Al doctor Almansi. Coincido con él en cuanto a que efectivamente haría falta la participación de algún político o politólogo, puesto que al final la decisión del régimen cambiario es política. ¿Por qué los candidatos a la Presidencia de Argentina coinciden con el hecho de estar a favor de la convertibilidad, tanto Urubalde del oficialismo, incluso su futuro Ministro Economía, y también De la Rúa? Es curioso que estos dos candidatos coincidan en esta línea porque justamente los gobiernos más socialdemócratas tenderían a un tipo de política y los más neoliberales hacia la dolarización. Pero parece que eso no se está dando hoy en día. La segunda pregunta, no sé si ligada a la primera, es ¿no será que lo que estos futuros Presidentes quieren evitar es que con la dolarización se rompa el Mercosur?, ¿no es que con la dolarización se acabaría por siempre el Mercosur dada la posición brasileña?, ¿y no es cierto lo que dijo el representante del Deutsche Bank hace unos días, en la reunión de la asociación de banca argentina, que en 15 años quizá se podría hablar de dolarización para América Latina?

Aquiles Almansi

La coincidencia de los 2 candidatos presidenciales (hay un tercero en realidad, el doctor Cavallo que fue mencionado recientemente), un apoyo a la convertibilidad, en realidad refleja el amplio consenso que existe en Argentina respecto a la absoluta inviabilidad de la política monetaria dada nuestra historia. Realmente nadie cree que el Banco Central pueda resolver problemas reales haciendo una de las dos cosas que puede hacer: imprimir dinero, en el caso del denominado tipo de cambio flotante, o mover el tipo de cambio, en el caso de los sistemas de tipo de cambio fijo, donde éste cambia cada vez que el Banco Central lo decide. La historia de que una política monetaria flexible flexibiliza el sistema es una historia que simplemente en Argentina no creemos. Ni ahora, ni antes, porque jamás hubo en Argentina aquello que con tanta fuerza han descrito Liliana, Alejandro, como un tipo de actividad pública.

En Argentina, la política del Banco Central y sus predecesores fue siempre un apéndice de la política fiscal. Fue así que, cuando nos convencimos a los golpes de la hiperinflación de que el recurso monetario ya no era un recurso fiscal confiable, se acabó la discusión, todo el mundo estaba de acuerdo con eso. Con respecto al Mercosur, bueno, Brasil ha ido muy despacio pero también ha ido cambiando como es habitual en ellos; tienen la capacidad para observar la realidad tal cual es y ajustarse en sus tiempos por supuesto. Incluso ahora están conversando del tema de la moneda del Mercosur, un tema del cual no querían ni hablar el año anterior. Pero creo que ellos se van a tomar un buen tiempo antes de tomar una decisión drástica en materia de arquitectura monetaria.

Lo que sí quiero decirle es que Argentina ha tenido un régimen de convertibilidad desde 1991. Brasil ha tenido sus cosas desde ese entonces y el Mercosur ha florecido. Y si realmente hoy en día hemos enfrentado problemas, éstos realmente no se han derivado de la devaluación de Brasil. La caída del precio de los *commodities* agrícolas nos ha destruido básicamente; el encarecimiento del mercado de capitales es lo que realmente nos está golpeando. Argentina, es verdad, en estos años de dolarización aumentó dramáticamente sus exportaciones a Brasil, pero son exportaciones de *commodities* que se pueden ir a cualquier parte del mundo, que no tienen nada que ver con el tipo de cambio real. Es obvio que si uno vende *commodities* y tiene cerca a un gigante como Brasil que las necesita, las mandamos allí, pues los costos de transporte son más bajos que enviarlas al Asia. El tema monetario no ha tenido un rol significativo, lo que sí es un problema es la inestabilidad monetaria. Argentina ha hecho su parte para reducirla y estamos decididos a continuar en ese camino.

**III. MESA REDONDA: RIESGOS Y OPORTUNIDADES DE
DOLARIZAR LA ECONOMÍA PERUANA**

Eloy García
Banco Interamericano de Desarrollo

Quisiera presentar al Doctor Aquiles Almansi, ciudadano argentino, Director del Banco Central de Argentina, doctor en economía de la Universidad de Chicago, y uno de los padres intelectuales de la convertibilidad Argentina.

Aquiles Almansi
Director del Banco Central de Argentina

¿Quién será la madre de la convertibilidad?, ¡porque hay tantos que reclaman ser los padres! Voy a empezar diciendo que, a pesar de ser Director del Banco Central de Argentina, voy a hablar a título personal. El Banco Central de Argentina no tiene una opinión oficial sobre este tema, así como tampoco puedo hablar por el gobierno de la República Argentina, el que simultáneamente está promoviendo por un lado la dolarización y por otro lado la moneda del Mercosur. Son dos cosas que pueden ser muy diferentes o pueden ser dos versiones de lo mismo, en función de lo que uno entienda por dolarización.

Quisiera también decirles que, si bien es extraordinario que estemos aquí reunidos discutiendo este tema, encuentro un problema con los dos paneles, con el anterior y con éste; todos somos economistas y éste es un tema que trasciende ampliamente el conocimiento que decimos tener los economistas. Se trata de un problema institucional, un problema de desarrollo institucional. Tomando en cuenta el tema planteado por el anterior panel, personalmente creo que atarse al mástil no basta porque uno siempre encuentra la manera de cortar la soga. Me gusta más la idea de Hernán Cortez: “quemar las naves”; por lo cual les propongo que al término de esta reunión vayamos a quemar el Banco Central.

Entonces, el primer punto que quiero tocar es por qué quemar el Banco Central. Bueno, porque esa cosa que se llama política monetaria no sirve absolutamente para nada, en particular, para las cosas que se supone que sirve. Leía hace poco, en un trabajo publicado por un organismo internacional multilateral, que el problema de esta historia de la dolarización en cualquiera de sus variantes es que perdemos *the option to devalue*, es decir, la opción de confiscar, que sería sumamente valiosa para ajustar algunos problemas de precios relativos que algunas veces tienen las economías.

Como decía Guillermo, el problema no sólo es un problema de precios relativos entre distintos tipos de bienes o entre bienes y factores. También es un problema de precios relativos intertemporales. En vez de hablar en términos de precios, a mí me gusta discutir la idea en términos de flujos y stocks. De pronto no nos favorecen los flujos de la economía, caen nuestros ingresos y, si de alguna manera alguien le redujera el salario a mi empleada, aumentaría mi ingreso y mejoraría mi bienestar. La devaluación supuestamente podría tener ese efecto.

Cuando ocurre una devaluación, siempre puedo ir a hacer una misión con el Fondo Monetario Internacional o con el Banco Mundial, puedo cobrar algunos dólares y mi ingreso en dólares sigue siendo el mismo. El de mi empleada, no. Entonces si a mí no me alcanzaba lo que cobraba del FMI, por allí que ahora con la devaluación me termina alcanzando. Por allí que me puede ayudar la devaluación, pero ese no es todo el problema. El problema es que en la economía también hay stocks. En las economías hay gente que ha depositado su dinero en los bancos en contratos en depósitos denominados en moneda nacional. Si uno devalúa, uno está robándole dinero a esas personas y si uno lo hace sistemáticamente, como lo hizo la República Argentina desde prácticamente su nacimiento, termina destruyendo la posibilidad de tener una moneda nacional.

Yo no voy a pretender hablar del Perú, no sé, ustedes conocen su historia; no voy a hablar ni de la de Bolivia, ni la de Uruguay. Conozco la historia de mi país y les puedo asegurar que el total de confiscaciones que se han hecho en la República Argentina en toda su historia ha sido desde Reconquista 266 (la dirección del BCRA). Por eso pienso que el Banco Central es un serio problema. Se dice que, dada la rigidez que existe en la sociedad para ajustarse a los shocks reales que ocurren en la economía, es conveniente tener un poco de aceite para echarle. Me acuerdo del auto que tenía en la Universidad de Chicago cuando era alumno, un VW 1971. Cada vez que cargaba gasolina tenía que cargar un poco de aceite.

De la misma manera, la economía no se ajusta lo suficientemente rápido, entonces a lo mejor se le puede ayudar con una devaluación. Les digo que, y nuevamente esto refleja la experiencia de mi país, la inflexibilidad de precios es directamente proporcional a la flexibilidad del Banco Central. Si el Banco Central no cede, los precios sí ceden. Éste es un problema para cuya discusión los economistas somos perfectamente ignorantes. Se trata de un problema de disciplina social, y en la escuela a los economistas no nos enseñaron absolutamente nada al respecto. Pero esto es realmente de lo que estamos hablando cuando discutimos acerca de llegar

a un tipo de esquema monetario donde realmente la política monetaria o la arquitectura monetaria, como yo prefiero describir el problema, tiene un solo objetivo, que es preservar la estabilidad de precios.

Permítanme decirles, además, que los bancos centrales tienen la compañía del resto del sistema financiero como un importante ingrediente en el proceso de perturbar al resto de la economía. Los bancos comerciales del sistema financiero son un poderosísimo amplificador de las perturbaciones monetarias. Es el canal a través del cual lo que hace el Banco Central se traslada al resto de la sociedad. Es absolutamente imposible contar con un sistema financiero estable sin estabilidad monetaria. ¿Por qué? Cada vez que por alguna razón, buena, regular o mala, aumenta la incertidumbre cambiaria, se genera una progresiva dolarización de los pasivos del sistema financiero. Los activos del sistema financiero nunca se pueden dolarizar a la misma velocidad; el sistema financiero progresivamente se va quedando corto de dólares.

En algún momento, la gente dice: “¿qué pasa con mi banco si hay una devaluación?”. Y la respuesta es obvia: tu banco quiebra, todos los bancos quiebran; ergo, comienza la corrida y ésta termina con la caída del sistema financiero. Estoy hablando, por ejemplo, de Argentina en 1995. No estoy hablando de una teoría que merezca una mayor consideración analítica; estoy describiendo lo que he podido ver hace apenas 4 años, lo que pude ver por ejemplo en 1981, pocos meses antes de dejar Argentina para ir a estudiar a Chicago, lo que vieron los argentinos que estaban en Argentina en los años ochenta, y lo que han visto muchas personas que convivieron en el contexto de sistemas financieros que operaban bajo grandes condiciones de inestabilidad monetaria. Por supuesto que la estabilidad monetaria es inalcanzable si uno no le pone límites absolutamente estrictos al prestamista de última instancia, esa otra gran función que se perdería si quemamos el Banco Central. Por un lado, tenemos la política monetaria y por otro esa gran función social que es rescatar bancos.

Como decía Guillermo, no me voy a explayar, no hay absolutamente ninguna necesidad lógica en esta historia de que el Banco Central tenga que ser el prestamista de última instancia, no hay razón alguna por la cual la única forma de financiar un prestamista de última instancia sea imprimiendo dinero. ¿Por qué a las escuelas, a los hospitales, a los regimientos militares y a las comisarías hay que tenerlas abiertas pagando impuestos; en cambio a los bancos no, únicamente imprimiendo dinero? Así como se cierran escuelas, hospitales, regimientos, comisarías cuando no alcanzan los

impuestos para pagar por esas organizaciones de indiscutible valor social, bueno habría que cerrar bancos y ver a los depositantes perder su dinero, si no alcanzan los recursos que la sociedad está dispuesta a aportar para rescatarlos en caso de problemas.

Dicho todo esto, es evidente que estoy de acuerdo con esta idea de la dolarización. Pero el tema que no queda totalmente claro, cuando uno escucha a la gente que opina más o menos como yo, es qué es lo que realmente tienen en mente, porque pareciera ser que las únicas alternativas posibles son: lo que hay hoy en día en el Perú o en Chile, digamos, bancos centrales tradicionales o alternativamente prenderle fuego al Banco Central y no inventar ninguna otra cosa o reemplazar la moneda nacional por el dólar. En realidad, existen alternativas y la más obvia es la caja de conversión. Ahora bien, una caja de conversión no tiene que ser un Banco Central amputado. La caja de conversión no tiene que ser necesariamente una institución dependiente de la voluntad del soberano. Permítanme decirles que las cajas de conversión soberanas que han existido han sido menos que las cajas de conversión de las que les voy a hablar en un momento: las cajas de conversión que carecen de riesgos soberanos son las que faltan para que el ρ_1 de Miguel Savastano sea mucho menor que el ρ_0 . Argentina y algunos otros países latinoamericanos tuvieron cajas de conversión soberanas a principios de siglo. Hoy en día Hong Kong tiene una, y Argentina no la tiene pese a que algunas personas intentan ver al Banco Central de la República Argentina como una caja de conversión, lo que no es verdad en lo más mínimo. El Banco Central de la República Argentina es un Banco Central convencional restringido por la ley de convertibilidad a comportarse, en algunos aspectos, como si fuera una caja de conversión, aunque no lo es.

