

Dolarización. ¿De qué estamos hablando?

Dra. Vilma Hidalgo de los Santos *

El debate sobre dolarización es uno de los temas centrales de la literatura económica. Sin embargo, este término es a veces impreciso debido esencialmente a que se utiliza para calificar diferentes aristas de un fenómeno. El presente artículo tiene el objetivo de contribuir a esclarecer este concepto. Adicionalmente se presenta una reflexión en torno al debate sobre elección cambiaria en economías dolarizadas.

Introducción

EL DEBATE en torno a la dolarización ha estado entre los temas centrales de la literatura económica y los forum internacionales de los últimos años. Aunque no es un tema nuevo su interés se ha revitalizado a partir de la conformación de la Unión Europea y especialmente a raíz de las crisis financieras que han sufrido los países en desarrollo en las últimas décadas. En nuestro país también el tema de la dolarización ha suscitado interés no solo debido a la importancia internacional que ha cobrado —particularmente en el entorno latinoamericano— sino también porque la economía cubana funciona desde hace ya varios años en condiciones de dualidad monetaria.¹

Sin embargo, a pesar de la difusión del debate es frecuente observar algunas confusiones y falta de precisión en la utilización del término dolarización. En parte esto responde al hecho de que dicho concepto ha sido utilizado en

* Profesora asistente del Departamento de Macro-microeconomía de la Facultad de Economía, Universidad de La Habana.

¹ El tema de la dualidad monetaria en Cuba no será tratado en este artículo sino en un trabajo posterior.

la literatura para calificar varios tipos de fenómenos, que aun cuando tienen una estrecha relación también presentan diferencias sustantivas.

En este sentido el presente artículo tiene como objetivo contribuir a esclarecer —desde el punto de vista teórico y empírico— estos conceptos, basándonos especialmente en la experiencia de América Latina. Adicionalmente se presenta una reflexión en torno al tema de elección de regímenes cambiarios en las llamadas economías dolarizadas, por la importancia que le atribuimos a dicho tema a la luz de los acontecimientos más recientes de la región y porque además esta temática ofrece la oportunidad de establecer de forma muy precisa la relación entre los diferentes enfoques sobre “dolarización”.

Economías dolarizadas: conceptos básicos y diferentes enfoques

En términos generales se distinguen tres conceptos en el uso del término “dolarización”:

La *dolarización parcial*, se refiere a una situación bajo la cual la moneda extranjera —en este caso el dólar— cumple alguna de las funciones del dinero en una economía donde circula también la moneda doméstica. En este caso, se dice que dicha economía está parcialmente dolarizada porque continúa existiendo un Banco Central que emite moneda nacional de curso legal. En otras palabras, coexisten la moneda doméstica y la extranjera, pero esta última ha desplazado —en alguna medida— a la primera en una o más de sus funciones. Una vez que se produce este hecho, las autoridades monetarias pueden autorizar oficialmente el uso de la moneda extranjera o de lo contrario esta continuará funcionando de manera informal en un mercado ilegal. No obstante, ser oficializada la dolarización parcial de una economía podrá ser más o menos visible dependiendo del entorno institucional y particularmente de la confianza que tengan los agentes en el sistema financiero doméstico.

La *dolarización de pasivos*, describe una situación bajo la cual el Banco Central emite moneda nacional pero una proporción muy alta de los pasivos privados y/o públicos están expresados en moneda extranjera.

La *dolarización total*, es una propuesta de opción cambiaria (caso extremo de tipo de cambio fijo), bajo la cual desaparece la moneda nacional porque es sustituida totalmente por la moneda extranjera (en este caso el dólar). Como se explicará posteriormente la dolarización total no es un resultado espontáneo sino que está asociado a una decisión del gobierno. A su vez, un esquema de

este tipo puede tener un carácter unilateral o conveniarse en los marcos de un acuerdo bilateral o multilateral entre países (unión monetaria). La dolarización unilateral es una decisión del gobierno de un país en cuanto a adoptar el dólar como moneda oficial sin previo acuerdo o aceptación del gobierno de Estados Unidos; por lo cual este último no tiene obligación alguna de proveer los dólares demandados por el primero. Un acuerdo bilateral involucra algún tipo de arreglo monetario que compromete al país emisor ya sea mediante una regla predeterminada o discrecionalmente ante el surgimiento de circunstancias no previstas. Finalmente una unión monetaria es un acuerdo entre países —generalmente con condiciones económicas muy homogéneas— que supone además del uso de una moneda común un cambio sustancial en la institucionalidad de los países miembros a fin de servir a las necesidades de coordinación y armonización de sus políticas económicas.

Las diferencias técnicas entre estas categorías son obvias. Cada una de ellas afectan de diferente forma el balance del sector privado. Mientras la primera se centra en los activos, la segunda traslada el foco hacia el lado de los pasivos, y la tercera afecta ambos lados de dicho balance. Pero esta no es la distinción más importante. Un régimen de dolarización total, más allá del grado en que se sustituye una moneda por otra, consiste en establecer un compromiso institucional a través del cual desaparece por decreto la moneda nacional y la institución encargada de emitirla. Dentro de la evaluación de la viabilidad de un esquema de este tipo, el grado de dolarización parcial y especialmente la dolarización de pasivos son dos importante factores pero no los únicos a tomar en cuenta.

En cambio la dolarización parcial y la dolarización de pasivos no son resultados directos de una decisión del gobierno. Tampoco la dolarización de pasivos es un resultado automático del grado de dolarización parcial ni las causas de ambos fenómenos tienen que coincidir. De hecho, es posible observar una situación de pasivos dolarizados en economías que no presentan un alto grado de dolarización parcial.² Como se verá posteriormente este fenómeno está más asociado con la alta dependencia de financiamiento externo que presentan las economías emergentes en un entorno de alta movilidad de capitales.

Por otra parte, estos tres fenómenos han tomados fuerza en los países en desarrollo en diferentes momentos históricos. Así por ejemplo, el fenómeno de dolarización parcial fue muy común en la década de los años ochenta en América Latina cuando dichos países enfrentaron agudos problemas de hiperinflación; mientras que la dolarización de pasivos es un fenómeno asociado a los procesos

² Sin embargo, cuando un país tiene una alta proporción de depósitos en moneda extranjera es común observar que los préstamos bancarios están altamente dolarizados, debido a las regulaciones estándares orientadas a evitar problemas de descalce que incrementen los riesgos.

de liberalización financiera y la fuerte integración de los mercados financieros internacionales, por lo que es más típico de la década de los años noventa en los países en desarrollo. Finalmente, el debate sobre la dolarización como opción de régimen cambiario —aunque es una vieja discusión teórica— ha tomado especial relevancia a raíz de las recurrentes crisis financieras de los países en desarrollo en las últimas décadas. Dicho debate ha permitido establecer de una manera más clara aunque no conclusiva la relación entre estos tres fenómenos.

Dolarización parcial: causas y patrones de comportamiento

La mayor parte de los estudios identifican a la inflación —y más precisamente a la hiperinflación— como la causa principal de la dolarización parcial.³ En un contexto de alta inflación generalmente se produce una caída gradual de la demanda por dinero doméstico como resultado de que se eleva su costo de oportunidad, por consiguiente todas las funciones de la moneda de alguna manera se erosionan pero generalmente este proceso ocurre por etapas. De manera casi inmediata la función de reserva de valor de la moneda doméstica tiende a desaparecer, y los agentes comienzan a transar activos financieros y reales en moneda extranjera. Solo posteriormente, el proceso de sustitución de moneda comienza a extenderse a transacciones corrientes de grandes magnitudes y llega a sustituir parcialmente a la moneda doméstica en sus otras dos funciones. Obviamente, la elección de la moneda extranjera dependerá de factores asociados a la disponibilidad de flujos externos, como son patrones de comercio e inversión financiera, así como la denominación de fondos de ayuda externa y otras transferencias provenientes del exterior.

De lo anterior se entiende que existe una estrecha relación entre el concepto de “dolarización parcial” y “sustitución de moneda”. *La sustitución de moneda generalmente es un producto natural del proceso de dolarización gradual y refleja el estado más avanzado de dicho proceso.* La dolarización parcial es un concepto más amplio que describe una situación en la cual la moneda extranjera puede servir como unidad de cuenta y reserva de valor, y no necesariamente como medio de pago. Es decir, la dolarización parcial es un proceso gradual, en el que la sustitución de la moneda doméstica por la moneda extranjera en su

³ Desde una perspectiva más general algunos autores lo atribuyen a cualquier circunstancia bajo la cual los agentes pierdan confianza en la capacidad de la moneda doméstica para cumplir una o más de sus funciones básicas. Ver M. Melving y J. Gobitz: “La dolarización en América Latina como una reforma monetaria impuesta por el mercado”, en *Estudios*. Por ejemplo, algunos países en transición con serios desequilibrios sufrieron de un proceso de dolarización sin padecer de situaciones agudas de inflación. Ver R. Sahay y C. A. Vegh: “La dolarización en las economías en transición”, en *Finanzas y desarrollo*.

función como medio de pago corresponde a las últimas etapas. Esta última función es la más resistente y la moneda nacional generalmente no llega a ser sustituida totalmente por la moneda extranjera. La dolarización total no es un resultado endógeno de la hiperinflación sino que casi siempre requiere de una decisión del gobierno.

