

Mesa Redonda

Beneficios potenciales en la dolarización

ALFREDO CALCAGNO

El objetivo primario más directo y evidente de la dolarización es terminar con el riesgo de la devaluación; y, al hacerlo la dolarización tiene todos los beneficios de salir de una situación en la cual un proceso especulativo con el eje en la devaluación de la moneda nacional podía haber sumido a un país. El beneficio potencial de la dolarización en el corto plazo es ese: el de estabilizar una situación fuertemente desestabilizada debido a una crisis cambiaria

Sin embargo, en el largo plazo el hecho de ya no poder devaluar más puede generar otro tipo de problemas. Y desde ese punto de vista una buena solución en el corto plazo no necesariamente lo es para el largo plazo y aquí se presenta naturalmente un problema complejo de consistencia intertemporal de una política económica. Y es que en gran medida los beneficios que se pueden extraer de la dolarización son atribuibles a la credibilidad del proceso y a su sostenibilidad en el largo plazo; es decir en la confianza de que va a durar para siempre y de que por tanto no se va a recurrir a la devaluación nunca más.

Si pasa lo que pasó en Argentina puede ser que los beneficios de no poder devaluar van disminuyendo con el tiempo mientras que los costos de no poder devaluar vayan aumentando y desde ese punto de vista se puede dar, por un lado una gran estabilidad de precios o incluso una deflación, que no necesariamente es una buena cosa; y, por otro una gran inestabilidad real. En Argentina se ha asociado la convertibilidad a una gran estabilidad, pero se debería aclarar que es la estabilidad cambiaria y no del producto.

Dejando de lado estos efectos de largo y de corto plazo se ha manifestado también que la dolarización permite de otro lado favorecer la adopción de medidas de política económica. Voy a retomar el ejemplo de Argentina y en particular de los bancos extranjeros; en tanto surgió en el debate como algo positivo para unos y negativo para otros.

Se debería discutir el tema de los bancos extranjeros como un tema en sí mismo y no como algo necesario para o consecuencia de la dolarización. La dolarización, es un instrumento de la política económica y no un objetivo; el objetivo debe ser el del desarrollo; y, un determinado tipo de desarrollo, un determinado tipo de distribución del ingreso o de distribución del patrimonio; etc. Estos son los reales objetivos de la política económica. En este contexto, la dolarización podría ser un instrumento útil para la consecución de determinados objetivos. Ahora bien, si se pone a la dolarización o a la convertibilidad como objetivos en sí mismos y se cree que se debe adaptar todo el resto de la economía a sus exigencias, puede ser que los elementos importantes que hacen a una estrategia de desarrollo no se discutan; en tanto pasen a ser simples instrumentos técnicos necesarios para mantener la dolarización o la convertibilidad.

El ejemplo de la banca extranjera, en la Argentina es muy claro a este respecto. En el post peronismo en los años 60s en que se volvió dejar entrar a la banca extranjera; ésta estuvo en torno al 16% del mercado medido por los depósitos. Luego de la crisis de México del año 1995, aumenta su importancia porque absorbe los bancos nacionales y pasa al 21%; proceso que se ha mantenido hasta hoy en que llega a representar el 48%. Lo que se debería debatir entonces es lo positivo y/o lo negativo de este proceso, al margen del régimen cambiario adoptado. De un estudio que hice en el año 1986 cuando estuve en el Banco Central de la República Argentina; se desprendía que la banca extranjera prestaba en un 90% a la gran empresa nacional o las grandes empresas multinacionales; y, que la banca cooperativa, que desaparece con la crisis del 1995 (absorbida por otros bancos o que quiebra), lo hacía en un 70 y 90% a esos acreedores pequeños. No creo que estas cifras hayan cambiado en lo sustancial.

Entonces, la discusión de fondo en torno a la banca extranjera es sobre el tipo de créditos que se requieren. Esta banca compró la banca nacional y aparece otro tipo de problemas; entre ellos el que esta banca no presta con facilidad; es decir que efectivamente existe mayor capacidad prestable que préstamos efectivamente realizados; sea porque son más prudentes o porque están interesados en hacerlo en otros mercados fuera del país en cuestión; y, en una situación de recesión no son ellos los que van a sacar al país de esta situación con una política de crédito.

El punto es entonces que no se deben confundir objetivos con instrumentos; la dolarización es un instrumento y como tal debería ser analizada y por otro lado debería debatirse el conjunto de medidas estructurales requeridas por el país en sí mismas.

PAMELA STARR

Debo empezar aclarando que yo soy una politóloga con especialización en los asuntos económicos. Mi trabajo consiste en ver desde la política a la política monetaria y cambiaria en América Latina; cuáles son los factores políticos que definen una decisión de cambiar una política monetaria o un régimen cambiario y cuáles son las condiciones para mantener esta política.