Las cajas de conversión nacieron bajo el imperio británico como un mecanismo para impedir la socialización del señoreaje originado en cada uno de los rincones del imperio. El primer *currency board* se creó en 1848 en Mauricio y luego hubo *currency boards* que llegaron a atender las necesidades monetarias de más de 70 países actuales. Algunos de esos viejos *currency boards* del imperio británico aún existen. Por ejemplo, en las Islas Malvinas todavía hay uno que es el más antiguo con vida. En Gibraltar existe otro que nació en 1927. ¿Cuál es la lógica del *currency board* en ese contexto y que además no podríamos reproducir aunque fuera posible? El centro colonial proveía de seguridad jurídica a cada uno de los rincones del imperio. Las reservas de cada isla eran administradas por el Banco de Inglaterra, no por el gobernador de la isla. Lo único que hacía el gobernador

de la isla era recibir el cheque del Banco de Inglaterra con el señoreaje. Ese esquema es perfectamente reproducible hoy. Es más, la República Argentina ya lo tiene parcialmente con los encajes bancarios.

En Argentina se puede optativamente cumplir con los encajes bancarios en el Banco Central, como en cualquier otro Banco Central del mundo o en el Deutsche Bank de New York, depositando a nombre del Banco Central el monto requerido por las normas de encajes. Eso podría hacerse perfectamente también con el circulante. Uno podría elegir el banco o los bancos que prefiera como custodios, naturalmente fuera de los límites del soberano, fuera de los límites del Perú. En este caso, se le podrían dar las reservas al custodio. Emitiría unos papelitos que serían los certificados de custodia que podrían tener la cara del prócer, el color y la foto que a ustedes les guste. El custodio invertiría las reservas, le mandaría al Tesoro Nacional todos los meses el cheque.

Por supuesto, la única manera de redimir esos papelitos sería presentarse con los mismos en algún lugar en Nueva York o en alguna otra parte. No sería posible para el gobierno local decir “che, cambié de idea, mandame de vuelta las reservas”. Por supuesto, si uno tiene ese flujo uno podría perfectamente emitir una orden de pago irrevocable a una tercera parte por lo cual uno podría endeudarse sin problema. Este cálculo lo hacía Guillermo. La idea de la dolarización es una posibilidad perfectamente lógica desde el punto de vista de un economista. Políticamente tiene implicancias que pone muy nerviosa a mucha gente, pero desde de nuestro punto vista, el punto de vista mecánico, es lo mismo darle a este negocio que acabo de describir, que es una pequeña lista de servicios bancarios tradicionales, que dárselo a la Reserva Federal. Se lo podrían dar al banco que ustedes prefieran y se evitarían todo el lío de que la gente se ofenda por tener la cara de Washington en los billetes.

Quiero concluir con un par de comentarios que me surgieron escuchando a Miguel Savastano. Yo creía que no iba a tener nada que decir después de escuchar a Kurt y a Guillermo, pero gracias a Miguel se puso mucho más animada la tarde. ¿Es tan importante la posibilidad de que el soberano pueda cambiar de idea y quiera reintroducir una moneda local en el futuro? No, es perfectamente irrelevante. No tiene nada que ver con el problema del que estamos hablando. El problema en cuestión es el riesgo de confiscación, lo que en Argentina describimos como el riesgo de que el soberano “meta la mano en la lata” o en la caja de conversión. Si ustedes estructuran jurídicamente la

arquitectura monetaria de su país, de tal manera que sea imposible para el soberano “meter la mano en la lata”, se terminó el problema. Puede ser que en el futuro quieran cambiar la moneda. Puede ser que en el futuro ni siquiera haya elecciones, muchas cosas malas pueden pasar, pero no tienen nada que ver con lo que estamos hablando. El riesgo cambiario es la posibilidad de confiscación por parte de la autoridad monetaria.

Eloy García
Banco Interamericano de Desarrollo

Quisiera presentar al segundo expositor de esta sesión, el Doctor Alejandro Werner, quien es Gerente de Estudios Económicos del Banco de México. Alejandro es doctor de economía del Massachusetts Institute of Technology.

Como no soy un experto en el tema de la dolarización ni conozco a profundidad la economía peruana, voy a referirme principalmente a la experiencia de México con un tipo de cambio flexible, que si bien ha tenido ciertas limitantes, creo que es bastante más flexible de lo que Guillermo Calvo presentó anteriormente para toda la región. Creo que se trata de uno de los regímenes más flexibles en Latinoamérica. En segundo lugar, voy a tocar algunos puntos sobre el tema de la dolarización, resaltar sus ventajas y desventajas, y centrarme en el tema de las tasas de interés y en la potencial reducción que éstas podrían experimentar si se adoptara el dólar como moneda en algunas economías latinoamericanas.

Lo que hemos visto en las crisis cambiarias recientes a partir de los años noventa, como fue la crisis del sistema monetario europeo en 1992, la crisis de México en 1994 y las recientes crisis de las economías emergentes, es que han mostrado o reabierto el debate sobre cuál es el régimen cambiario óptimo para ciertas economías emergentes que son, por lo general, pequeñas economías abiertas, donde pequeñas y abiertas es la definición típica de un libro de texto. Uno de los elementos comunes en estas crisis es que, en gran parte de ellas, el régimen cambiario que estaba vigente era el de un tipo de cambio fijo o predeterminado, y lo que se vio durante dichas crisis y, durante la crisis del sistema monetario europeo, fue que el costo de mantener estos sistemas cuando no se contaba con el apoyo de una Unión Monetaria o de un Consejo Monetario se hizo extremadamente alto.

Es por ello que esas economías decidieron devaluar sus monedas y, en algunos casos, irse directamente a una flotación cambiaria para luego, en otros, retomar la fijación. Pero, por lo general, hemos visto un movimiento hacia la flotación de los tipos de cambio. Lo que estas experiencias nos han dejado en términos de la discusión de política económica es que las alternativas de régimen cambiario para estas economías se han dolarizado entre una flotación o un régimen de tipo de cambio más o menos libre y uno fijo. Las características

principales de una flotación son, por un lado, que el gobierno o el Banco Central no se comprometa con ningún nivel o ninguna trayectoria predeterminada del tipo de cambio y, por otro, que los mecanismos de intervención sean lo más transparente posible.

Actualmente, es evidente la polarización de los regímenes cambiarios; los ejemplos más claros son las opciones que se han tomado en Argentina con la adopción de la caja de convertibilidad en 1991, en México con la adopción de la flotación cambiaria después de la crisis de 1994 y, recientemente, en Brasil con la flotación por la que ha optado dicha economía. Entonces, lo que muestra la economía mexicana es principalmente la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible. Por lo general, no ha sido una opción pensada y meditada, sino que ha sido forzada por las circunstancias del mercado. Después de que el Banco Central, a fines de diciembre de 1994, se quedó sin reservas, la única opción que tenían las autoridades monetarias en ese momento era adoptar un régimen cambiario de libre flotación; entonces se pensó que se trataría de un régimen transitorio.

En los documentos del gobierno como el plan nacional de desarrollo, que se publicó en 1995, se mencionaba que probablemente cuando las condiciones mejoraran se retomaría algún tipo de régimen más determinado. En la actualidad, gran parte de las autoridades en el país están convencidas de que el régimen de flotación, dado el buen funcionamiento que ha demostrado en los últimos cuatro años, es un régimen adecuado dadas las condiciones y las características de la economía mexicana hoy en día. Se puede observar en el Gráfico N° 1 que, a partir de 1995, cuando la inflación alcanzó niveles de 51% en medio de la crisis llamada el efecto Tequila, el régimen cambiario de libre flotación no ha sido un impedimento para lograr una desinflación bastante rápida, de esos niveles de 51% a 13% para el cierre de 1999. Asimismo, esta desinflación ha estado acompañada de una recuperación constante de la actividad económica, razón por la cual no hemos visto que el régimen cambiario haya sido hasta el momento un impedimento para este proceso de desinflación, o que haya afectado de manera negativa el comportamiento de la economía mexicana.

Uno de los principales factores que ha permitido a la economía mexicana convivir con la volatilidad que implica un tipo de cambio de flotación, han sido las medidas que se implementaron para acelerar el desarrollo de mercados financieros. Éstos son necesarios para que los agentes económicos se aseguren contra la volatilidad del tipo de cambio. Ejemplos de estos nuevos

instrumentos son los futuros sobre pesos, opciones sobre futuros de pesos, etc. Actualmente, el volumen del mercado de futuros de pesos en el Chicago Mercantile Exchange es muy grande y es uno de los mercados más activos.

Gráfico N° 1

INFLACIÓN Y PBI – MÉXICO (1994 – 1999)

Por otro lado, lo que hemos visto en referencia a lo que Guillermo Calvo mencionaba anteriormente es que, si bien la volatilidad del peso mexicano ha sido alta, su comportamiento ha sido similar al de otras economías que tienen regímenes cambiarios de flotación y al de otras economías con regímenes de flotación que son pequeñas economías abiertas, como Australia, Nueva Zelanda y Canadá. Lo que se ve en el Cuadro N° 1 es la volatilidad anualizada en cada uno de los semestres; se observa que, una vez que pasó el período de la crisis, donde la volatilidad del peso fue muy alta, ésta se ha comportado de manera muy similar a la volatilidad que se presentó en otras economías. Esto implica que hemos visto depreciaciones de entre 2% y 4% diarias en períodos altamente volátiles de los mercados. También hemos observado algunas depreciaciones del tipo de cambio aun mayores a 5% en un día, durante la crisis rusa o el ataque al *currency board*

en Hong Kong, que contaminó a las economías emergentes. Por ello consideramos que, cuando las circunstancias justificaban movimientos importantes del tipo de cambio, estos movimientos se dieron en la economía en los mercados del peso. La autoridad por lo general no hizo, en la mayoría de las circunstancias, nada para evitar que se dieran estos movimientos, y menos una intervención directa en el mercado cambiario, salvo una o dos intervenciones que se hicieron al final de 1995 y una sola en 1998 por cuestiones muy particulares, más bien cuestiones técnicas del mercado cambiario.

Cuadro N° 1

VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO (1995 – 1999)

| | Volatilidad anualizada* | | | | | | | | | |
|---------------|-------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-----------|
| | 1995-I | 1995-II | 1996-I | 1996-II | 1997-I | 1997-II | 1998-I | 1998-II | 1999-I | 1999-II** |
| México | 48.56% | 17.60% | 5.99% | 5.31% | 4.92% | 10.69% | 6.68% | 10.95% | 9.92% | 11.71% |
| Nueva Zelanda | 6.67% | 5.35% | 5.56% | 6.01% | 5.88% | 8.61% | 12.45% | 14.95% | 9.54% | 10.27% |
| Australia | 8.86% | 7.87% | 6.10% | 6.70% | 7.65% | 10.29% | 11.91% | 14.93% | 12.09% | 24.78% |
| Finlandia | 12.85% | 9.13% | 7.43% | 7.28% | 10.04% | 9.51% | 8.31% | 9.17% | 8.85% | 10.30% |
| Suecia | 12.70% | 9.91% | 8.02% | 7.28% | 10.26% | 10.58% | 9.57% | 12.59% | 8.73% | 9.51% |
| Canadá | 5.13% | 5.92% | 3.64% | 3.33% | 5.46% | 4.24% | 4.32% | 6.95% | 5.72% | 5.97% |
| Italia | 13.97% | 7.22% | 5.97% | 5.73% | 8.95% | 9.15% | 7.82% | 9.29% | 8.86% | 10.30% |
| Sudáfrica | 5.64% | 2.34% | 13.86% | 7.20% | 5.25% | 4.34% | 5.35% | 23.07% | 12.01% | 8.93% |
| Reino Unido | 10.45% | 7.41% | 5.60% | 6.30% | 8.13% | 8.03% | 7.11% | 7.33% | 6.86% | 6.92% |
| Suiza | 16.67% | 12.13% | 7.77% | 8.84% | 11.70% | 9.81% | 8.70% | 10.91% | 9.63% | 10.28% |
| Japón | 14.12% | 14.04% | 8.14% | 7.09% | 12.56% | 12.29% | 12.56% | 20.08% | 13.60% | 13.60% |
| Alemania | 13.87% | 10.89% | 6.28% | 6.87% | 9.79% | 9.76% | 8.14% | 9.15% | 8.87% | 10.31% |

* La volatilidad anualizada se define como la desviación estándar anualizada de las variaciones diarias del tipo de cambio.