Desde un punto de vista conceptual es importante distinguir entre sustitución de moneda y sustitución de activos en un proceso de dolarización. La sustitución de activos ocurre cuando los activos denominados en moneda extranjera sirven como activos financieros (reserva de valor) pero no como medio de pago o unidad de cuenta. Mientras que la sustitución de moneda se produce como resultado del incremento en el costo de utilizar la moneda doméstica para transacciones, la sustitución de activos básicamente responde a consideraciones de rentabilidad y riesgo. Esta distinción es importante pues la mayor parte de las implicaciones para la teoría de elección cambiaria se dan bajo sustitución de moneda y en menor grado bajo sustitución de activos.

Aunque efectivamente la inflación es una de las principales causas, el entorno institucional que lo acompañe puede potenciar y configurar un determinado patrón de dolarización parcial. De hecho la evidencia empírica demuestra que el grado de dolarización de una economía depende esencialmente del entorno institucional existente en el momento en que se produce un desplazamiento de la demanda por dinero doméstico. El exceso de saldos reales denominado en moneda doméstica puede ser canalizado hacia varios destinos, activos reales (bienes durables), activos financieros en moneda doméstica o hacia la moneda extranjera. La preferencia por la moneda extranjera dependerá de factores institucionales y del desarrollo de los mercados financieros domésticos. Así por ejemplo, mientras mayor sean la oferta de activos líquidos en moneda doméstica, la solvencia de los bancos y el nivel de desarrollo del mercado financiero, menor será la importancia de la moneda extranjera.

Por otra parte, la preferencia por la moneda extranjera involucra dos tipos de decisiones, cuánto mantener en dicha moneda y dónde colocarla; ambas decisiones se toman sobre la base de criterios de rentabilidad y riesgo. De no permitirse la colocación de depósitos en moneda extranjera en los bancos locales y persistir las causas que dieron origen a la dolarización, las tenencias de dólares se mantendrán legales o ilegalmente fuera del sistema financiero doméstico (ya sea “debajo del colchón” o en bancos extranjeros). Tal situación tiene implicaciones para el entorno macroeconómico pues se reflejará o bien en una salida de reservas internacionales, o en un alto diferencial del tipo de cambio del mercado paralelo en relación con el oficial; ambos eventos deben ser interpretados tam-

bién como evidencias de dolarización. Pero aun cuando no existan restricciones sobre cuentas en dólares, las preferencias por una u otra forma de tenencias dependerán de factores como el grado de confianza en el sector financiero, la percepción de los riesgos de confiscación y los costos de transacción de mantener dinero en bancos extranjeros.

Durante los años ochenta, y ante la crisis de la deuda, en algunos países latinoamericanos —México, Perú, Bolivia y Uruguay— el sector privado mantuvo una gran parte de los activos en moneda extranjera fuera del país antes de levantarse los controles cambiarios. Después de haber enfrentado problemas de desequilibrios externos, las autoridades autorizaron la creación de depósitos en moneda extranjera dentro del sistema financiero doméstico. Con esta medida esperaban inducir la repatriación del capital que previamente se había fugado, mejorar la posición externa del Banco Central y/o la pérdida de reservas internacionales y fortalecer la intermediación financiera⁴. La medida propició una rápida dolarización del sistema financiero de dichas economías. Sin embargo, el incremento de los depósitos en moneda extranjera no estuvo precisamente asociado a un reemplazo de los activos en moneda extranjera fuera del país, la repatriación no ocurrió en la magnitud que se esperaba y en ninguno de los países los agentes decidieron mantener el total de su portafolio en el sistema financiero doméstico.⁵ Luego, el incremento de dólares en el sistema financiero doméstico solo puso de manifiesto un grado de dolarización que anteriormente no era visible.

Otros países en cambio se negaron a autorizar los depósitos en dólares, como por ejemplo Chile y Brasil en los años setenta y ochenta, y alternativamente introdujeron una gama de instrumentos indexados en moneda doméstica, con lo cual evitaron un alto grado de dolarización a pesar de haber sufrido de agudos episodios inflacionarios.

En general la experiencia de América Latina es vasta en cuanto al fracaso de los gobiernos en sus intentos por revertir la dolarización —usando instrumentos financieros indexados, forzando a la conversión de depósitos en dólares hacia moneda extranjera, o imponiendo controles— especialmente cuando no se acompañaron por otras medidas de carácter estructural. En contra de lo previsto, dichos intentos magnificaron los procesos inflacionarios o en el mejor de

⁴ Aunque teóricamente la autorización de depósitos en dólares puede ser consistente con la idea de diversificar portafolio y ganar eficiencia en el contexto de una reforma financiera, la experiencia empírica apunta a que esto ha respondido básicamente a la necesidad de minimizar los efectos adversos de la dolarización. Es decir, en la mayoría de los casos ha sido una respuesta de las autoridades para evitar la fuga de capitales.

⁵ Ver M. Savastano: "The pattern of currency substitution in Latin America: an Overview", en *Revista de Análisis Económico*.

los casos solo lograron modificar los patrones de dolarización y su forma de manifestación.

Una vez que la dolarización se instala en las economías es muy difícil que desaparezca. Contrario a lo que por un momento fue parte del consenso teórico, la dolarización ha mostrado persistencia aun cuando se han logrado eliminar las causas que le dieron origen.⁶ En países con bajos niveles de inflación el grado de dolarización de la economía continuó creciendo o se estancó pero no se revirtió. Múltiples trabajos teóricos y empíricos han identificado varias causas de hysteresis en los procesos de dolarización.⁷

Finalmente, aun cuando la sustitución de moneda pueda ser revertida, la sustitución de activos puede persistir. Históricamente en muchos países en desarrollo los agentes han utilizado los activos denominados en moneda extranjera para cubrirse de riesgos macroeconómicos —sustentabilidad del tipo de cambio o repuntes inflacionarios— y por otra parte, este fenómeno puede ser resultado de las reformas financieras de liberalización doméstica. Desde esta perspectiva también se han elaborado algunas hipótesis que explican el fenómeno de hysteresis de la sustitución de activos observado en la mayoría de los países de América Latina.

¿ Cómo medir la dolarización?

Tradicionalmente se han utilizado varios tipos de test para medir la dolarización.⁸ Las diversas propuestas enfrentan en mayor o menor grado un problema común: dada la imposibilidad de obtener datos sobre la cantidad de dinero extranjero en maños de los privados, no es posible distinguir con claridad en qué medida los tests capturan un fenómeno de sustitución de moneda o de sustitución de activos. Un intento por resolver este problema se presenta por Végh y Sahay en un sencillo modelo teórico.

Desde el punto de vista empírico se han utilizado varias ecuaciones con el objetivo de investigar si los datos apoyan la hipótesis de que la relación entre las

⁶ Un clásico referente de reversión de un proceso de dolarización es el caso de Egipto. Sin embargo, dicho país nunca tuvo un proceso de hiperinflación y la dolarización solo se quedó en las etapas iniciales, es decir, sustitución de la función de reserva de valor. Por lo tanto, bastó con elevar el retorno de las actividades en moneda nacional para revertir el proceso. Por otra parte, algunos países en transición también lograron reducir el grado de dolarización una vez se implementaron las reformas financieras. Pero no existe ningún caso con un grado de dolarización como los observados en América Latina donde ésta pudo ser revertida.

⁷ Ver P. Guidotti y C. Rodríguez: "Dolarización in Latin America: Gesham's Law in Reverse", en *Working papers*.

⁸ Ver M. Savastano: "The pattern of Currency substitution in Latin America: an overview", en *Revista de Análisis Económico*. Además ver Sabastano: "Dolarization in Latin America. Recent evidence and Policy Issues" en *The Macroeconomics of internacional currencies. Theory, policy and Evidence* y R. Sahay y C. Vesh: *Ob. cit.*

tenencias de ambas monedas es explicada significativamente por su costo de oportunidad y otras variables.⁹ Una de las más utilizada ha sido la siguiente:

$$M/eF = \lambda (\pi - \pi^*; X)$$

siendo:

M: saldos monetarios en moneda doméstica.

eF: saldos monetarios de residentes denominados en moneda extranjera multiplicado por el tipo de cambio.

$\pi - \pi^*$: el diferencial inflacionario doméstico e internacional (puede ser sustituido por la tasa de devaluación esperada o el diferencial entre tasas de interés).

$$\lambda_{\pi - \pi^*} < 0$$

X: un vector de otros determinantes

Esta ecuación tiene algunas desventajas que han dificultado la interpretación de los análisis empíricos. Primero, F no es la única opción a disposición de los agentes para protegerse contra la inflación. El exceso de dinero también puede ser canalizado a bienes durables y/o activos financieros domésticos. Por consiguiente, una caída en la demanda de dinero doméstica no necesariamente debe ser identificada con un incremento de la dolarización. Segundo, la demanda por F puede satisfacerse de varias formas: fuga de capitales (f^k), depósitos en bancos locales (f^b), y dinero bajo el colchón (f^n). Como se mencionó anteriormente, desafortunadamente no es fácil estimar la última y la mayoría de los estudios utilizan exclusivamente los depósitos denominados en dólares como indicador del grado de dolarización. Un indicador más preciso sería aquel que incorpore dentro de F al menos a los dos primeros elementos, aunque todavía se estaría subestimando el grado de dolarización.