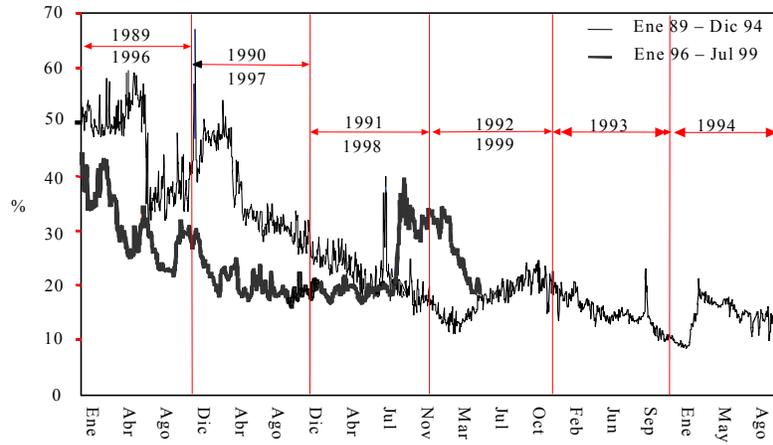
** Hasta el 7 de julio de 1999.

En el Gráfico N° 2 se estudia el comportamiento de las tasas de interés en este período de flotación, y en un período que, si bien observó niveles de inflación similares, tuvo un tipo de cambio predeterminado. Lo que vemos en esta gráfica es la comparación -en el gráfico (A)- del nivel de las tasas de interés durante el período comprendido entre 1989 y 1994, cuando estaba en vigencia un régimen de tipo de cambio predeterminado, con el nivel de las tasas de interés durante el período de flotación que comenzó en 1995. Ambos períodos presentan tasas de inflación relativamente similares. Se puede observar que el

nivel de tasas de interés ha sido menor o casi siempre menor bajo el régimen cambiario actual. Por otro lado, en el gráfico (B), comparamos la volatilidad de estas tasas de interés, la cual es calculada como un promedio móvil de los últimos 20 días antes de la fecha indicada.

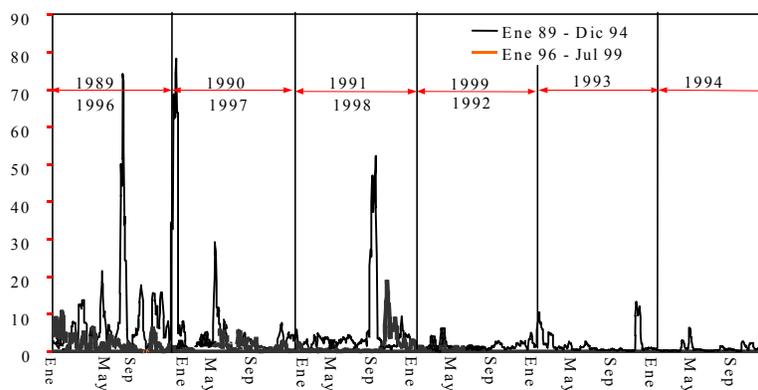
Gráfico N° 2

(A) NIVEL DE LAS TASAS DE FONDEO



Fuente: Banco de México.

(B) VOLATILIDAD DE LA TASA DE FONDEO



Fuente: Banco de México.

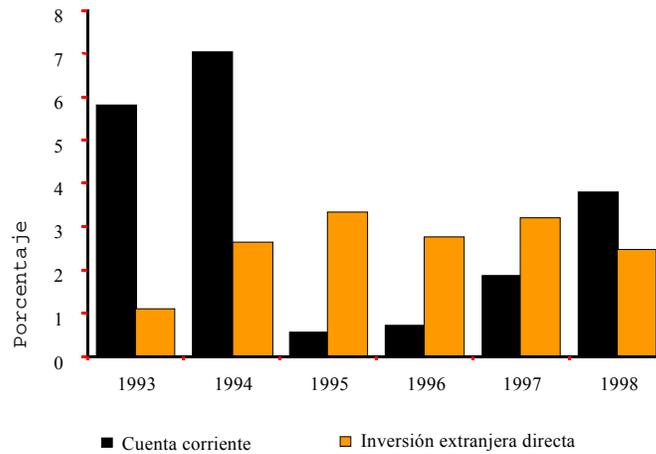
También apreciamos que la volatilidad de las tasas de interés en el régimen de flotación ha sido menor que en el régimen con tipo de cambio predeterminado. Si bien estos números no constituyen una prueba contundente de nada, es sugerente que la volatilidad de las tasas de interés haya sido relativamente menor con el tipo de cambio flexible, tal como lo indicaría la teoría. En segundo lugar, y creo que tal vez es lo más importante, hemos observado que el tipo de cambio flexible ha sido fundamental para limitar la entrada de capitales de corto plazo de la economía mexicana. Ha habido una discusión muy grande sobre cómo reducir los flujos de corto plazo a las economías emergentes.

Por un lado, se ha sugerido la imposición de controles de capital como lo ha hecho la economía chilena. Nuestro argumento es que sentimos que la incertidumbre inherente o propia a un régimen de flotación genera pérdidas muy grandes a los inversionistas de corto plazo, lo que limita la entrada de estos capitales. En el Gráfico N° 3 observamos la comparación del nivel de inversión extranjera directa con el déficit de cuenta corriente en la economía mexicana. Antes de 1994 existía un déficit de cuenta corriente cercano al 7% del producto y una inversión extranjera directa que estaba entre 2% y 2.5% del producto. Por lo tanto, solamente un tercio del déficit de cuenta corriente era

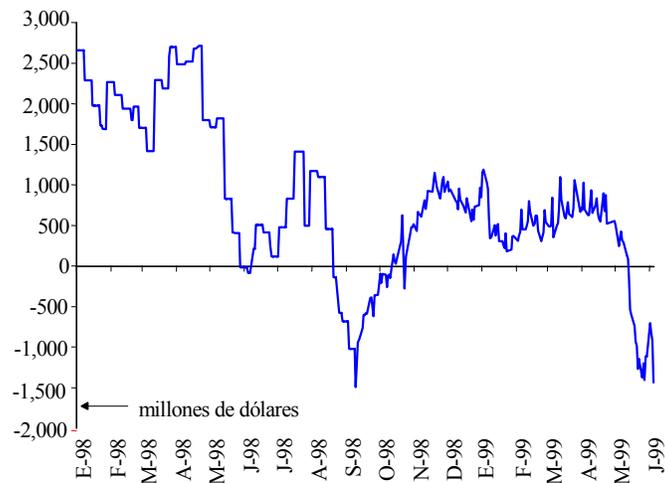
financiado por inversión extranjera directa o por capitales de largo plazo. A partir de la adopción del régimen cambiario de libre flotación, se observa que estas tendencias se han invertido y que la inversión extranjera directa ha representado aproximadamente entre el 60% y el 80% del financiamiento de la cuenta corriente en 1998 y en 1999, así como también en 1996 y 1995. Aun más, en el panel (B), se aprecia la posición no cubierta en títulos de renta fija de residentes del exterior en México, esto es, la posición en títulos que no está cubierta con una posición a futuro, y cuya rentabilidad en dólares no está asegurada. Esta posición extranjera ha fluctuado entre un nivel positivo de US\$3,000 millones y un nivel negativo de US\$1.5 millones. Esto quiere decir que los montos de inversión extranjera directa en riesgo en pesos son muy reducidos, mientras que esta cifra en 1993 era más de US\$20,000 millones. Por lo tanto, se trata de una reducción sustancial de la posición de extranjeros en pesos y de este capital externo sumamente volátil en la economía mexicana.

Gráfico N° 3

**(A) CUENTA CORRIENTE E INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA
(% del PBI)**



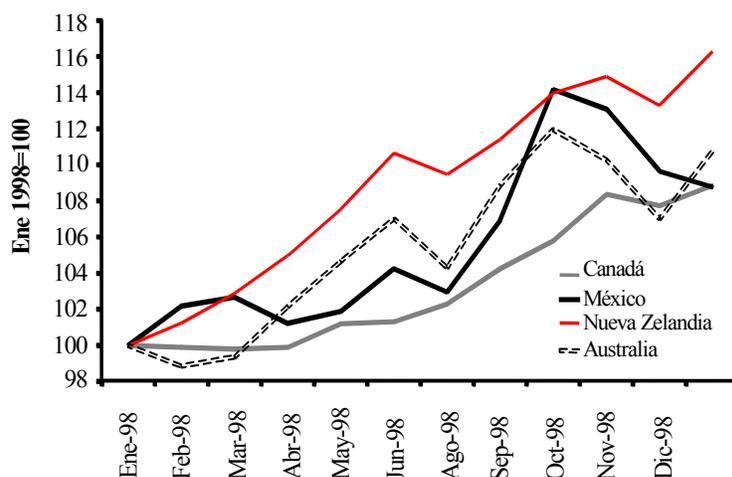
(B) POSICIÓN NO CUBIERTA EN TÍTULOS DE RENTA FIJA DE RESIDENTES DEL EXTERIOR



Una manera de ver esto claramente es que si comparamos el comportamiento de estas economías con el de economías como Argentina y Hong Kong (ver Cuadro N°2), se puede observar que el desempeño de Australia y Nueva Zelanda ha sido bastante más satisfactorio que aquel de la economía argentina y la de Hong Kong, debido a la flexibilidad que el tipo de cambio les otorga. Nosotros creemos que éste también ha sido el caso para la economía mexicana. En el referido cuadro se aprecia que la tasa de crecimiento de Hong Kong en 1998 fue de -5% y en Argentina, para 1999, se espera un crecimiento de -2.33%; en las economías de Australia, Nueva Zelanda y Canadá se observan tasas de crecimiento por lo general positivas y no se presenta una desaceleración tan pronunciada como la que muestran las economías que tienen *currency board*. Lo mismo sucedió en México.

Gráfico N° 4

TIPO DE CAMBIO REAL
(1998)



- Tipo de cambio real contra 55 países (22 países de la OECD y 23 economías emergentes). Calculado con los índices de ISP, IPP e ICP.
 - Ponderado con los términos de intercambio de los productos de bienes manufactureros de 1990.
- Fuente: J.P. Morgan.

Ahora, si bien esta comparación es algo imparcial, lo que tratamos de hacer en el Cuadro N° 3 es comparar cómo afectó, a la tasa de crecimiento del producto, un shock en los flujos de capital en dos economías latinoamericanas con tipos de cambios o regímenes cambiarios diferentes. Entonces, observamos cómo afectó a la economía mexicana y argentina la disminución en los flujos de capitales durante el año del Efecto Tequila. En 1994, la economía argentina estaba creciendo a tasas cercanas al 8%, cuando la economía mexicana estaba creciendo a tasas del 4%. Por otro lado, la economía mexicana tenía un déficit

de 7% del PBI en la cuenta corriente y la economía argentina un déficit de 3.6% del PBI. Para 1995, el déficit de la cuenta corriente de la economía mexicana se tuvo que corregir automáticamente por la falta de recursos en un nivel de 0.6%; lo mismo sucedió con la economía argentina que presentó un déficit de 1%. Esta contracción en la oferta de recursos externos generó una caída de 6.2% del producto en México y una caída del 4% en la economía argentina.