Teniendo en cuenta las dificultades con la ecuación anterior otros autores han propuesto métodos de estimación indirectos. Una de las propuestas consiste en testar la sustitución de monedas centrándose en los determinantes de la inflación bajo la hipótesis de que es el stock de dinero, y no de activos, el que está estrechamente vinculado con el volumen de transacciones y la inflación.¹⁰ La idea sería investigar los posibles cambios en los mecanismos de transmisión de la política monetaria que introduce un proceso de sustitución de moneda, e identificar aquellos agregados monetarios que permitan predecir mejor la inflación. Básicamente el test consiste en probar si al incorporar activos monetarios en moneda extranjera dichos agregados ofrecen mejor información en relación con el comportamiento de la inflación.

⁹ M. Savastano: *Ob. cit.* 1996.

¹⁰ Ver FMI: "Monetary policy in Dollarized economies", en *Ocasional Papers*.

Una segunda propuesta, consiste en estimar la dolarización usando una función de demanda indirecta. La idea es identificar las variables explicativas de la demanda de dinero global de la economía y de la demanda en moneda doméstica. A partir de ello se estima la siguiente ecuación:

$$\log (M/P) = \alpha (X) - \beta (Y)$$

Siendo:

α, β : vectores de parámetros de los determinantes de la demanda total y la demanda de dólares, respectivamente.

X, Y: vectores de variables explicativas de la demanda total y la demanda de dólares respectivamente.

Una vez calculado los parámetros se puede obtener una estimación de la demanda de dinero en dólares a través de las siguientes ecuaciones:

$$\text{Log} (M_t/P) - \log (M/P) = \beta Y$$

Siendo: $M_t = M + e M^*$, entonces:

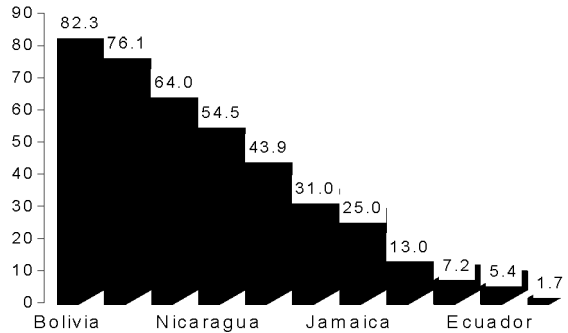
$$M^* = M/e (\exp (\beta Y) - 1)$$

No obstante estos esfuerzos, debido a los problemas de información la mayor parte de los estudios empíricos (test o indicadores) están referidos básicamente al concepto de dolarización en un sentido amplio y no necesariamente al proceso de sustitución de moneda. De hecho, en la práctica el indicador más común para medir la dolarización y realizar comparaciones internacionales, es la relación entre los pasivos en moneda extranjera (depósitos) y los pasivos totales mantenidos en cada caso en el sistema financiero doméstico. Es importante enfatizar las serias limitaciones que presenta este indicador:

Como se ha mencionado hay varios motivos por los cuales los agentes pueden tener sus tenencias en moneda extranjera fuera del sistema financiero, ya sea porque no existe autorización legal para la apertura de cuentas en dicha moneda en el sistema financiero doméstico, o porque existe desconfianza en los bancos (riesgo de confiscación o insolvencia), o debido a que se desea mantener anonimato, entre otros motivos. Por lo tanto, este indicador puede subestimar considerablemente el grado de dolarización de la economía.

De otro lado, se hace difícil distinguir entre un mayor grado de dolarización y una recomposición de las tenencias de moneda extranjera. Así por ejemplo, la proporción de depósitos puede incrementarse como resultado de que los agentes decidan colocar parte de los dólares que anteriormente circulaban, en el sistema bancario. En este caso se trataría exclusivamente de una recomposición de F pero no de un incremento del grado de dolarización, y la utilización de un indicador tradicional tendería a distorsionar el resultado.

Participación de los depósitos en dólar en el sistema financiero doméstico



Fuente: FMI: Ob. cit.

La experiencia de varios países latinoamericanos en la década de los años ochenta ilustra muy bien estos problemas. En muchos de estos países la proporción de activos extranjeros del sector privado era significativamente alta aun antes de que las autoridades levantaran las restricciones para colocar depósitos en dólares en el sistema financiero.¹¹ Una vez que se autorizaron los depósitos en moneda extranjera no se logró de inmediato una repatriación de los flujos, y aún después de varios años de haber introducido la medida los agentes continuaron diversificando su portafolio de tenencias en moneda extranjera. Esta situación contrasta con estudios más recientes que demuestran que bajo el episodio de *inflows* de capitales hacia América Latina en la década de los años noventa, la implementación de programa de estabilización creíbles logró revertir la fuga de capitales y modificar los patrones de dolarización. El incremento observado en los depósitos en moneda extranjera fue resultado de una reducción de los depósitos de residentes en el exterior. Como por ejemplo, Argentina y México antes de la crisis de 1994 en este último.¹²

Hay otros enfoques menos convencionales que intentan ofrecer una dimensión de los procesos de sustitución de monedas a través de una combinación de

¹¹ M. Savastano: *Ob. cit.* 1992.

¹² FMI: *Ob. cit.*

indicadores cuantitativos y cualitativos. Una amplia revisión de estos enfoques se ofrece en Krueguer. La idea es evaluar la importancia que puedan tener las transacciones internas en moneda extranjera a partir de estimaciones de flujos provenientes del exterior, como pueden ser remesas familiares, ingresos del turismo, entre otros. Estos métodos son de gran utilidad para economías pequeñas que reciben transferencias de este tipo como son los casos de los países del Caribe y Centroamérica.

Pasivos dolarizados: causas y patrones de comportamiento

Como se explicó antes, la dolarización de pasivos se refiere a una situación en la cual aunque existe la moneda doméstica, una considerable proporción de pasivos en las hojas de balance de las empresas y el gobierno se encuentran expresadas en moneda extranjera. Este fenómeno tiene importantes implicaciones para la teoría de elección cambiaria como se verá posteriormente.

Las causas de la dolarización de pasivos están asociadas esencialmente a un problema de carácter estructural presente en la mayor parte de las economías emergentes. Dichos países muestran una necesidad estructural de financiamiento externo para impulsar la inversión y el crecimiento, debido a la combinación de bajos niveles de ahorro doméstico con la existencia de una moneda débil que no puede ser usada en crédito a mediano y largo plazo. En estas condiciones los países se ven obligados a financiarse con fondos de largo plazo denominados en moneda extranjera, generando con ello un descalce de monedas (*missmatch*). De lo contrario tendrían que endeudarse a corto plazo en moneda doméstica, creando entonces un problema de descalce en plazos. Tal situación Hausman la describe como el “original sin” de las economías emergentes.

La necesidad de financiamiento inherente de las economías en desarrollo encontró un clima favorable para ser satisfecha en la década de los años noventa. En particular América Latina volvió a tener acceso a los mercados internacionales a partir de las reformas estructurales en sus economías y de los procesos de liberalización financiera. En la primera mitad de la década la región recibió importantes recursos financieros externos, gran parte de los cuales fueron intermediados por el sector financiero doméstico.

La literatura ofrece otras explicaciones al fenómeno de los pasivos dolarizados. Por ejemplo, ¹³ plantea que la existencia de pasivos dolarizados surge de la combinación entre problemas de credibilidad imperfecta de las políticas con información asimétrica. A lo anterior se unen otros factores de carácter institucional que favorece la existencia de pasivos dolarizados. Las regulaciones estándares del sistema bancario, a fin de evitar problemas de descalces en el sector financiero, obliga a los bancos locales que obtienen financiamiento externo a canalizar una gran parte a préstamos denominados en moneda extranjera. Finalmente, el hecho de que la tasa de interés de préstamos bancarios en pesos refleje un premio por el riesgo cambiario, puede incentivar el endeudamiento en dólares.

Estas hipótesis, especialmente la primera, coincide con la realidad de muchos países en desarrollo de la región Latinoamericana, en cambio parece alejarse de lo que fue la experiencia en otras regiones como el sudeste asiático. Dichos países mostraron una larga trayectoria de tasas de ahorro, posiblemente suficiente para financiar sus necesidades de inversiones; sin embargo, también mostraron una gran cantidad de pasivos dolarizados en su portafolio. La experiencia asiática se explica más por una combinación de factores externos e internos. Dichas economías fueron sometidas a la presión de los mercados internacionales, y de los organismos internacionales que aconsejaban la liberalización del sistema financiero doméstico. En tanto el diferencial entre las tasa de interés doméstica e internacional unido a otras características del proceso de liberalización efectivamente parece haber incentivado el endeudamiento en dólares de los bancos y las empresas.

De otro lado, existe un gran debate acerca de la relación entre regímenes cambiarios y pasivos dolarizados. Según varios autores un régimen flexible tiende a desestimular las deudas en dólares debido a la volatilidad que imprime al tipo de cambios. Así por ejemplo, las empresas que realizan operaciones en moneda doméstica difícilmente se sientan incentivadas a endeudarse en dólares en un entorno de alta volatilidad cambiaria, mientras que estarían más dispuestas a hacerlo en caso de que existiera un compromiso de estabilidad cambiaria. No existe suficiente evidencia empírica al respecto en la región, en parte por los problemas de información relacionada con la composición de la deuda.

Recuadro No.1

¹³ G. Calvo: "On dollarization" (documento).

El patrón de dolarización en América Latina: resumen

Las experiencias de dolarización en América Latina permiten identificar un conjunto de rasgos comunes y lecciones derivadas:

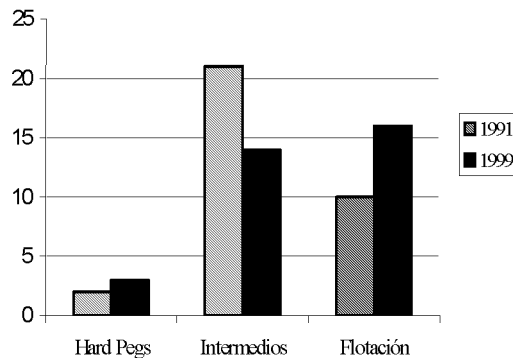
1. La dolarización parcial ha sido en todos los casos un fruto de la pérdida de confianza en la moneda doméstica ante los desequilibrios macroeconómicos y monetarios, aun cuando el origen de dichos desequilibrio y la forma de manifestación haya sido diferente. La clásica forma de manifestación de dichos desequilibrios en América Latina fue la hiperinflación.
2. La dolarización de pasivos no necesariamente está asociada al fenómeno de sustitución de moneda. Sus causas se encuentran, de un lado, en los típicos problemas estructurales consistentes en la necesidad de financiamiento externo para impulsar la inversión y el crecimiento, y de otro lado, en los procesos de apertura y liberalización de la cuenta de capital que iniciaron la mayor parte de las economías en desarrollo en la década de los años noventa.
3. La dolarización parcial ha sido un proceso gradual generalmente comenzando con la sustitución de la moneda doméstica en su función de reserva de valor; mientras que solo en las últimas etapas se sustituye en su función como medio de pago. En América Latina esta función ha sido la más resistente.
4. Los marcos institucionales han sido esenciales para explicar la velocidad, magnitud e incluso la eventual reversión parcial de los procesos de dolarización.
5. La dolarización parcial puede ser más o menos visible en dependencia de las legislaciones internas; por eso también se dificulta su medición.
6. La dolarización total no es un resultado endógeno de las crisis de credibilidad o de procesos hiperinflacionarios sino que casi siempre requiere de una decisión del gobierno.
7. Contrario a lo que por un momento fue parte del consenso teórico, la dolarización ha mostrado persistencia aun cuando se hayan logrado eliminar las causas que le dieron origen.¹⁴
8. La experiencia de América Latina es vasta en cuanto al fracaso de los gobiernos en sus intentos por revertir de manera forzada la dolarización, especialmente cuando dichas políticas no se acompañaron por otras medida de carácter estructural.

¹⁴ Existen algunos casos donde la dolarización se ha logrado revertir de forma importante, pero no hay ninguna experiencia de países con dolarización en estado muy avanzado —como por ejemplo a los niveles de América Latina— que haya podido revertirse significativamente.

El debate sobre regímenes cambiarios en economías dolarizadas

Las implicaciones de la dolarización parcial y los pasivos dolarizados: teoría y evidencia

La elección cambiaria para países en desarrollo ha sido uno de los temas centrales del debate internacional en materia de política económica en la última década. En un entorno de creciente movilidad de capitales, intentar mantener un tipo de cambio se ha convertido en un dilema para dichos países, aunque en principio cualquier arreglo cambiario es vulnerable a los llamados “ataques especulativos” la evidencia empírica de los últimos años demuestra que tal vulnerabilidad es mayor en los regímenes semifijos o intermedios.



Fuente: ischer, S: “Exchange rate regimes: in the bipolar view correct?”, en Working Papers.

Esta ha sido la principal razón por la cual hay una marcada tendencia hacia regímenes cambiarios extremos en los países emergentes, y de hecho la mayor parte de las recomendaciones y propuestas en el debate internacional se inclinan a favor de alguna de las soluciones de esquinas, sin que se haya alcanzado hasta el momento un total consenso. América Latina se ha sumado a esta ¹⁵ tendencia, en la actualidad países como Panamá Argentina y Ecuador cuentan con regímenes ultra-

¹⁵ S. Fischer: *Ob. cit.*

fijos,¹⁶ en tanto El Salvador y otros países centroamericanos están valorando introducir dicho esquema. De otro lado, países como Brasil, México, Chile y Perú han abandonado sus bandas a favor de una plena flotación.

Un importante marco teórico para orientar a los países en esta materia ha sido el llamado enfoque convencional sobre elección cambiaria. Sin embargo, aunque dicho enfoque continúa siendo útil, ha resultado insuficiente a la luz de los últimos acontecimientos enfrentados por los países en desarrollo. De aquí que se venga insistiendo en la necesidad de incorporar otros enfoques que están siendo actualmente objeto de debate, como son por ejemplo, internalizar las características fiscales y financieras de los países a la hora de elegir un régimen cambiario. Estas características pueden modificar sustancialmente los mecanismos de transmisión y los resultados esperados en cada esquema cambiario.

Dentro de los aspectos más recurrentes en el debate internacional están precisamente *las implicaciones del fenómeno de dolarización — parcial y pasivos dolarizados— para la teoría de elección cambiaria*. A pesar de ello, las respuestas aún no son definitivas y el tema tendrá que continuar siendo objeto de futuras investigaciones teóricas y empíricas. No obstante, el consenso teórico viene apoyando la hipótesis de que a mayor grado de dolarización de la economía más se inclina la balanza a favor de un régimen de tipo de cambio ultrafijo (cajas de convertibilidad o dolarización total).

El primer argumento se basa en las consecuencias de la mayor inestabilidad de la demanda de dinero, típica de estas economías. Ciertamente este fenómeno no solo es un problema de las economías altamente dolarizadas. Las economías de muchos países desarrollados y en desarrollo enfrentan este fenómeno debido a la creciente integración financiera y la consiguiente introducción de innovaciones financieras en los mercados, pero en los países en desarrollo además se atribuye a la presencia de dolarización parcial.

La tendencia a la mayor inestabilidad de la demanda de dinero en las economías dolarizadas parcialmente, se explica desde el punto de vista teórico a través de varios canales. Así por ejemplo, pudiendo ser las dos monedas utilizadas para el mismo propósito, el público puede desplazarse de una a otra fácilmente por múltiples razones. Por lo tanto, el tipo de cambio estará afectado por estos *shocks* de demanda de dinero doméstico en relación con la demanda por dinero

¹⁶ Se entiende por regímenes ultrafijos los esquemas de cajas de convertibilidad (CBA) o los esquemas de total dolarización.

extranjero. Además, el componente doméstico de la demanda de dinero se hace más sensible a cambios en su costo de oportunidad. Al efecto tradicional de la tasa de interés sobre la demanda de dinero doméstico, se suman los efectos derivados de los cambios en el costo de oportunidad en relación con la moneda extranjera.

Este fenómeno tiene tres tipos de consecuencias para la política cambiaria:

- El modelo convencional de elección cambiaria predice que bajo estas circunstancias un tipo de cambio fijo es superior a un régimen flexible, ya que este último aumentaría la inestabilidad del producto y del tipo de cambio.¹⁷
- Al romperse el vínculo entre los agregados monetarios y la inflación se dificulta la conducción de la política monetaria y de hecho descarta la implementación de una estrategia monetaria basada en metas de inflación.¹⁸
- La consecuente inestabilidad del tipo de cambio bajo un régimen flexible puede incentivar los contratos y transacciones en dólares en los mercados internos (por ejemplo los trabajadores intentarán proteger sus acuerdos salariales de los cambios inesperados en los precios), profundizando la dolarización.

A pesar de la solidez de este marco teórico, como se dijo anteriormente, la evidencia empírica no es suficientemente sistemática y robusta como para llegar a conclusiones definitivas. Así por ejemplo, no es claro si en realidad la política monetaria se hace menos efectiva en economías parcialmente dolarizadas. Mientras, esta hipótesis aparentemente es confirmada por algunas experiencias,¹⁹ hay también hechos que la contradicen; por ejemplo, Perú 1990 y Bolivia 1985 son dos ejemplos de economías altamente dolarizadas que tuvieron éxitos en combatir la inflación sin utilizar anclas cambiarias. En el caso de Perú no se optó por un ancla nominal porque no se contaba con un tipo de cambio de referencia —se partía de una situación caracterizada por mercados segmentados y agudos desequi-

¹⁷ Esto es fácilmente demostrable utilizando el modelo de Mundell Flemig para una economía abierta, o el llamado modelo de Poole.

¹⁸ Bajo un régimen de tipo de cambio flexible la política monetaria es independiente. Esta puede basarse en metas sobre agregados monetarios o en metas de inflación. Esta última estrategia conocida como “Inflation Targeting” se ha hecho muy popular en los últimos tiempos y aparece como la recomendación alternativa a los esquemas ultrafijos para países en desarrollo. En América Latina, Chile constituye un importante referente, mientras que países como Brasil y México la han adoptado más recientemente.