Cuadro N° 2

CRECIMIENTO DEL PBI

| | 1998 | 1999 | 2000 |
|-----------------|--------|-------|------|
| Argentina* | 4.20 | -2.33 | 4.60 |
| Hong Kong** | -5.10 | -0.95 | 2.15 |
| México* | 4.82 | 2.83 | 3.80 |
| Canadá** | 3.05 | 3.20 | 2.50 |
| Australia** | 4.90 | 3.10 | 3.20 |
| Nueva Zelanda** | -0.030 | 2.50 | 3.60 |

*/ Promedios de Goldman Sachs, J.P. Morgan y Deutsche Bank.

**/ Promedios de Goldman Sachs y J.P. Morgan.

Por lo tanto, si advertimos el cambio en la tasa de crecimiento en Argentina y el cambio en la tasa de crecimiento de la economía mexicana y, por otro lado, observamos cuánto fue la corrección en el déficit de la cuenta corriente, veremos que la economía argentina experimentó un cambio de 12% en su tasa de crecimiento con una corrección supongamos de tres puntos en el déficit de la cuenta corriente, mientras que la economía mexicana tuvo una corrección de 10% en su tasa de crecimiento con una corrección de casi 7 puntos en la cuenta corriente. Esto nos indica que, por cada 1% del producto que disminuye el financiamiento externo, la economía argentina se contrajo tres veces más que la economía mexicana. Si bien no todo esto se debe, obviamente, al régimen cambiario, esta evidencia sugiere que la flotación sí tiene algo que ver, y que si el ajuste se tiene que dar ya sea vía precios o vía cantidades, cuando se limita el ajuste vía precios, el ajuste vía cantidades es mayor.

Obviamente hay otros factores que estaban explicando esto, como puede ser -y seguramente es- el grado de apertura de la economía argentina en compa-

ración con la economía mexicana. Sin embargo, creo que esta evidencia es sugerente sobre los ajustes en cantidades. Asimismo, dicha evidencia avala aquella que se ha presentado en estudios un poco más profundos sobre comportamientos de diferentes regímenes cambiarios, como por ejemplo los elaborados por el Fondo Monetario Internacional, los cuales muestran que la volatilidad del producto sí ha sido menor en aquellas economías con regímenes cambiarios más flexibles. Ahora, ¿cuál es el costo de esta flexibilidad sobre todo para una economía como la mexicana? El costo para la economía mexicana, a diferencia de las economías de Australia, Nueva Zelanda y Canadá, es que esta corrección del tipo de cambio real que observamos en 1998 se tradujo en un aumento muy importante de la tasa de inflación.

Cuadro N° 3

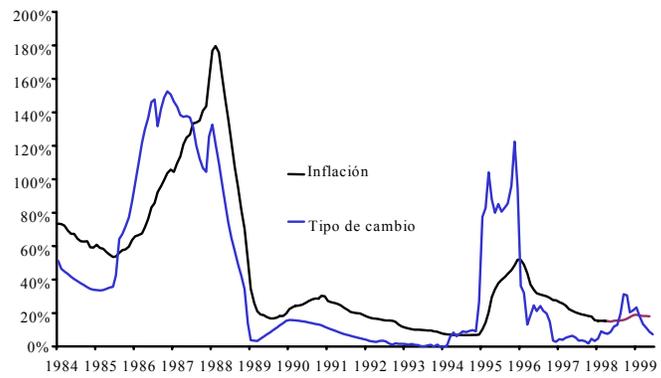
CRECIMIENTO DEL PIB Y CUENTA CORRIENTE

| | 1994 | | 1995 | | Δ PIB (1) | Δ Def. CC (2) | (1)/(2) |
|-----------|------------|--------------------|------------|--------------------|---------------------|-------------------------|---------|
| | PIB (%) | Def. CC (% PIB) | PIB (%) | Def. CC (% PIB) | | | |
| Argentina | 8.0 | 3.6 | -4.0 | 1.0 | -12.0 | -2.6 | 4.6 |
| México | 4.0 | 7.0 | -6.2 | 0.6 | -10.2 | -6.4 | 1.6 |

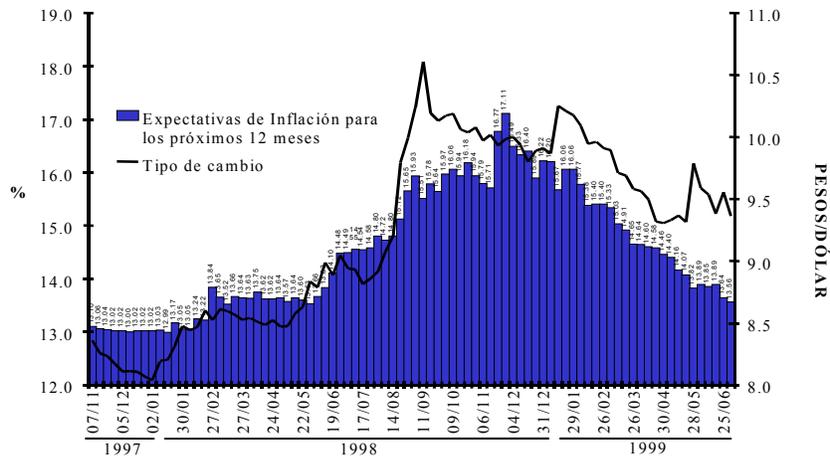
El año pasado, en 1998, nuestra meta de inflación era de 12%; sin embargo, terminó siendo de 18%. De esa desviación, 2.2% se puede explicar por los movimientos del tipo de cambio; efecto que no se presentó en ninguna de las economías de los países desarrollados que mencioné. La causa principal del referido efecto es, obviamente, nuestra historia inflacionaria y la gran correlación que ha exhibido la economía mexicana entre depreciaciones del tipo de cambio e inflación. En el Gráfico N° 5 se observa el comportamiento de la inflación y la depreciación del tipo de cambio desde 1980 hasta la fecha, y lo que se ve advierte es que las dos variables van juntas. Si hacemos las mismas gráficas para las economías de Australia, Nueva Zelanda y Canadá, como decía Guillermo Calvo anteriormente, esas dos variables “van para cualquier lado, pero no se mueven juntas”.

Gráfico N° 5

(A) DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN



(B) EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO



La propia historia inflacionaria de nuestro país hace que los agentes ajusten sus expectativas inflacionarias en función de los movimientos del tipo de cambio. Lo que se puede notar es que cada vez que el tipo de cambio presenta movimientos importantes, las expectativas se ajustan inmediatamente. Por lo tanto, estos movimientos en las expectativas obviamente afectan los salarios, afectan los precios de bienes no comerciales, etc. Y, debido a ello, se incrementa el costo inflacionario de los ajustes que necesitamos hacer a través del tipo de cambio real.

En el Gráfico N° 6 se muestra otra forma de observar lo anterior. Para lograr el mismo ajuste en el tipo de cambio real, la depreciación del tipo de cambio nominal en México tuvo que ser mucho mayor que la depreciación nominal que tuvo lugar en Nueva Zelanda, Canadá y Australia. Otra forma de ver esto es a través de modelos econométricos que hemos estimado en el Banco de México. Si observamos cuál es la velocidad o el porcentaje de un ajuste cambiario que se trasmite a precios en el primer, en el segundo, en el tercer o en el cuarto trimestre, advertimos que en México, para el cuarto trimestre, casi el 80% del efecto de una depreciación ya se ha materializado sobre la inflación, mientras que en el caso de una economía como la australiana solamente el 20% de ese efecto se ha materializado en un año.

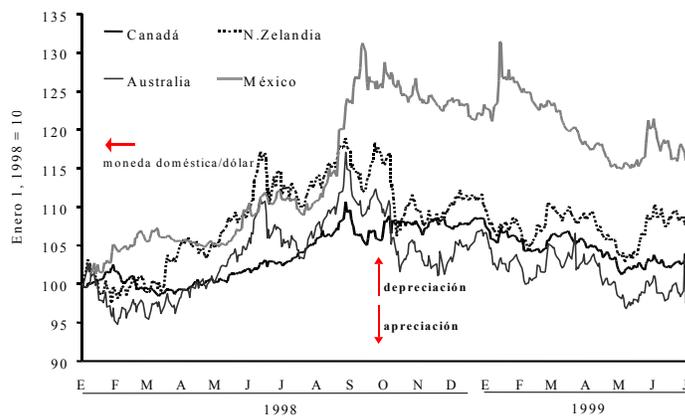
Fuente: Inbosef y Banco de México.

Última observación: junio de 1999.

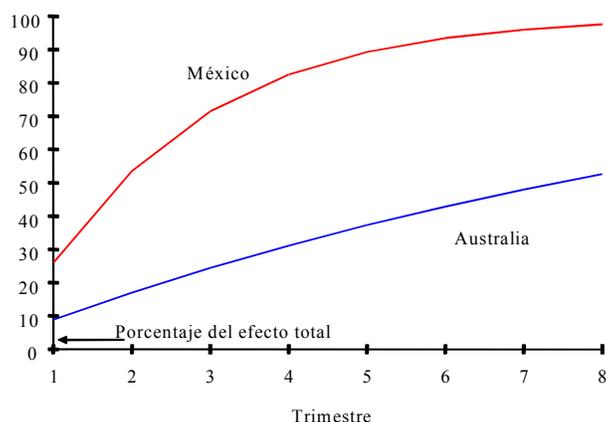
Por lo tanto, en México notamos un efecto mucho más pronunciado de las depreciaciones sobre precios, lo que limita en parte la capacidad de actuar del tipo de cambio como una variable de ajuste y como un precio relativo entre bienes comerciales y no comerciales. De este modo, uno de los retos más importantes que enfrenta actualmente la política monetaria en México es disminuir el grado de paso de estas depreciaciones a precios, así como tratar de afectar el canal a través del cual las depreciaciones del tipo de cambio afectan de manera muy rápida las expectativas de inflación.

Gráfico N° 6

(A) TIPO DE CAMBIO NOMINAL



(B) VELOCIDAD DEL *PASS-THROUGH* EN AUSTRALIA Y MÉXICO



Antes de pasar a algunos temas sobre dolarización, quisiera mencionar dos puntos. Uno tiene que ver con la necesidad de mantener reservas internacionales en un régimen de flotación, que era una pregunta que puso en la mesa Guillermo Calvo. Creo que tiene mucho que ver con el propio trabajo realizado por Guillermo Calvo para tratar de explicar las crisis financieras en los mercados emergentes. Muchos trabajos mencionados por él se basan en las teorías de equilibrios múltiples en estas economías; y la posibilidad de pasar de un buen equilibrio a un mal equilibrio depende en gran medida de la razón de pasivos líquidos de la economía, llamémosle M2 o M3, a reservas internacionales. Estos fenómenos se pueden dar ya sea que se tenga un régimen de tipo cambio fijo o un régimen de flotación; por lo tanto, para minimizar la posibilidad de que la economía caiga en uno de estos malos equilibrios, es necesario tener una posición financiera sumamente sólida. Esto significa tener un ratio de reservas con respecto a un agregado de dinero suficientemente alto. Esto limitaría o minimizaría la probabilidad de que aparezcan los episodios mencionados tanto en un régimen de tipo de cambio fijo como en un régimen de flotación, que repercutirían en un aumento de la volatilidad financiera de la economía.

Un segundo punto se refiere al tema de la endogenidad de los precios de una economía en razón de la inflexibilidad de la autoridad monetaria. Si bien teóricamente resulta bastante atractivo este concepto, en la realidad éste no es

el caso. Lo que se ha observado en la práctica es que en la economía alemana, la economía americana, y en la economía de los principales países desarrollados, los precios son rígidos y eso es lo que hace que la política monetaria tenga efectos. Entonces, debemos tomar como un hecho que, en la medida que más exitosos seamos a través de regímenes como la dolarización, el *currency board*, etc., muy probablemente los precios se volverán cada vez más rígidos, razón por la cual cada vez resultará más conveniente suscribir contratos por más largo plazo. Éste es un factor que se tiene que tomar como un hecho. No es un factor que debamos racionalizar, que va a desaparecer. Por el contrario, creo que va a empeorar y lo tenemos que tomar como una situación inviable si estos cambios de régimen son adoptados ahora.