¹⁹ En su estudio sobre los patrones de dolarización en las economías latinoamericanas, Savastano encuentra que la presencia de depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero doméstico tuvo efectos adversos sobre la demanda de dinero, creándole dificultades a las autoridades para conducir la política monetaria.

librios monetarios— y se temía que la situación fiscal aún después de la reforma requiriera de señoreaje. Sin embargo, el éxito del programa fue inmediato, en apenas dos años la inflación cayó de 12,000 % a 57 %.²⁰

Ante estos problemas, algunos trabajos han propuesto el uso de un agregado bimonetario como objetivo intermedio de la política monetaria en el caso de las economías dolarizadas caracterizada por sustitución de moneda.²¹ La eventual utilidad de esta propuesta es un problema de carácter empírico, y requiere de una mayor y más sistemática investigación a fin de conocer si en la práctica agregados de este tipo efectivamente ofrecen más información en relación con el comportamiento de la inflación en economías dolarizadas. En cualquier caso no hay dudas que tanto el grado de dolarización como el grado de influencia de los agregados monetarios amplios —que incluyan depósitos en moneda extranjera— sobre la inflación, son dos factores a considerar en la elección de un régimen cambiario.

El segundo argumento a favor de los regímenes de tipo de cambio fijo en economías altamente dolarizadas se basa en el efecto de las devaluaciones. Bajo estas circunstancias se modifican los mecanismos tradicionales de transmisión de las devaluaciones en relación con las economías no dolarizadas, siendo este aspecto quizás la implicación más importante desde el punto de vista de la elección cambiaria. Las modificaciones mencionadas ocurren al menos en los siguientes sentidos:

- Para que una devaluación incremente el precio relativo de los transables en relación con los no transables, las transacciones domésticas tienen que realizarse en moneda nacional. Si una gran parte de las transacciones de la economía se realiza directamente en dólares, entonces los efectos esperados sobre las exportaciones e importaciones serán mucho menores.
- En países donde el dólar es frecuentemente la unidad de cuenta para transacciones, una devaluación tendería a trasladarse rápidamente a los precios domésticos. Asimismo es de esperar que la mayor parte de los contratos se establezcan sobre la base del tipo de cambio (de no existir un ancla cambiaria); en otras palabras, dichas economías tienen un alto “pass-through” de tipo de cambio a precios. Entonces una vez que los precios y el tipo de cambio co-

²⁰ No obstante, la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio en los últimos años hace pensar en que el gobierno, a pesar de no declararlo, mantiene un objetivo implícito de tipo de cambio (en cierto rango). Ver M. Savastano y F. Mishkin: “Monetary policy strategies for Latin America”, en *Paper*.

²¹ En cambio si se trata de sustitución de activos, los depósitos de moneda extranjera en el sistema doméstico no deben ser considerados en los agregados monetarios seleccionados. Ver A. Berg y E. Borensztein: “The pros and cons of full dollarization”, en *Worring Papers*.

mienzan a elevarse, las expectativas de mayor inflación y depreciación se trasladarán rápidamente a dichos contratos, acelerando ambos procesos.

- Una devaluación incrementa automáticamente la parte dolarizada de la oferta monetaria —expresada en moneda doméstica— lo cual puede conducir a mayores presiones inflacionarias.
- Con un alto grado de dolarización, una importante proporción del valor real de los activos y pasivos financiero se aísla de las variaciones del tipo de cambio, con lo cual se elimina otro canal de la devaluación. En particular, el efecto riqueza se debilita, pudiendo incluso tornarse de signo positivo y con ello incrementar el gasto en lugar de contraerlo. En rigor, el efecto riqueza de una devaluación es ambiguo ya que aunque el valor real de los saldos monetarios domésticos se reduce al incrementarse los precios, el valor real de los saldos monetarios en moneda extranjera se incrementa. Por consiguiente el efecto sobre la demanda doméstica (gasto) puede ser positiva o negativa. Mientras mayor sea la proporción relativa de activos en moneda extranjera del sector privado, y mayor sea la proporción de bienes no transables en el índice de precios, mayor será la probabilidad de un efecto riqueza positivo, es decir, mayor será la probabilidad de una expansión del gasto y un incremento de los precios en el corto plazo.

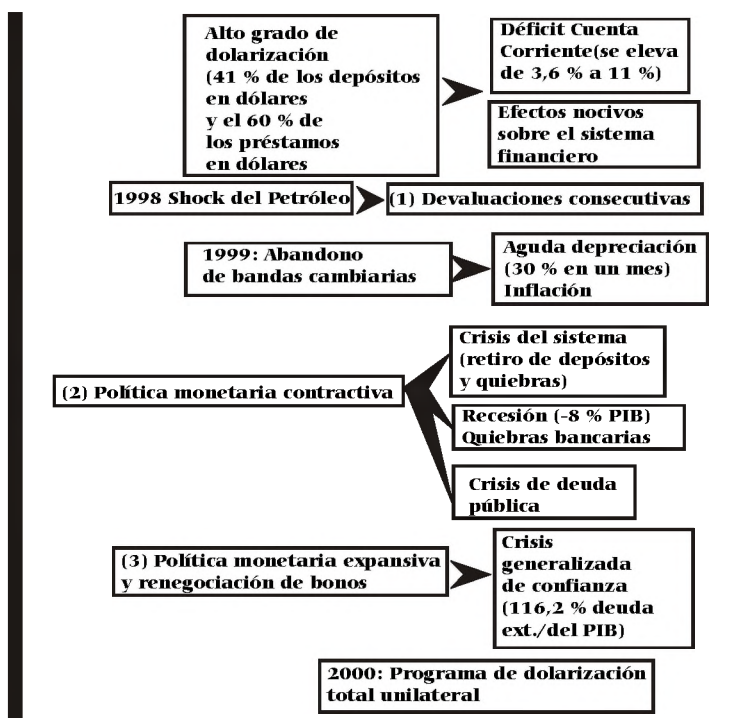
*El tercer argumento a favor de los regímenes de tipo de cambio ultrafijos se basa en los potenciales efectos destructivos de las devaluaciones en presencia de pasivos dolarizados. Las devaluaciones pueden ser muy peligrosas para las finanzas públicas, el sector financiero y el sector empresarial, cuando existen importantes descalces de monedas en los balances (*missmatch*). Por consiguiente, los efectos de cualquier *shock* negativo sobre la economía, sean monetarios o reales pueden ser amplificadas en tales circunstancias.*

Desde la perspectiva de elección cambiaria estos resultados tienen una gran relevancia ya que se reducen los grados de libertad de la política monetaria. Las autoridades monetarias intentarán minimizar las fluctuaciones del tipo de cambio a fin de evitar efectos devastadores sobre las finanzas públicas, el sector financiero y empresarial. De hecho esta ha sido el principal motivo por el cual en muchos países en desarrollo aun cuando los gobiernos declaren tener oficialmente un régimen de tipo de cambio flexible, en la práctica funcionan como si prevaleciera alguna modalidad de tipo de cambio fijo.²² Asimismo, se limita la capacidad del banco central para actuar como prestamista de últimas instancia en condiciones en que la fragilidad del sistema financiero —debido a los descalce de monedas— puede ser prácticamente estructural. En síntesis, de ser

²² Ver R. Haussman: “Currencies: should there be five or one hundred and five?”, en *International Affair*.

efectivamente fuertes estos efectos, muchos de los costos que implica la renuncia a la política monetaria bajo un tipo de cambio fijo podrían ser para países altamente dolarizados, realmente una falacia en la práctica, simplemente porque los grados de libertad de dicha política a priori son muy reducidos.

Recuadro No. 2
Conflictos de política macroeconómicas
en economías dolarizadas: el caso de Ecuador



La experiencia de Ecuador a finales de la anterior década es un caso típico de los conflictos que enfrenta la política monetaria y cambiaria en economías con un alto grado de dolarización. En 1998 la economía ecuatoriana sufre un fuerte *shock* externo asociado a la caída de los precios del petróleo. Inicialmente las autoridades reaccionaron apelando a sucesivas devaluaciones a fin de mejorar la posición externa, sin embargo, dado el nivel de dolarización no se lograron los efectos esperados y el déficit continuó aumentando. En su lugar, la devaluación afectó al sector financiero cuando los deudores con ingresos en sueros (sector no transable) se mostraron incapaces de cumplir con sus obligaciones en dólares. Ya a inicios del año 1999 las autoridades se vieron obligadas a abandonar las bandas cambiarias y el tipo de cambio se depreció abruptamente. Ante el peligro de una manifiesta y creciente inflación el BC decidió aplicar una política monetaria contractiva. El incremento resultante de la tasa de interés no solo empeoró la crítica situación del sistema financiero sino que además afectó las finanzas públicas. Pocos meses después el gobierno comenzó a suspender los pagos de sus obligaciones, y la situación de inestabilidad financiera y macroeconómica, provocó una corrida contra los depósitos bancarios. A fin de rescatar al sistema financiero y aliviar la recesión, y la situación de las finanzas públicas el BC decidió aplicar una política monetaria expansiva, pero con ello solo creó más inflación. Finalmente, en medio de una crisis generalizada y una deuda externa insostenible, el gobierno anunció un programa de dolarización total de la economía a inicios de 2000.

Finalmente, en una economía parcialmente dolarizada se reduce la capacidad de utilizar el señoraje por lo tanto dicha fuente de recaudación podría ser poco importante —en dependencia del grado de avance de la dolarización. Esto significa que en caso de adoptarse un régimen ultrafijo, la renuncia al señoraje —normalmente considerado entre las desventajas de dichos esquemas— no representaría un costo adicional para dichas economías.