Finalmente, en cuanto al tema de la dolarización, tenía pensado básicamente juzgar la conveniencia de adoptar el dólar como moneda en algunos de los países o en todos los países de la región. Al respecto, habría que evaluar dos teorías o conceptos. El primero es el concepto de una zona monetaria óptima en la región, que obviamente es el menos relevante de los conceptos porque todos sabemos que no tenemos ningún tipo de correlación con Estados Unidos (ver Cuadro N° 4). Nuestros ciclos económicos están bastante poco correlacionados con la economía estadounidense y menos correlacionados de lo que estaban las economías europeas entre ellas cuando decidieron lanzarse al experimento de la Unión Monetaria. Asimismo, en ese momento, gran parte de los economistas americanos criticaron la propuesta de la Unión Monetaria Europea como una opción negativa para la región, basándose precisamente en estas teorías. Por otro lado, los economistas europeos no prestaron mucha atención a estas teorías y se enfocaron en otros conceptos. Para la economía latinoamericana, este concepto es el de la credibilidad, la cual se obtendría a través de la exportación de la política monetaria a una autoridad que cuenta con toda la credibilidad que no tienen las autoridades en la región.

Cuadro N° 4

CORRELACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI EN AMÉRICA

| | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Ecuador | Estados Unidos | México | Perú | Venezuela | Promedio |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|-----------------------|---------------|
| Argentina | 1.000 | -0.112 | 0.160 | -0.285 | 0.492 | 0.063 | 0.611 | 0.157 | 0.074 | 0.145 |
| Brasil | -0.112 | 1.000 | -0.065 | 0.582 | 0.003 | 0.244 | -0.268 | 0.813 | -0.520 | 0.085 |
| Chile | 0.160 | -0.065 | 1.000 | 0.337 | 0.323 | -0.106 | -0.493 | 0.050 | 0.326 | 0.066 |
| Colombia | -0.285 | 0.582 | 0.337 | 1.000 | 0.266 | -0.084 | -0.521 | 0.468 | -0.081 | 0.085 |
| Ecuador | 0.492 | 0.003 | 0.323 | 0.266 | 1.000 | -0.451 | 0.211 | 0.220 | 0.470 | 0.192 |
| Estados Unidos | 0.063 | 0.244 | -0.106 | -0.084 | -0.451 | 1.000 | 0.192 | 0.299 | -0.748 | -0.074 |
| México | 0.611 | -0.268 | -0.493 | -0.521 | 0.211 | 0.192 | 1.000 | -0.235 | 0.009 | -0.062 |
| Perú | 0.157 | 0.813 | 0.050 | 0.468 | 0.220 | 0.299 | -0.235 | 1.000 | -0.488 | 0.161 |
| Venezuela | 0.074 | -0.520 | 0.326 | -0.081 | 0.470 | -0.748 | 0.009 | -0.488 | 1.000 | -0.120 |
| | | | | | | | | | Promedio Total | 0.053 |

Otro punto que quisiera tocar es la factibilidad de una posible reducción en las tasas de interés si una economía se dolariza o en el caso de que se adopte un *currency board*. Si dolarizamos las economías, el riesgo cambiario desaparece y esto nos da cierto margen para que bajen las tasas de interés. Por otro lado, si se reducen las presiones especulativas y la dolarización aumenta la responsabilidad fiscal del gobierno, probablemente disminuya la prima de riesgo país. Sin embargo, una parte muy importante del diferencial de tasas en nuestras economías, sobre todo las tasas a las cuales los bancos prestan a empresas medianas y pequeñas, tiene que ver con los problemas de pago de estas empresas que se basan fundamentalmente en los problemas de nuestros sistemas jurídicos y en la ineficiencia de nuestros sistemas financieros, los cuales no se van a solucionar por el solo hecho de dolarizar la economía.

Es por ello que, en cierta manera, la ineficiencia de nuestros sistemas financieros y los problemas jurídicos que presentan nuestras economías limitarán el descenso de las tasas de interés. Así también, teóricamente, el descenso de la prima de riesgo país también se va a ver limitado o se podría llegar a ver limitado teóricamente por dos factores: uno es el hecho de que la autoridad pierda la opción de devaluar y de licuar o de 'meter la mano en la lata', como decía Aquiles anteriormente, de los depositantes domésticos o de los tenedores de la deuda pública denominada en moneda nacional. Esto puede llegar a aumentar la probabilidad de que el gobierno tenga que entrar en *default* en todos sus títulos, es decir, también en los títulos de deuda externa. De este modo, teóricamente, se podría conceptualizar la probabilidad de que se incremente el riesgo país. Por otro lado, el aumento de deuda soberana denominada en moneda extranjera, que implicaría reconvertir toda la deuda a dólares o a moneda extranjera, podría presionar las tasas de interés en dólares. Un punto anecdótico en este caso es que la prima de

riesgo país de Italia, al momento de entrar en la Unión Monetaria Europea, aumentó. Entonces no queda tan claro que por definición el riesgo país disminuya al adoptar un régimen de dolarización.

Por último, repasando las ventajas y las desventajas de la dolarización, en gran parte creo que los mismos puntos que muchos autores presentan como ventajas, otros los presentan como desventajas, sobre todo lo que se relaciona con el sistema financiero. Creo que la introducción de mecanismos como el *currency board* o la dolarización de la economía sí promueven la disciplina financiera, lo cual es un elemento muy importante. Asimismo, incentivan la disciplina fiscal. Si bien no es la única manera de hacerlo, es uno de los instrumentos a través de los cuales, en el caso de Argentina, se ha logrado presionar de manera importante al gobierno y mantener finanzas públicas sanas. Obviamente, todas estas medidas aumentan la credibilidad del gobierno y, por tanto, podrían tener potencialmente un impacto importante sobre las tasas de interés y, de este modo, sobre los niveles de inversión y crecimiento de la economía.

Algunos de los puntos tratados anteriormente podrían ser desventajas en el sentido de que la propia rigidez que se impone en términos de cómo actuar en relación con el sistema financiero, en algunos momentos y bajo ciertas circunstancias, puede generar las condiciones para que se den corridas.

Finalmente, creo que se pierden instrumentos que en algunas ocasiones han probado ser útiles para minimizar los costos sobre el sector real de la economía ante la presencia de shocks externos, tales como shocks a los términos de intercambio o a las tasas de interés internacionales. Con respecto al sistema financiero, debemos pensar que, considerando que nuestras economías requieren una cantidad muy importante de recursos del exterior que los extranjeros sólo están dispuestos a dar denominados en monedas extranjeras, los únicos sectores de nuestras economías aptos para beneficiarse de ese financiamiento son aquellos que producen bienes comerciales, sin importar que se adopte el dólar.

Si el 80% de nuestra economía produce bienes no comerciales y el sector de bienes comerciales está sujeto a shocks de términos de intercambio, los precios de los bienes no comerciales tendrán una volatilidad muy alta, lo cual se traduce, bajo un tipo de cambio flexible, en un riesgo cambiario y, bajo una dolarización, en riesgo de crédito. Por lo tanto, la dolarización no es la solución a este problema bancario. La solución es, como decía Guillermo Calvo, indexar los préstamos que se canalizan a estos sectores a un índice de

precios que refleje las condiciones de ese sector, como puede ser un índice de precios de los bienes raíces o de otros bienes no comerciales. Ésa es la solución a estos problemas, no la dolarización de la economía.

A manera de conclusión, nuestra posición es que, independientemente de la elección del régimen cambiario, las crisis financieras recientes evidencian la importancia de contar con un marco macroeconómico y microeconómico en términos regulatorios y de supervisión del sistema financiero mucho más estable del que hemos tenido. Es por ello que el régimen cambiario no es un sustituto de buenas políticas macroeconómicas. En segundo lugar, nuestra experiencia ha demostrado que el régimen cambiario no ha sido una limitación para tener una desinflación muy rápida que no haya impactado de manera sustancial al sector real de la economía. Lo que vemos es que en la medida que las principales variables macroeconómicas de nuestra economía converjan a las de nuestros principales socios comerciales, probablemente la discusión sobre el régimen cambiario óptimo disminuirá.

Asimismo, en la medida en que se reduzca el grado de transmisión de los shocks cambiarios a la inflación, el rol del tipo de cambio como un precio relativo que sirve para ajustarnos a los shocks, ya sea de términos de intercambio o de tasas de interés internacionales, se verá de una manera cada vez más transparente; y la utilidad de este régimen será cada vez más obvia para el público en general.

Eloy García
Banco Interamericano de Desarrollo

La siguiente expositora es Liliana Rojas-Suárez. Liliana trabajó en el Fondo Monetario Internacional y posteriormente estuvo en el Banco Interamericano de Desarrollo en la Oficina del Economista Jefe. Actualmente es Economista Jefe para América Latina del Deutsche Bank.

A mí me invitaron porque necesitaban un representante del mercado. Como ustedes han podido apreciar, han expuesto sus puntos de vista académicos, funcionarios del gobierno y representantes de organismos internacionales. Pero el asunto no estaría balanceado si no estuviera presente el mercado. De otra parte, mi posición no representa la del Deutsche Bank ni la posición de los otros organismos en los que he trabajado.

El tema de la dolarización es visto desde muchos puntos de vista. De una u otra manera, la mayoría de aspectos que voy a mencionar ya han sido abordados. No tengo nada en contra de la dolarización como una meta de largo plazo. Es claro que eventualmente, de la forma cómo está evolucionando el mundo, exista una convergencia entre regiones y una convergencia entre monedas. No obstante, el argumento que yo tendría para la dolarización no tiene nada que hacer con los elementos de estabilidad ni los elementos de corto plazo. Finalmente es la elección de una moneda en vez de tener varias. Si pensamos en la experiencia europea, ello está mucho más relacionado con argumentos de eficiencia. Llega a ser ineficiente y costoso, en el proceso de globalización, pagar altísimos costos de transacción por tener muchas monedas. Pero ése es un argumento de largo plazo. En el corto plazo, sin embargo, a mí me parece que se da demasiado énfasis al asunto del tipo de cambio como la solución a los problemas de los países.

Cuando se habla de la dolarización se defiende una serie de puntos que considero exagerados y otros con los cuales simplemente no estoy de acuerdo. El primer punto, que ya mencionó Miguel Savastano, es que se arguye que la dolarización, eliminando el riesgo cambiario, va a traer como consecuencia una disminución de las tasas de interés, y que esta reducción de las tasas de interés promoverá el crecimiento. Pero la verdad es que el principal problema de un país desde el punto de vista del inversionista no es tanto la percepción del riesgo cambiario, sino la percepción del riesgo de no pago. Eso lo mencionó Miguel. Los países de América Latina que son mejor tratados en el merca-

do son aquellos que tienen lo que se llama grado de inversión (*investment grade*). Solamente existen dos países que tienen el *investment grade*: Colombia y Chile. A parte de no estar muy dolarizados, ¿qué tienen en común estos países? Ellos nunca han reestructurado su deuda, no tienen bonos Brady, nunca pusieron en duda ante los mercados que iban a poder pagar o no; por consiguiente, el mercado los premia con ese grado de inversión que implica una calidad de inversionista de mayor sofisticación que el resto de países de América Latina que no cuenta con dicha clasificación.

Si observamos a Argentina y a Perú con respecto a su riesgo país y a su riesgo de devaluación, en ambos casos se sabe claramente que el riesgo de percepción de no pago involucrado en los *spreads* es el diferencial entre el rendimiento de un bono soberano -básicamente de un Brady típico- con respecto a la tasa LIBOR o con respecto a la tasa del Tesoro de los Estados Unidos. En ambos casos, el riesgo país es mucho más importante que el riesgo de devaluación. Ahora, países con tipo de cambio fijo, tipo Argentina, plantean el siguiente argumento: existe un problema de credibilidad; y, como las tasas de interés con las que se negocian los préstamos reflejan las expectativas de devaluación -las expectativas no las realizaciones-, el costo ex post que se termina pagando por los préstamos adquiridos es muy alto. Y efectivamente uno puede ver que en Argentina existe alta volatilidad y que es relativamente alto el costo ex post del financiamiento para una empresa.

Para el Perú, donde el tipo de cambio sí se ajusta, lo que observo es que, a partir de diciembre de 1997, ese costo financiero ha estado decreciendo y ha sido en algunos casos negativo. Básicamente, esto indica que, como el tipo de cambio sí se movió, el costo ex post financiero fue mucho menor. El tipo de cambio, cuando el costo financiero es negativo, se ajustó más allá de lo que se esperaba con la depreciación. Entonces, el concepto de que “si no se cree en el tipo de cambio produce un costo financiero más alto” tiene mucho que ver con lo que efectivamente pasa con el tipo de cambio. En el Perú se observa que el costo financiero que tanto se piensa que es tan alto, ex post no lo es.

Existen elementos estructurales que la dolarización simplemente no puede contemplar, los shocks reales. Si comparamos la evolución de los cambios porcentuales de los términos de intercambio en tres países, México, Perú y Argentina, se podrá observar que el Perú sufre los mayores shocks de términos de intercambio, simplemente por la estructura de producción. Cuando un país sufre un shock tan grande como éstos, en realidad sufre un shock a la riqueza, es decir, un shock real, el que se traducirá en un ajuste de precios relativos, no

nominales, entre los bienes comerciales y no comerciales. Este ajuste se dará en el mercado independientemente de la moneda de la que estemos hablando.

Pero, ¿qué se hace con el ajuste de la moneda que está ocurriendo?, ¿cómo se maneja? Si no se cuenta con la política monetaria, el ajuste, como ya se mencionó, tendrá que ser vía cantidades y el costo es muy grande: una recesión mucho mayor, sobre todo si se habla del Perú, cuya dependencia de los términos de intercambio se encuentra entre las más altas de la región. También podemos incluir a Chile aunque no a México, cuya dependencia se daría por el petróleo, el cual sólo constituye el 6% de sus exportaciones. Lo que sucede es que existen dos formas de ajuste. En el caso de un tipo de cambio fijo, si observamos el Índice de Precios al Consumidor y el tipo de cambio, lo que se aprecia es una deflación y un tipo de cambio estable como es el caso de Argentina. Por otro lado, en el caso de un tipo de cambio flexible, el ajuste se compensa con una mayor aceleración de la depreciación del tipo de cambio; el beneficio es una menor recesión, como es el caso del Perú. ¿Por qué es un beneficio tener una menor recesión? Porque esto es consistente con la creencia de que el riesgo más importante que valoran los mercados en los países es el riesgo de no pago.

Si simplemente la economía decrece y se tiene una deuda dada, la percepción será que dicho país no va a poder pagar. Entonces, América Latina ha experimentado un cambio muy brusco en su forma de manejar políticas y en su manera de integrarse al mundo. Las preocupaciones no son que los bancos centrales se vayan a volver locos y que la inflación vaya a aumentar. Es más, no tenemos ningún caso, con excepción de Ecuador, en el que se presente una aceleración en la inflación. En el nivel mundial, nos encontramos en un ciclo económico que es deflacionario y, por lo tanto, no existen muchos recursos para repagar. Eso no lo va a resolver la dolarización.

El tercer tema con el cual discrepo es el error de afirmar que no hay prerequisites para la dolarización. El argumento que no puedo aceptar es que un país con un sistema bancario en problemas puede dolarizar sin problemas. Eso sí es un error, un error de planteamiento económico que considero importante. Si yo tengo una crisis bancaria, la única forma de solucionarla es transfiriendo recursos reales al sistema financiero, que son básicamente fiscales, y tampoco la dolarización puede hacer nada por ello.

Pero supongamos que estamos en medio de una crisis en un país que no está muy dolarizado y que de repente decidimos dolarizar. Es más, supongamos que estamos en México en 1995 en plena 'crisis del Tequila', con una gran

crisis bancaria y dolarizamos. Habría habido una corrida bancaria impresionante, por una sencilla razón: mientras la política monetaria tenga algún instrumento de manejo de corto plazo, siempre existe la duda de hasta qué punto puede esta política manejarse para extender los plazos de la deuda, para jugar un poco con la inflación de corto plazo, y por eso de alguna manera el fondo de depósito de seguro podría haber ayudado como de alguna forma ayudó en México. Pero si entonces me hubieran dicho que de un momento a otro mis depósitos se convertirían en dólares, sabiendo que los activos de los bancos en dólares ahora sí son imposibles de pagar, simplemente habría salido del sistema. Ahora sí estoy convencida de que no hay dólares suficientes para pagarme. Por lo tanto, afirmar que un sistema puede dolarizarse en cualquier momento bajo cualquier circunstancia en un sistema bancario no sólido es un error.

Por último, quisiera tocar el tema del tipo de cambio flotante con reservas que trajo Guillermo. Ello tiene que suceder porque no somos países industriales y la característica más importante de los países emergentes es nuestra volatilidad. Necesitamos más instrumentos porque enfrentamos más problemas, y esto es sumamente consistente si creo que el riesgo más importante es el riesgo de no pago. Porque si el riesgo mayor es éste, y no el riesgo cambiario, entonces siempre en un momento dado, independientemente del tipo de cambio, deberé contar con suficiente liquidez para probar al mundo que puedo repagar. Teóricamente uno podría decir que siempre el tipo de cambio puede ajustarse para generar un superávit en cuenta corriente que permita transferir los recursos, pero la verdad es que el ajuste de cuenta corriente con respecto a cambios del tipo de cambio toma tiempo. Sin embargo, los acreedores en un mundo globalizado tocan la puerta mañana y mañana es una exageración. Entonces yo no veo problemas. Es más, no creo que sea malo tener muchas reservas internacionales con un régimen de tipo de cambio flexible en un país, siempre y cuando se esté hablando de América Latina, puesto que no se puede con una sola herramienta, el tipo de cambio, solucionar demasiados problemas; y la volatilidad requiere liquidez y la liquidez son las reservas.

Un comentario final, Aquiles, con respecto a Hong Kong. Hong Kong es uno de los países con mayores posibilidades de política monetaria; no sé cuánta información siguen de Hong Kong, pero este país intervino completamente en el mercado de acciones y ahora es dueño del sector real de la economía. En el momento que tuvo que defender su tipo de cambio, utilizó todos los recursos del mundo y se le criticó tremendamente. Pero, gracias a la defensa del tipo de cambio, en este momento es prácticamente dueño del

equity market. Su problema ahora es cómo deshacerse del mercado de valores. No se trata, pues, de un banco que no es Banco Central; al contrario, es uno de los Bancos Centrales más activos que conozco.

Finalmente, estuve tratando de clasificar a los panelistas latinoamericanos de acuerdo con sus posiciones. Resulta que los argentinos defienden la dolarización, mientras que los peruanos y mexicanos defendemos el tipo de cambio flotante.

Eloy García
Banco Interamericano de Desarrollo

Un tema que nos va a hacer pensar es la dolarización en un período deflacionario, porque todavía tenemos que evaluar la *performance* en el período que estamos viviendo.

El próximo expositor es el economista peruano Eduardo Morón, quien tratará el tema de la dolarización.

Todos conocemos el refrán que dice que “no se debe arreglar algo que no está roto”. Ésta ha sido la doctrina del Banco Central de Reserva. En realidad, las autoridades del Banco Central están convencidas de que el actual esquema de intervención y de flotación es exitoso. Para ellos, la ventaja principal de este régimen cambiario es que nos brinda cierta flexibilidad ante los posibles shocks externos y que, en ausencia de ellos, cualquier desviación de la política económica se traduce en una rápida respuesta del mercado como una depreciación brusca, es decir, el mercado disciplina a las autoridades. Pero, ése es el problema de las autoridades, no el de los endeudados en dólares. Éstos, frente a la depreciación brusca del tipo de cambio, pasan a una situación en la que no son capaces de cubrir sus obligaciones en moneda extranjera, y no estamos hablando de la clase media o clase media alta.

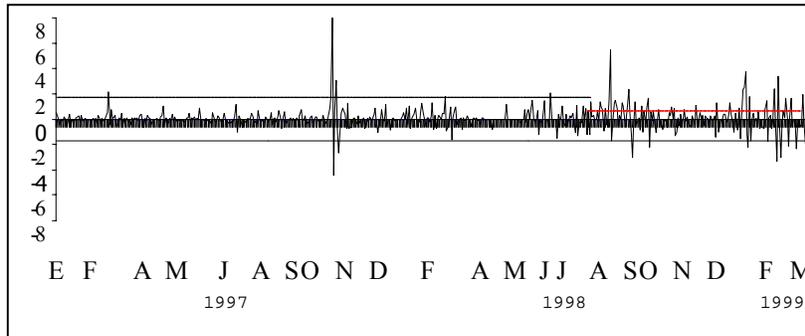
Si se toma en cuenta una reciente encuesta del INEI sobre los usureros, aquellos que prestan a las personas que casi no disponen de dinero, se observa que más del 90% de dichos préstamos están denominados en dólares. Entonces, cuando uno habla de las ventajas de un tipo de cambio flexible, se hace referencia al argumento de contar con una política monetaria independiente. Sin embargo, no sé si esto se puede dar incluso cuando uno está financieramente integrado y, segundo, no sé si el argumento de que uno puede generar una cierta volatilidad vaya con un esquema de tipo de cambio flexible de modo de desincentivar el capital de corto plazo. Entonces, ¿qué sucede cuando el costo de tener volatilidad es demasiado alto por el efecto real de una devaluación?

Quisiera realizar algún test con ustedes. Quisiera que elijan qué país corresponde a cuál de los dos recuadros que aparecen en el Gráfico N°1, uno de ellos es el Perú y el otro es México. ¿Cuál de los dos creen que es el Perú? Si comparamos al Perú con una economía desarrollada como el Reino Unido, en realidad, el Perú no flota nada (ver Gráfico N° 2). Entonces, cuando nos preguntamos qué tan fijo es nuestro tipo de cambio flexible, yo creo que es muy poco flexible. Por otro lado, en el Gráfico N° 3 se puede observar que

hace un buen tiempo prácticamente el total de activos y pasivos de nuestra economía denominados en dólares está bordeando el 80%.

Gráfico N° 1

(A) VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO DIARIO MÉXICO (1997-1999)



(B) VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO DIARIO PERÚ (1997-1999)

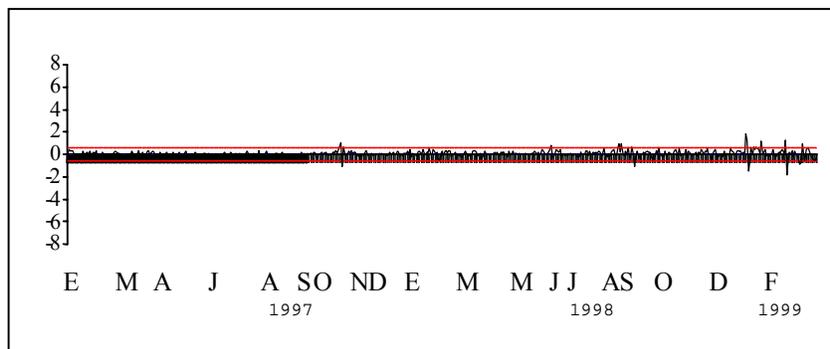
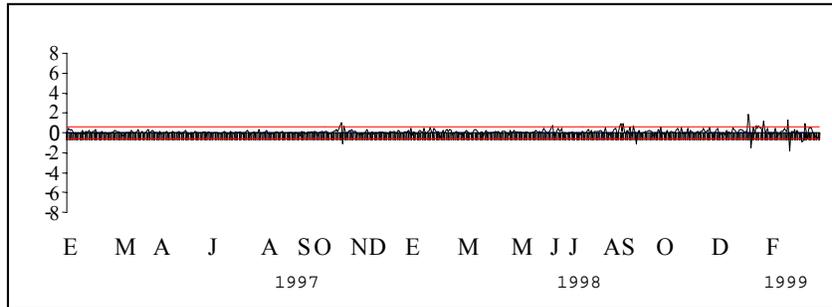
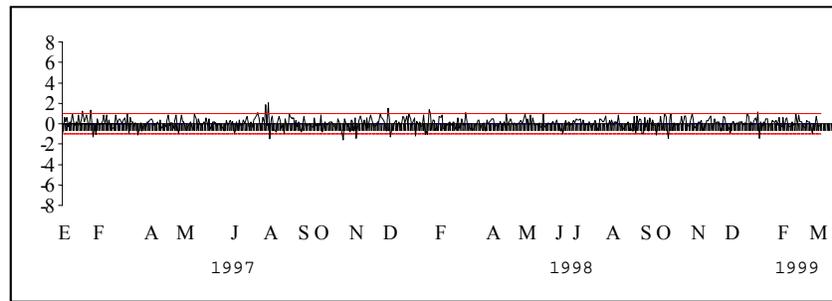