El argumento subyacente es que bajo una situación de sustitución de moneda la preferencia por la moneda extranjera reduce la demanda por dinero doméstico y con ello la capacidad de utilizar el señoraje por parte de los gobiernos. En la medida en que un gobierno utiliza la emisión monetaria para financiar déficits públicos y con ello genera inflación, el costo de oportunidad de la moneda doméstica aumenta y por lo tanto los agentes podrían canalizar parte del exceso de dinero doméstico hacia activos o moneda extranjera. En consecuencia la base monetaria doméstica se reduciría y con ello la base imponible del impuesto inflación. Al ser menor la base del impuesto inflación, el impacto inflacionario de los desequilibrios fiscales podría ser mayor. En principio esto podría ocurrir también con cualquier tipo de impuesto cuya base sea afectada con la dolariza-

ción parcial. Por ejemplo, en el caso de que se desplacen transacciones en moneda doméstica a favor de la moneda extranjera resultado de una mayor sustitución de moneda, podría reducirse también la base de impuestos sobre consumo en moneda doméstica y con ello la recaudación. Aunque esta pérdida podría de cierta forma compensarse con impuestos sobre transacciones en dólares, no hay duda que complejiza y hace más costosa la política tributaria.²³

La otra cara de la moneda: las promesas, las condiciones y el ámbito fiscal

Los regímenes cambiarios ultrafijos prometen esencialmente mayor credibilidad al eliminar la discrecionalidad de la política monetaria. Asimismo, se espera que la mayor credibilidad se acompañe de otros efectos potencialmente beneficiosos como son la reducción de la tasa de interés, y la menor vulnerabilidad a *shocks* de cuenta de capital y *shocks* reales. Esto último, confiando en los efectos expansivos sobre el comercio y la mayor integración con el país emisor. Lamentablemente, estos argumentos si bien están rigurosamente fundamentados desde el punto de vista teórico, no son concluyentes desde el punto de vista empírico. La evidencia empírica deja claro que los regímenes de tipo de cambio fijo logran reducir rápidamente la inflación en los marcos de un programa de estabilización. Sin embargo, es menos clara en cuanto al resto de los beneficios y en particular en cuanto a la convergencia de las tasas de interés. Así por ejemplo, la experiencia de la caja de convertibilidad en Argentina — particularmente observando los últimos episodios— dejan claro que este esquema cambiario no es garantía para eliminar el riesgo cambiario. Asimismo, aun cuando un régimen de dolarización total elimine el riesgo cambiario, hay muchos otros factores relacionados con las características estructurales de las economías en desarrollo que determinan las altas primas de riesgo país reflejada en las tasas de interés de estos países. No es posible confiar en que un único instrumento de política —la aplicación de un régimen cambiario— sea capaz de solucionar los graves problemas estructurales acumulados durante tantos años por esas economías, muchos de los cuales además escapan a sus posibilidades domésticas en el actual contexto internacional. Paradójicamente, gran parte de los países centroamericanos que hoy están valorando la opción de dolarización

²³ Ver Savastano: *Ob. cit.* Encuentra evidencia de que la curva de Laffer del impuesto inflación se desplazó hacia abajo en México, Uruguay y Perú, después de la caída en la demanda de dinero que produjo la dolarización parcial de dichas economías.

no tienen una situación dramática de inflación y están confiando en estos otros “potenciales beneficios”.

No hay duda de que el costo más importante de adoptar un régimen cambiario ultrafijo es la pérdida de la política monetaria como instrumento de estabilización. Además, la autoridad monetaria pierde la capacidad de actuar como prestamista de última instancia, con lo cual aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero a una situación de crisis de liquidez. Ambos costos son definitivamente muy fuertes para economías en desarrollo, de aquí que incluso muchos países que optaron finalmente por un Currency Boards (Cajas de Convertibilidad) en la práctica implementaron esquemas de alguna manera distantes al referente conceptual puro. Teóricamente, estos costos serán menores bajo determinadas circunstancias. En la medida en que los países se acerquen a los requisitos de un área monetaria óptima estarán en mejores condiciones de adoptar esquemas ultrafijos. En particular, la flexibilidad en los mercados laborales es crucial para enfrentar la presencia de *shocks* reales derivados de asimetrías entre los ciclos económicos de los países y evitar situaciones prolongadas de recesión y desempleo. De otro lado, hay un conjunto de propuestas de medidas estructurales e institucionales orientadas a compensar los efectos de los *shocks* cuando los países no cuentan con los requisitos mencionados. Pero ninguna de estas medidas son panaceas para países en desarrollo pues involucran conflictos de naturaleza política y social.

Además, se requiere de un sólido sistema financiero capaz de manejar adecuadamente la volatilidad de la tasa de interés y la oferta monetaria resultante del compromiso cambiario. La experiencia demuestra que estos arreglos cambiarios, si bien podrían reducir el riesgo de una devaluación (o en su extremo eliminarlo), son más vulnerables a crisis financieras en forma de corridas bancarias. Hay una tendencia a confiar en el desarrollo de un sistema bancario doméstico profundamente integrado al sistema financiero internacional. Sin embargo, las referencias empíricas no son optimistas. Panamá a pesar de contar con un sistema financiero altamente integrado ha reflejado una fuerte volatilidad en su producto. Argentina se ha ido moviendo en igual dirección, y a pesar de haber logrado acuerdos importantes, estos han sido insuficientes para amortiguar los efectos recesivos de los *shocks* externos.

Recuadro No 3
Debilidades teóricas de las posiciones a favor
de la dolarización como opción cambiaria
en la región latinoamericana

1. La ausencia de un análisis que integre el ámbito político, económico e institucional impide que se realice una adecuada ponderación de los potenciales beneficios y costos de la propuesta.
2. Existe un sobredimensionamiento del rol de los regímenes cambiarios, atribuyéndole la capacidad de solucionar gran parte de los conflictos que enfrentan los países en desarrollo en materia de política económica.
3. Hay un exceso de confianza en las bondades del proceso de integración financiera para solucionar los problemas domésticos de los países en desarrollo; ignorando el hecho de que muchos de los factores de vulnerabilidad que hoy están presentes en las estructuras financieras de estos países en gran medida son un resultado endógeno de dicho proceso.
4. En línea con lo anterior hay una subestimación de la capacidad de las autoridades públicas de los países en desarrollo para conducir de manera independiente la política económica, y una sobreestimación de la capacidad disciplinadora y el adecuado funcionamiento de los mercados internacionales.
5. Los argumentos teóricos si bien están rigurosamente fundamentados desde el punto de vista teórico, no son concluyentes desde el punto de vista empírico. Existen problemas metodológicos, como son la ausencia de un buen marco de referencia para hacer comparaciones entre regímenes cambiarios en los países en desarrollo.
6. Reiteradamente se argumenta que ante la renuncia a la política monetaria derivada de la adopción de un régimen de dolarización total, las autoridades cuentan con el instrumento fiscal para ejercer políticas anticíclicas; sin considerar que las características fiscales de estos países imponen márgenes muy reducidos de maniobra al respecto.
7. El marco institucional —doméstico e internacional— así como la estructura financiera de los países en desarrollo se analizan de forma estática lo que conduce a un sentimiento fatalista, es decir, se presenta a la dolarización prácticamente como la única opción cambiaria para los países en desarrollo que presentan un alto grado de dolarización parcial.
8. Las obvias y sustanciales diferencias entre las economías latinoamericanas y la economía de Estados Unidos han desviado el debate hacia la evaluación de la opción de dolarización unilateral en economías con un alto grado de dolarización, mientras se minimiza la discusión sobre la posibilidad de un proyecto regional de áreas monetarias desde la perspectiva tradicional de elección cambiaria.
9. Se percibe un menor esfuerzo por influir a través del debate en la necesidad de que los países que hayan optado por la dolarización unilateral logren algún tipo de acuerdo con el país emisor a fin de minimizar los costos de dicho esquema.

El tercer prerequisite que en nuestra opinión exige un régimen ultra fijo es la existencia de una estructura fiscal compatible con dicho arreglo cambiario, es

decir, aquella que facilite la capacidad de maniobra de la política fiscal para actuar de manera contra cíclica a *shocks* externos, al propio tiempo que no sea excesivamente vulnerable a dichos episodios, a fin de reducir la frecuencia y la magnitud de los ajustes. El uso de la política fiscal como instrumento anticíclico es imprescindible para compensar la pérdida de la política monetaria. De no contarse con este instrumento, los gobiernos que adoptan la dolarización total no solo pierden la política monetaria sino también exponen a un alto nivel de riesgo a sus economías. Por consiguiente, este debe ser uno de los criterios fundamentales a la hora de elegir un régimen cambiario. Más que insistir en un activismo fiscal como instrumento alternativo de política en economías dolarizadas conviene evaluar si las estructuras fiscales son o podrían ser compatibles con dicho esquema.