Gráfico N° 2

(A) VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO DIARIO PERÚ (1997-1999)



(B) VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO DIARIO INGLATERRA (1997-1999)

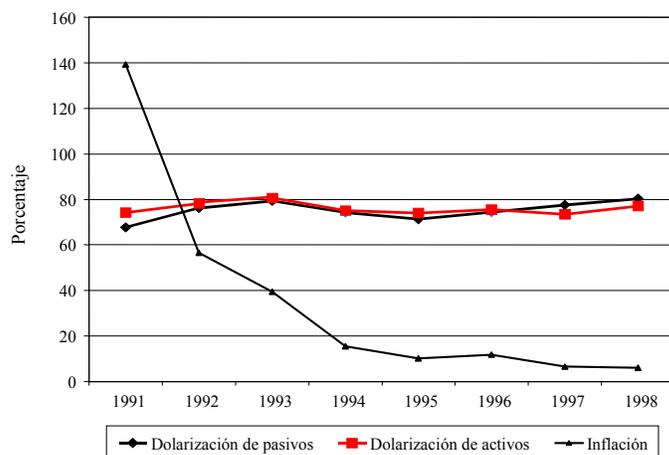


A pesar de la reducción de la inflación, tenemos una serie de problemas que de alguna manera limitan a nuestro sistema cambiario. Primero es esta dolarización. Segundo es este descalce de monedas no en los bancos, pero sí en el sector privado no bancario. Éste es un punto importante. Sergio Werlang, el actual Gerente de Estudios Económicos del Banco de Brasil, nos decía que Brasil jamás encontrará algún beneficio en dolarizarse porque sencillamente el sector financiero está totalmente cubierto frente a una devaluación, y además el sector privado no bancario tiene una cobertura de un nivel de 70%. Esa situación no tiene nada que ver con el Perú. Si bien nosotros tenemos un sector bancario bastante cubierto, tenemos un sector

privado no bancario absolutamente descubierto. Entonces cuando se habla de una posible depreciación brusca del tipo de cambio, evidentemente éste no es un problema para Brasil, pero sí lo es para las empresas y las familias peruanas. Además, el Perú no cuenta con un mercado de futuros desarrollado en absoluto.

Gráfico N° 3

DOLARIZACIÓN DE PASIVOS Y ACTIVOS EN EL PERÚ



Por otro lado, la composición del financiamiento de la cuenta corriente ha cambiado en los últimos dos años. Actualmente, los capitales de corto plazo tienen un peso mucho mayor. Anteriormente, el argumento era distinto. El equipo de Fritz Du Bois podía siempre decir a la prensa que la cuenta corriente estaba siendo financiada por inversión extranjera directa, lo cual era una señal de que no constituía un problema urgente. Ahora esa situación es totalmente distinta e impone un riesgo a nuestro sistema cambiario.

En cuanto a los argumentos en contra de la dolarización, el primero es el argumento de las manos atadas. Se dice que la dolarización completa de la economía peruana nos haría prácticamente incapaces de enfrentar crisis externas, y que éstas tendrían que resolverse vía ajustes en el sector real.

Desde el punto de vista teórico, la ventaja del esquema del tipo de cambio flexible es que nos permite manejar mejor las fluctuaciones cíclicas gracias a que se cuenta con una política monetaria autónoma y un mejor control sobre el tipo de cambio real.

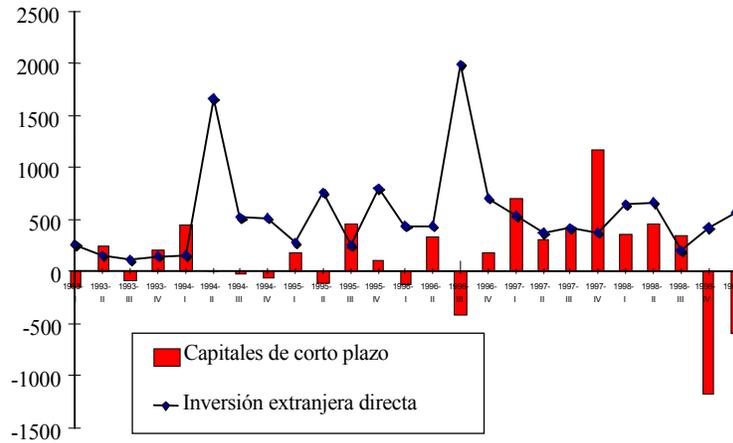
Ahora, si observamos lo que sucede en la realidad y tenemos en cuenta lo acontecido en el último año, supuestamente el tipo de cambio flexible no sufre de este argumento de las manos atadas. Entonces, ¿por qué durante este último año el horizonte de planeamiento de las empresas se ha reducido drásticamente? Actualmente, nos alegramos cada vez que el Ministro de Economía anuncia que el crecimiento del mes ha sido de 4%, sin importar que estamos en una tremenda crisis. ¿Por qué, si es que este sistema es tan capaz de enfrentar la crisis, hemos tenido la peor recesión desde 1988, cuando estábamos en plena hiperinflación? En realidad, si uno escucha a los analistas, no se descarta el hecho de que este estancamiento se pueda extender incluso hasta el próximo año. Por otro lado, no entiendo cómo el Banco Central puede considerar que el sistema cambiario actual le ha permitido manejar mejor la crisis que si hubiéramos estado bajo un esquema plenamente dolarizado.

El segundo argumento se relaciona con la vulnerabilidad financiera. Creo que ésta es independiente del sistema cambiario que escojamos. Si tenemos bancos cubiertos frente a un posible riesgo bancario, pero un sector privado no cubierto, básicamente tendremos un problema en el sistema financiero cada vez que el tipo de cambio tienda a depreciarse fuertemente. Si estamos bajo un sistema de dolarización total y no establecemos seguros frente a una posible salida de capitales, como los créditos contingentes mencionados en el caso de Argentina, evidentemente estaremos bajo la permanente amenaza de una crisis financiera. En un régimen con tipo de cambio flexible, si los encajes desaparecieran por completo y si la Superintendencia de Banca y Seguros no tuviera un requisito de liquidez, los bancos serían castillos de naipes frente a una restricción de divisas.

Con respecto al argumento de si el FED decide nuestro ciclo económico, creo que éste es totalmente sesgado. El hecho de formar parte de una economía global ya nos somete, en cierto sentido, a los cambios de la política del FED. Guillermo Calvo lo mencionó en su exposición, el régimen cambiario que adoptemos nos hará tener menores o mayores expectativas de devaluación y, por ende, menores o mayores tasas de interés que serán más o menos problemáticas para el crecimiento. Pero, básicamente, estamos bajo la influencia del FED.

Gráfico N° 4

**FINANCIAMIENTO DE LA CUENTA CORRIENTE
(1993-1999)**



Aquellos países con mayor riesgo cambiario tendrán tasas de interés más altas y, por tanto, menores posibilidades de crecimiento. Asimismo, en la medida en que el Banco Central esté dando un cierto seguro defendiendo una estrecha banda implícita, que es lo que ocurre en nuestro caso, va a exponer a la economía a un riesgo mucho mayor. En realidad, la interdependencia que viene dada por la globalización obligará, en un futuro cercano, a un nivel cada vez mayor de coordinación, lo cual tendrá que darse de alguna manera.

Otro de los argumentos al que siempre se hace referencia es que el Banco Central ya no sería prestamista de última instancia. Creo que este aspecto ha sido tratado con bastante claridad por Guillermo.

El siguiente argumento es la idea de que la dolarización es un compromiso que no se puede revertir. El punto es que alguien puede decidir revertir la dolarización y, que ello no implicaría una ganancia en credibilidad. Con respecto a este tema, podríamos decir lo mismo en torno de nuestra política económica actual. Hemos estado hablando de shocks de tasas de interés, de términos de

intercambio, y podríamos hablar de shocks a las autoridades, como el que hemos tenido en febrero de este año. Hemos pasado de ser una economía caracterizada por no tener problemas fiscales y tener una sólida posición de reservas a una economía en la cual hay un déficit fiscal de 1.5% con respecto al PBI, con perspectiva de seguir ampliándose, y una pérdida de reservas en los últimos meses del orden de los US\$ 1,700 millones.

Por otro lado, algo de lo que prácticamente ningún expositor ha hablado es ¿qué pasa si no dolarizamos? Me hubiese gustado escuchar a los que están en contra, ¿qué sucede si desdolarizamos? Actualmente, en el Perú, el Ministerio de Economía está a punto de emitir los bonos VAC. Creo que se los quiere dar a las AFP de alguna manera. La verdad es que no sé que van a hacer las AFP, tendrán que cambiar su publicidad y a todos los que se están por retirar les dirá: “yo sí ofrezco jubilación en dólares, pero también lo puedo hacer en soles a través de los bonos indexados al VAC”. El Banco Central prácticamente no ha hecho nada en estos diez años respecto a desdolarizar la economía, no sé si con una clara intención de no hacer nada, o si sencillamente porque es una pelea perdida. No sé si deberíamos pensar en desdolarizarnos. La segunda opción es imitar a los grandes y creo que ésa es la opción que ha seguido el Banco Central. Ha tratado de actuar como el FED, como el Bundesbank, con el fin de tratar de conseguir reputación. No sé si es que las autoridades pueden realmente conseguir esa reputación.

La otra alternativa es optar por un *inflation targeting*, transparente, como lo ha hecho Inglaterra, como lo ha hecho una serie de países, y como Brasil finalmente lo ha anunciado. Nosotros, en realidad, tenemos un *inflation targeting* solapado que a veces sale en las memorias del Banco Central. No sé si es que finalmente dentro de este esquema de flotación, que tiene el Banco Central, éste quiera dar ese paso de búsqueda de credibilidad y anunciar efectivamente que quiere adoptar un esquema de *inflation targeting* mucho más estricto, más público y más transparente, como el propio Arminio Fraga lo ha hecho en Brasil.

Para concluir, evidentemente, la dolarización no es una panacea. Ningún sistema cambiario realmente lo es. Bien lo decía Miguel Savastano, cada vez que tengamos un sistema cambiario vamos a decir que está todo mal. En realidad, cualquiera de los sistemas cambiarios traerá siempre algún tipo de problemas.

Un punto que no se ha discutido es si existe alguna ganancia en ser el primer país en dolarizarse. Argentina lo viene discutiendo con mucho más profundi-

dad que el Perú. No sé si éste es un tema relevante, la verdad es que no me he puesto a pensar en ello; por esa razón lo pongo sobre el tapete, para que si alguien tiene una idea la comente.

Lo que sí es obvio es que se debe generar estabilidad para dar confianza a los capitales que requerimos. Por último, la dolarización es una de las cosas que necesitamos, pero no es la única.

Eloy García
Banco Interamericano de Desarrollo

Como corolario de lo que usted dijo, si no nos dolarizamos, ¿cómo nos desdolarizamos? ¿Es viable una desdolarización ahora?

Finalmente, cedo la palabra a la Dra. Martha Rodríguez, quien va a presentar las conclusiones de este panel y quien brindará, sin duda alguna, una visión imparcial de este debate.

**IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES
DE LA CONFERENCIA**

Voy a hacer una clasificación un tanto distinta a la que planteó Liliana. Por un lado, tenemos al doctor Schuler y al profesor Calvo, quienes obviamente han defendido la dolarización con argumentos muy interesantes. Por otro lado, se encuentran Miguel Savastano y Liliana Rojas-Suárez, ambos peruanos y críticos de la dolarización. Y en segundo término se tiene, si se quiere, dos experiencias en el terreno. Una de ellas, la Argentina, con una cuasi dolarización y que se supone es un caso exitoso. La otra fue descrita por Aquiles Almansi y Alejandro Werner, quienes nos han descrito a México como una experiencia exitosa de un tipo de cambio flexible. Entonces, tenemos argumentos generales a favor y en contra de la dolarización, pero contamos además con dos experiencias, la de Argentina y la de México. Además de ello, nos encontramos los peruanos que todavía no nos decidimos. Eduardo Morón nos ha hablado a favor de la dolarización, por lo cual haría falta un argumento a favor de la flotación.

El doctor Schuler, que defiende a la dolarización, básicamente dice que no se necesitan precondiciones para que ésta se lleve a cabo. Particularmente, no se requeriría de una reforma financiera y de una reforma fiscal. Es más, en su opinión, la dolarización forzaría a hacer las reformas que se requiriesen, forzaría a mejorar la disciplina fiscal y fortalecería al sector financiero. Incluso, en relación con las reservas, si éstas no son suficientes, mencionó que puede ser el Fondo Monetario Internacional o el Banco Interamericano de Desarrollo o el mercado financiero internacional quien podría proveer dichas reservas. Hizo referencia también al hecho de que, en los Estados Unidos, la dolarización es un tema que se está tratando recientemente, en relación con las conversaciones que sostuvo con Argentina para evaluar la posibilidad de llevar a cabo una dolarización en dicho país.

El profesor Guillermo Calvo, por su parte, ha enfatizado que las condiciones actuales han cambiado en los últimos años, en particular ha destacado el hecho de que en muchos países ya existe una dolarización parcial. Ha hablado de la globalización financiera, la que ha permitido que en gran medida sea el

financiamiento privado externo el que pese más que el oficial, y además se ha referido a fenómenos nuevos como por ejemplo el efecto contagio, que ha causado tantos estragos particularmente en la región latinoamericana. Ha hablado también de la experiencia de los bancos centrales en la región, a los que ha llamado hiperactivos, básicamente porque han contribuido más a la inestabilidad que se ha observado en los últimos años.

El profesor Calvo también nos ha explicado cuáles son los peligros de una flotación. En particular, ha enfatizado el hecho de que cuando hay una flotación, existe un riesgo cambiario, el cual genera incertidumbre. Y este factor de incertidumbre puede incluir o agregar factores negativos sobre todo cuando se sufre un contagio. Además ha destacado el hecho de incluir deudas dolarizadas, como por ejemplo en el caso del Perú, como también lo ha explicado Eduardo, ya que una devaluación puede sencillamente traer problemas financieros muy graves.

Asimismo, existen sectores de la población que no tienen acceso a los mercados internacionales, por lo que se generaría una discriminación hacia ellos pues tendrían que financiarse en moneda nacional y, por lo tanto, estarían enfrentando tasas de interés más altas. De otro lado, también el profesor Calvo nos ha explicado el hecho de que en la práctica la flotación no se da, que es un poco lo que después Eduardo ha explicado para el caso peruano. En la práctica, la flotación no es tal flotación puesto que los bancos centrales intervienen constantemente en los mercados cambiarios. Incluso, él ha mencionado que los bancos centrales con reservas tan elevadas de alguna forma estarían dando señales para que el tipo de cambio se mantenga y no sufra cambios muy drásticos. También se ha referido a las críticas principales sobre la dolarización, que son los shocks asimétricos y, en este sentido, se ha referido a toda la literatura que hay sobre las áreas monetarias óptimas, las cuales –según él– son bastante parciales, y particularmente toman en cuenta ciertos precios relativos que no tienen que ver con el tiempo y se olvidan de la tasa de interés, que es más bien un precio relativo intertemporal.

De otro lado, también ha mencionado la ausencia de un prestamista de última instancia, que es una de las críticas que se hace a la dolarización, y en este caso también ha manifestado que ello no constituye una limitación, puesto que se pueden crear líneas contingentes de crédito con el sector privado, público y también utilizar la banca internacional. Asimismo, ha afirmado que en el caso del señoraje se podría suscribir un contrato o una suerte de acuerdo de coparticipación con los Estados Unidos, en el caso de que sea el dólar americano la

moneda por adoptar. Finalmente, también se ha referido a lo que llamó efecto Fisher, que consiste básicamente en la dificultad que implica la adecuación de las deudas o el aumento de las deudas cuando los precios de los activos que las respaldan han caído.

En el caso de Miguel Savastano y Liliana Rojas-Suárez, ellos han sido críticos de la dolarización. Miguel Savastano no es tan optimista con respecto a los beneficios que se podrían obtener. En particular, ha dicho que no es tan claro que el riesgo país caiga, si bien el riesgo cambiario desaparece. En este sentido, Liliana Rojas-Suárez también se ha referido a este tema y ha dicho que para ella lo más importante no es el riesgo cambiario en sí, sino el riesgo de no pago. Este último no tiene que ver con el tipo de cambio necesariamente. También Miguel se ha referido a que, en realidad, éste es un debate viejo sobre el tipo de cambio fijo y el tipo de cambio flotante. No se posee una base analítica o empírica que sea realmente sólida como para decidir. Él ha manifestado que en el caso de la volatilidad de las tasas de interés, eso está ligado al riesgo país y no necesariamente se va a poder mejorar.

En el caso de Liliana, ella hizo otro comentario adicional que me pareció igualmente interesante, se refirió al hecho de que por qué en el tipo de cambio flotante tiene que haber reservas, pues teóricamente no se necesitarían. Ella afirmó que sí se requieren debido a la necesidad de contar con cierta liquidez para poder dar cierta confianza de que las obligaciones pendientes van a poder ser afrontadas. También fue crítica respecto a la idea de que no se requerirían prerequisites para la dolarización, y fue enfática en señalar la importancia de contar con un sistema bancario fuerte y no débil, pues con este último la dolarización sería un error.

Aquiles Almansi mató al Banco Central. Espero que sólo sea al argentino. Básicamente es entendible que, dada la historia del Banco Central Argentino, haya habido una pérdida de credibilidad muy grande y la caja de convertibilidad haya sido la única opción. Lo mismo ha sido enfatizado por Guillermo Calvo. En general, los resultados de Argentina han sido exitosos. Argentina es un sistema de cuasidolarización exitoso.

De otro lado, Alejandro Werner nos ha hablado de la experiencia de México que es parecida al caso peruano, con una flotación. Él ha mostrado todos los resultados positivos del caso mexicano. Particularmente, ha enfatizado el hecho de que, a pesar de contar con un tipo de cambio flexible, donde existe ruido cambiario, se ha podido realizar la desinflación acompañada de una recuperación de la actividad económica. También ha efectuado comparaciones

en cuanto a la volatilidad porque siempre uno espera que con un tipo de cambio flexible se tenga más volatilidad, y en realidad ha encontrado que no es muy diferente a la de otros países. Alejandro ha enfatizado que la flexibilidad del tipo de cambio ha permitido que México enfrente mejor los choques externos. Sin embargo, también mencionó que generalmente las flotaciones aparecen después de las crisis, es decir, que las crisis más bien se dan con los tipos de cambio fijos y cuando hay crisis es cuando se tiene que finalmente soltar el tipo de cambio. México, en realidad, ha sido uno de estos casos.

Para terminar quisiera referirme a Eduardo, quien ha hablado acerca del Perú. Quisiera recordar algo. En agosto de 1990, cuando el Perú estaba en plena hiperinflación y en una crisis generalizada, aunque parezca mentira, se discutió ese tema con economistas bastante conocidos. Uno de ellos fue el profesor Rudiger Dornbusch y el otro fue el profesor Jeffrey Sachs. El profesor Dornbusch estaba a favor de la dolarización y el profesor Sachs estaba en contra de adoptarla. El Perú adoptó una flotación administrada, pero no basada en lo que estos profesores dijeron, sino que se pensó que los problemas eran tan graves que mejor nos debíamos centrar en cosas más prioritarias que en la dolarización. Hoy, casi 10 años después, esos problemas graves han desaparecido, y se ha vuelto a hablar de dolarización, en un contexto diferente. En este sentido, Eduardo está más bien a favor de la dolarización, piensa que la flotación no ha traído grandes beneficios.

Ahora bien, ¿qué hubiera pasado si en el contexto de crisis se hubiera producido una dolarización? ¿Qué pasaría en un país con una situación de hiperinflación, donde las finanzas públicas estén destruidas, sin reservas internacionales y con el sector financiero totalmente débil? En ese caso, ¿se hubiera podido optar por una dolarización? Y ahora que se resolvieron esos problemas, ¿se podría pensar en ello?

V. SOBRE LOS EXPOSITORES

Fritz Du Bois

Gerente General del Instituto Peruano de Economía. Ha sido asesor del Ministerio de Economía y Finanzas en el Perú bajo la conducción de Carlos Boloña, Jorge Camet y Jorge Baca. Reconocido por su rol en promover la aplicación de políticas de apertura en los noventa.

Eduardo Morón

Profesor e investigador del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Ha sido asesor del ex Ministro Jorge Camet. Ha realizado estudios doctorales en la Universidad de California en Los Angeles y ha sido consultor del Banco Interamericano de Desarrollo.

Kurt Schuler

Economista senior en el Joint Economic Committee del Congreso de los Estados Unidos. Su trabajo ha influenciado en la adopción de cajas de conversión en Estonia, Bosnia y Bulgaria. Es doctor en economía por la Universidad George Mason. Es uno de los principales activistas en pro de la dolarización de las economías emergentes.

Guillermo Calvo

Actual Presidente de la Asociación de Economistas de América Latina y el Caribe. El doctor Calvo es Director del Centro de Economía Internacional y profesor distinguido del departamento de economía de la Universidad de Maryland en College Park. Es uno de los economistas más renombrados de la región y un experto en materia de dolarización.

Miguel Savastano

Economista senior del departamento de investigación del Fondo Monetario Internacional. Es doctor en economía por la Universidad de California en Los Angeles. Ha publicado una extensa colección de artículos sobre economía internacional y en particular sobre procesos de sustitución monetaria.

Aquiles Almansi

Director del Banco Central de la República Argentina. Doctor en economía por la Universidad de Chicago y profesor del departamento de economía de la Universidad del CEMA en Buenos Aires, Argentina.

Alejandro Werner

Gerente de Estudios Económicos del Banco de México. Ha realizado estudios doctorales en MIT y ha publicado una variedad de documentos de investigación sobre la política monetaria y cambiaria mexicana.

Liliana Rojas-Suárez

Economista Jefe para América Latina del Deutsche Bank Securities. Ha sido Asesora Principal de la Oficina del Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo. Ha trabajado en el departamento de investigación del Fondo Monetario Internacional. Es doctora en economía por la Universidad de Western Ontario.

Martha Rodríguez

Profesora e investigadora del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Ha sido Directora del Banco Central de Reserva del Perú, consultora del Banco Interamericano de Desarrollo, y es doctora en economía por la Universidad de Boston.

CONFERENCIAS

1. Schydlofsky, Daniel, *Comentarios sobre la política económica*, Lima: CIUP, 1982, 41 pp.
2. Wicht, Juan Julio, *El empleo en el Perú*, Lima: CIUP, 1983, 117 pp.
3. Fischer, Stanley, *De la estabilización a la reactivación*, Lima: CIUP, 1992, 51 pp.
4. Mac Gregor, Felipe E., *Visión del Perú*, Lima: CIUP, 1994, 111 pp.
5. Carlos Gatti Murriel y Jorge Wiese Rebagliati, *El lenguaje. Dos aproximaciones*, Lima: CIUP, 1999, 66 pp.

*Se terminó de imprimir
el 27 de marzo de 2000
en los talleres gráficos de la
Universidad del Pacífico
Avenida Salaverry 2020
Lima 11 – Perú*

Depósito Legal: 1501132000