Por otra parte, *un régimen ultrafijo exige a los países en desarrollo una posición fiscal exageradamente restrictiva para sus actuales condiciones*. Dichos esquemas eliminan de facto la emisión monetaria dejando a disposición de los países cierta holgura para financiar transitoriamente déficits fiscales a través de la colocación de deuda pública. Sin embargo, el financiamiento no inflacionario sin completar el ajuste fiscal exigido, conducirá a una situación de deuda insostenible en el mediano plazo que puede hacer colapsar cualquier arreglo cambiario causando más inflación, o de lo contrario sumergir a los países en un profundo y traumático proceso de ajuste. El financiamiento no inflacionario en presencia de problemas estructurales es, al igual que la monetización, inconsistente con un régimen cambiario fijo, pues la paridad solo logrará mantenerse temporalmente hasta el momento en que los agentes pierdan la confianza en la capacidad de pago del gobierno y anticipen una crisis de deuda. La incapacidad de los países en desarrollo para adaptarse a estas exigencias ha sido clara en las dos experiencias más extremas de la región. De un lado Panamá, cuyos sostenidos y relativamente altos déficits fiscales —persistentemente financiados con endeudamiento externo— han derivado en una relación deuda externa PIB entre la más alta de la región; y de otro lado, Argentina país que mantuvo inicialmente déficits fiscales razonables, y sin embargo, todos los indicadores de deuda se deterioraron marcadamente. En consecuencia ambos países han tenido que recurrir continuamente al FMI.

No han sido pocos los esfuerzos exigidos a los países de América Latina en el ámbito fiscal como parte de las estrategias de inserción en los mercados internacionales en la década de los noventa. Sin embargo, en mayor o menor

medida sus economías aún exhiben características que los hacen excesivamente vulnerables bajo un esquema cambiario ultrafijo. Estas son:

- 1) Inflexibilidad o rigideces presupuestarias que imponen estrechos márgenes de discrecionalidad a la política fiscal corriente y por consiguiente limitan la capacidad de maniobra de las autoridades para contrarrestar el efecto de las fluctuaciones.
- 2) Sistema impositivo dependiente de una frágil y extremadamente volátil base impositiva —sesgado hacia los impuestos sobre el consumo— lo cual unido a la alta volatilidad de la producción y el consumo, típica de las economías en desarrollo, ocasiona inestabilidad de los ingresos fiscales y conduce a la necesidad de grandes ajustes contraccionistas ante *shocks* externos.
- 3) Baja capacidad para incrementar fuentes de recaudación no inflacionarias debido a las características mencionadas del sistema impositivo, al considerable peso de las actividades informales en estas economías, así como también a las pérdidas de ingresos fiscales resultado de los procesos de apertura comercial, reformas de la seguridad social, entre otros factores.
- 4) Presencia de déficits cuasifiscales que han distorsionado los resultados de las cuentas públicas y han ocasionado sustanciales pérdidas para los gobiernos en condiciones de crisis. Los casos del sector financiero en Chile a inicios de los ochenta y México en 1994 son dos típicos ejemplos.
- 5) Fragilidad de las relaciones con los mercados internacionales de crédito (inestabilidad de flujos externos, particularmente restricciones de liquidez en períodos de recesión) lo que en la práctica ha significado un acceso reducido al financiamiento internacional cuando más se necesita para actuar de manera contracíclica a través de la política fiscal.

De acuerdo con lo anteriormente discutido, podemos concluir que no solo es importante tomar en cuenta las estructuras financieras de las economías como una variable relevante en el debate sobre regímenes cambiarios, además es necesario internalizar las condiciones fiscales de los países. Las implicaciones de los fenómenos de dolarización parcial y de pasivos, deben ser a nuestro juicio *asumidas más como advertencias de los riesgos derivados de un proceso de dolarización ilimitado, que como argumentos a favor de los esquemas ultrafijos*. Recomendar la adopción de un régimen ultrafijo para reducir vulnerabilidad a crisis cambiarias, cuando no se cuentan con ámbito fiscal compatible y cuando subyacen serios problemas estructurales, podría ser a cuenta de incrementar la vulnerabilidad a una crisis bancaria o una crisis de deuda. De otro

lado, alcanzar las exigidas condiciones fiscales puede ser tan difícil para los países en desarrollo como intentar poner límites a la dolarización o eventualmente revertirla parcialmente, a fin de contar con mayores grados de libertad para ejercer la política monetaria. Es cierto que en los patrones de dolarización se observa persistencia a niveles muy altos, pero a niveles moderados dicho fenómeno no tiene por qué considerarse inmutable y en algunos casos podría revertirse considerablemente mediante una sensata regulación y un programa económico creíble.

Asimismo, los países deben ser conscientes de las consecuencias políticas y sociales que imponen los esquemas ultrafijos, especialmente la dolarización total unilateral. Definitivamente, el debate sobre dolarización en las economías en desarrollo es esencialmente y ante todo un problema de economía política.

Principales lecciones de la experiencia Argentina ²⁴

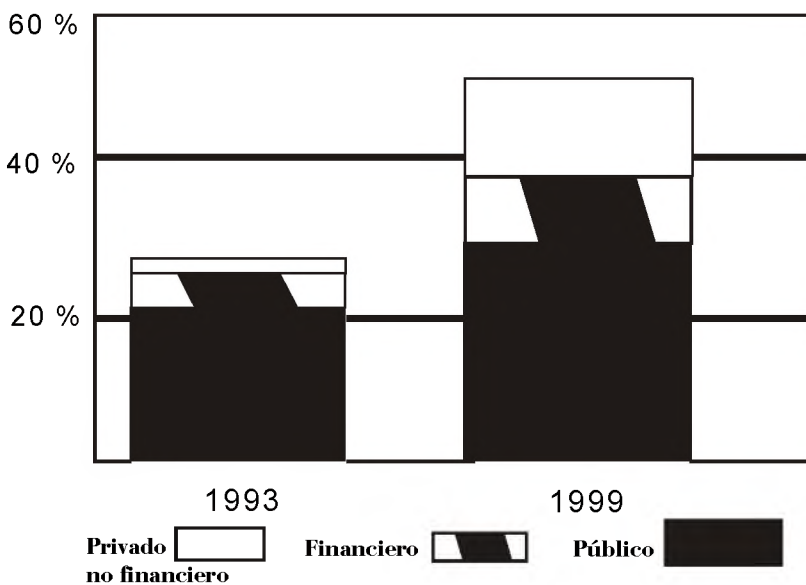
Los regímenes ultra fijos presentan múltiples problemas, como bien lo ilustra el caso de la caja de convertibilidad (CBA) en Argentina. Hasta 1994 la experiencia argentina podría haber sido considerada un caso exitoso de CBA ya que después de varios intentos fallidos por detener la hiperinflación, la caja de convertibilidad logró este objetivo en apenas dieciocho meses y la economía creció sustancialmente en tres años. Pero a partir del año 1994, los efectos de varios *shocks* externos han ocasionado un sostenido período de recesión económica. Inicialmente un *shock* de cuenta de capital originado por el llamado “efecto tequila” y posteriormente en 1999 un *shock* real a raíz de la crisis brasileña. Independientemente de su naturaleza, ambos tipos de *shock* tuvieron efectos reales sobre la economía. En el primer caso porque la crisis de liquidez elevó la tasa de interés y contrajo el crédito; y en el segundo caso debido a los efectos directos e indirectos sobre el sector externo. Es decir, por una parte se afectó la competitividad y por otra, se incrementó la prima de riesgo y la tasa de interés ante las dudas acerca de la sustentabilidad de la paridad que ocasionó el incremento del déficit en cuenta corriente.

La persistente recesión, el repunte de modestos y ligeramente crecientes déficit fiscales unido al rol de proveedor de liquidez asignado al sector público durante todo el período de la convertibilidad (como es conocido la caja de con-

²⁴ Este trabajo se elaboró antes de diciembre de 2001, fecha en que se hizo inminente la crisis de Argentina y el abandono de la convertibilidad. No obstante, las lecciones y predicciones expuestas son válidas y coherentes con la actual situación.

vertibilidad permite respaldar hasta el 33 % de la base monetaria con emisión de deuda pública en dólares) condujo a un incremento considerable de la deuda externa Argentina en un período relativamente corto de tiempo —de menos de 30% a más de 50 % en seis años (ver gráfico)— que ha sido percibido como insustentable por los mercados financieros internacionales.

Argentina: Evolución de la deuda externa bruta



Fuente: Damill.

En consecuencia, recientemente el país se ha visto obligado a introducir un paquete de medidas económicas en un nuevo intento por convencer a los mercados financieros de la sustentabilidad de la paridad y ganar credibilidad internacional para salir de la crisis. Un primer paquete de medidas consistió en modificar parcialmente el esquema de caja de convertibilidad a través de una cuasi-devaluación y la introducción del euro como moneda de referencia compartida con el dólar. La idea de la cuasi devaluación —aplicada solo para operaciones comerciales— tiene el objetivo de mejorar la competitividad y al propio tiempo proteger al sector de no transables, con una gran proporción de deudas en dólares, de los efectos de una devaluación generalizada. De otro lado, y en un segundo momento el paquete intenta solucionar una crisis previsible de pagos

de deuda externa. Como parte de estas medidas se anunció un compromiso de déficit cero para el año 2001 —que por demás ya queda claro que no podrá ser cumplido— y más recientemente un esquema de canje de bonos de la deuda pública de 132 mm de dólares.

Varias lecciones pueden ser extraídas de esta experiencia:

Primero la evidencia empírica, al menos en el caso argentino, apoya la hipótesis de que un CBA no está exento de una crisis de confianza que se manifieste en ataques especulativos y corridas bancarias; y además deja claro que un CBA está muy mal equipado para enfrentar un *shock* de cuenta de capital.

Segundo, existe una estrecha conexión entre los efectos monetarios y reales de un *shock* de cuenta de capital bajo un CBA, lo que ocurre tanto a través de la tasa de interés como de la contracción del crédito. Ambos factores son muy sensibles especialmente cuando no existen mecanismos compensatorios como la existencia de un prestamista de última instancia, por lo cual pueden magnificarse los efectos financieros y reales de un *shock* de esta naturaleza.

Tercero, análogamente un *shock* de naturaleza real puede potencialmente tener efectos devastadores sobre el sector financiero si aumentan las dudas acerca de la sustentabilidad de la paridad.

Cuarto, debido a la fuerte conexión entre los efectos reales y monetarios la presencia de un prestamista de última instancia y la solidez del sector financiero son condiciones imprescindibles bajo un CBA tanto para enfrentar *shocks* reales como nominales. Un prestamista de última instancia se hace necesario para financiar y evitar el ajuste ante situaciones que no respondan a problemas de insolvencia sino de iliquidez, como al parecer fue inicialmente el caso de Argentina.

Quinto, la llamada “salud de las finanzas públicas” es una condición más que un resultado bajo un CBA²⁵. En el caso argentino, inicialmente la situación fiscal evitó que el incremento de la tasa de interés tornara la situación de la deuda en insustentable, y además propició un espacio al banco central para actuar como prestamista de última instancia. Sin embargo, el rol estabilizador que ante la falta de liquidez se le asignó al sector público incidió negativamente sobre el comportamiento de la deuda externa y además creó serios conflictos para la política fiscal y la política de administración de deuda pública.

Sexto, tal y como está descrito en la literatura un CBA requiere de flexibilidad en los mercados para ajustarse ante *shocks* externos y evitar situaciones prolongadas de recesión y desempleo. Siendo los salarios y precios rígidos, y escasos los instrumentos alternativos de política, la incapacidad para responder a esos *shocks* mediante una deflación puede producir grandes fluctuaciones en

²⁵ La literatura a favor de los regímenes de tipo de cambio fijo, destacaban como ventajas de dichos esquemas la capacidad de imponer disciplina fiscal y así incidir en el equilibrio de las cuentas públicas.

la inversión, la producción y el empleo, como ha ocurrido en la economía Argentina. Las llamadas medidas de “flexibilidad laboral” al parecer agravaron los problemas de funcionamiento del mercado laboral y aceleraron la crisis política y social.

Finalmente, los regímenes cambiarios ultra fijos cuando son adoptados de manera unilateral, son extremadamente vulnerables a los cambios de políticas de los socios comerciales. De no lograrse una coordinación de políticas, parte de los costos originados por *shock* externos en las economías de dichos socios serán transferidos permanentemente al país que fija la paridad.

El caso argentino es un dramático ejemplo de los conflictos que enfrenta una economía altamente dolarizada. La caja de convertibilidad fue indiscutiblemente exitosa para alcanzar la estabilización. Pero al propio tiempo impuso una camisa de fuerza a la economía, convirtiéndose en un obstáculo para enfrentar las adversidades de los *shocks* externos. Es obvio que el país requiere de recursos financieros para sostener la paridad y superar la crisis, lo cual tradicionalmente se ha logrado por cuatro vías:

- a) superávits en cuenta corriente;
- b) ingresos extraordinarios derivados por ejemplo de privatizaciones;
- c) financiamiento de los mercados financieros internacionales;
- d) financiamiento de organismos internacionales multilaterales (FMI, BM, BID).

A inicios de la década, como parte de la reforma estructural, las autoridades emprendieron un profundo proceso de privatización de gran parte de los activos del país, con la intención de lograr mayores niveles de eficiencia y competitividad. Esto a su vez permitió mejorar solo transitoriamente las cuentas públicas a partir de ingresos fiscales extraordinarios. Sin embargo, los resultados productivos logrados no se han traducido aún en una mejora permanente de la cuenta corriente. En cambio, las privatizaciones deterioraron la posición patrimonial de las cuentas públicas, lo que sin duda ha debilitado la capacidad de negociación de las autoridades en los mercados financieros internacionales. Por consiguiente, al parecer las posibilidades inmediatas de obtener recursos a través de las primeras dos vías, están agotadas en el corto plazo.

Los flujos de capital internacional han tenido una dinámica inestable y desestabilizadora para la economía —en ocasiones respondiendo no precisamente al “performance” del país sino a factores exógenos— siendo fuente recurrente de tensiones financieras. En el momento actual el gobierno enfrenta una de las peores crisis de confianza a pesar de sus esfuerzos por convencer a un mercado

financiero internacional que se ha tornado cada vez más exigente, por lo tanto tampoco es previsible que por esta vía puedan obtenerse los recursos necesarios en el corto plazo. Ante este panorama las autoridades se han visto obligadas a acudir recurrentemente a los organismos internacionales, los que obviamente imponen medidas cada vez más duras e inviables políticamente.

Este crudo escenario ha llevado a muchos a pensar que tarde o temprano las autoridades tendrán que optar por abandonar la caja de convertibilidad. Sin embargo, como hemos discutido, un ajuste del tipo de cambio tampoco es una panacea en una economía altamente dolarizada como la Argentina. Los costos en términos de credibilidad de dicha medida pueden ser impredecibles para Argentina y para toda la región latinoamericana. Pero concretamente para la economía argentina los efectos sobre el sector productivo pueden ser devastadores.

Sin duda esta experiencia pone sobre el tapete varios temas de investigación futura, uno de ellos es cómo lograr transitar desde un régimen de tipo de cambio fijo —necesario para resolver problemas de estabilización— hacia un ajuste del tipo de cambio exigido por las nuevas circunstancias, en las actuales condiciones del sistema financiero internacional.

Bibliografía

- Berg, A. y Borensztein, E.: "The Pros and Cons of Full Dollarization", en *Working Papers*. IMF, WP/00/50, 2000.
- Calvo, G.: "On Dollarization". *Documento mimeografiado*. University of Maryland, 1999.
- CEPAL: *El Pacto Fiscal: fortalezas, debilidades y desafíos*. Naciones Unidas, Santiago de Chile, 1998.
- Tornell, A. y Velasco, A.: "Money-Based versus Exchange Rate-Based stabilization with endogenous Fiscal Policy", en *National Bureau of Economic Research. Working Paper 5300*.
- Fischer, S.: "Exchange Rate Regimes: is The Bipolar View Correct?", 2001.
- CEPAL: *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. Naciones Unidas/ CEPAL. Fondo de Cultura Económica. México, 2000.
- Cohen, B.: "Political Dimensions of Dollarization". *Department of Political Science. University of California at Santa Bárbara. Remarks prepared of a conference on Dollarization, Federal Reserve Bank of Dallas, March 6-7, 2000*.
- Edwards, S.: "The determinants of the choice between fixed and flexible exchange-rate regimes", en *Working papers Series*. 5756. National Bureau of Economic Research, Sep. NBER, 1996.
- FMI: "Monetary Policy in Dollarized Economies", en *Occasional Paper*. No. 171, marzo, 1999. IMF, Elaborado por Baliño, T.; Bennett A.; Borensztein, E., 1999.
- Guidotti P. y Rodríguez C.: "Dollarization in Latin America: Gesham's Law in Reverse?", en *Working papers*. IMF, 91/117, diciembre, 1991.
- Hausman, R.: "Currencies: Should there be five or one hundred and five?", en *International Affairs*, 116: 65-79, 1999.
- Hausman, R., Panizza, U; Stein, E.: "Why do countries float the way they float?", en *Research Department Inter-American Development Bank*. Nov. 1999.
- Hausman, R; Gavin, M; Pages-Serra, C; y Stein, E.: "Financial Turmoil and The Choice of Exchange Rate Regimen". Presentado en *New initiatives to Tackle International Financial Turmoil Seminar at the Inter-American Development Bank Annual Meeting of the Board of Governor*, Paris, France. (Manuscrito.)

- Kopcke, R.: "Currency Boards: Once and Future Monetary Regimes?", en *New England Economic Review*. Mayo/junio 1999.
- Melvin, M.; y Gobitz, J.: "La dolarización en América Latina como una reforma monetaria impuesta por el mercado", en *Estudios*. Arizona State University, enero-marzo, 1998.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K.: "The Mirage of Fixed Exchange Rates", en *Working Paper 95-08*. Federal Reserve Bank of San Francisco, March, 1995.
- Rogoff, K.: "The Risks of Unilateral Exchange Rate Pegs", en *Paper*. Jun 22-23. Bank of Korea conference on "Implications os Globalization for Macroeconomic Policy", 1998.
- Roubini, N.: "The case against currency boards: debunking 10 myths about the benefits of currency boards", en *Nouriel Roubini, Stern School of Business*. New York University, February, 1998.
- Savastano, M.: "The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview", en *Revista de Análisis Económico*. Vol.7, No.1, junio, 1992.
- Savastano, M. y Mishkin, F.: "Monetary Policy Strategies for Latin America", en *Paper*. Presentado en "Interamerican Seminar on Economics, Buenos Aires, December 2-4, 1999.
- Savastano, M.: "Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Policy Issues," en *The Macroeconomics of International Currencies, Theory, Policy and Evidence*. P. Mizen and E. Pentecost (eds). Edward Elgar Publishing, 1996.
- Sahay, Ratna y Carlos A. Végh: "La dolarización en las economías en transición", en *Finanzas & Desarrollo*, No.1, Vol. 32, marzo, 1995.