En tanto estoy en reemplazo de otro expositor y esto me da un grado de libertad mayor sobre el tema de esta mesa redonda; no voy a hablar precisamente sobre los costos y beneficios de la dolarización sino de los factores políticos imprescindibles para sustentar este régimen cambiario.

Como toda otra política económica la dolarización es un asunto económico pero también es político y en este sentido no se podrá sostener si no se puede generar una coalición política tras ella. No podrá dar los resultados esperados en términos de crecimiento y estabilidad sin el apoyo de la ciudadanía, del pueblo y de los políticos. Y, este apoyo no puede ser solo en el corto plazo y basado en el temor general de una crisis económica y política; como fueron las circunstancias que acompañaron el proceso de convertibilidad en Argentina o el mismo proceso de dolarización acá en Ecuador. La dolarización necesita una institucionalización económica y política. En lo económico se han señalado los requerimientos, en términos de un sistema financiero sano y profundo.

Para lograr que una sociedad acepte estos cambios, esta nueva realidad se requieren dos elementos. El primero que no haya divisiones muy profundas en la sociedad y si las hay; se debería trabajar para minimizarlas. Parece ser que uno de los retos más importantes para Ecuador es el lograr que los grupos sociales y económicos no piensen que la dolarización beneficia a uno u otro grupo en particular en perjuicio de otro; si no que se adoptó este proceso en beneficio de todo el país; solo así se podría sustentar políticamente la dolarización. Y, en este objetivo se debe aprovechar las circunstancias de la crisis que se deja atrás; minimizar la corrupción o la percepción de la existencia de corrupción; crear un sistema institucional de transferencias que permitan amortiguar los costos de la dolarización.

En segundo lugar los políticos deben también que aceptar sus costos; en especial en lo que tiene relación con los grados de libertad de su gestión. La dolarización no garantiza la disciplina fiscal; pero lo que sí se sabe es que se debe hacer política fiscal con mucha mayor responsabilidad.

En Argentina por ejemplo, la crisis vigente, es una crisis política debida al interés de C. Menem de ser presidente por tercera ocasión, lo que lo llevó a ejercer una fuerte presión sobre la caja fiscal. Este es un ejemplo de que la convertibilidad o la dolarización no son garantía de equilibrio fiscal; sobre todo si los mercados financieros están dispuestos a financiar los déficits que se pueden crear con una política fiscal inadecuada, como fue el caso argentino.

Entonces, se debe buscar es la disciplina en los políticos; y para tal efecto lo primero que se necesita es una división de poderes clara y balanceada. Argentina es un ejemplo de como el poder ejecutivo es muy fuerte en relación con los poderes legislativo y judicial; y, esta es la razón o una de las razones por las cuales ahora está en problemas. Lo segundo, es lograr que el estado de derecho sea respetado; y, tercero, que existan partidos políticos institucionalizados con ideología que respondan al interés de sus líderes o de ciertos personajes. Instituciones que puedan general contralorías para limitar los abusos del poder fiscal de los políticos.

EDUARDO BORENSZTEIN

Los países deciden dolarizarse porque quieren estabilidad monetaria, tipos de cambio estables, desean estar libres de tener crisis monetarias, porque quieren tasas de interés bajas y porque quieren altas tasas de crecimiento, un alto crecimiento productivo.

No creo que la dolarización trae todas estas cosas con ella; como lo suele decir Ricardo Haussman: Yo soy un poco más escéptico que él; pero como él no está presente voy a decir estas cosas en su lugar; aunque siempre manteniéndome un poco más del lado escéptico.

Lo que sí creo es que la estabilidad monetaria es una condición necesaria para el crecimiento. Y, en este sentido me siento confundido con lo que A. Calcagno ha dicho sobre el crecimiento en Argentina; desde que adoptó la convertibilidad.

Si se observan los 20 años antes de la convertibilidad, Argentina tuvo -no se si podría decir- grandes fluctuaciones en su crecimiento, pero, lo que sí se puede afirmar es que si se acumulan estos 20 años el crecimiento debió ser negativo o cero. Por el contrario desde 1991 cada año la tasa de crecimiento del PIB hasta 1998 fue algo entre 6% y 8% con la sola excepción de 1995 cuya contracción fue más bien producto del “efecto tequila”; que dicho sea de paso, se inició en México que no tenía un tipo de cambio “pegado” (hard peg). En 1999 Argentina tiene otra crisis pero esta vez explicada en realidad por la crisis de Brasil, que del mismo modo tampoco tenía un tipo de cambio pegado o “hard peg”; y, finalmente está la crisis del año 2000 en la que posiblemente sí, Calcagno tenga la razón; pero es un año en 10, comparado con los 20 años anteriores de permanente caída. Es por esto que no deja de sorprender el que se haya presentado a Argentina como un ejemplo de que la política del “hard peg” es mala para el crecimiento.

En Argentina, estos resultados no se explican por la convertibilidad en sí pero si porque finalmente se logró el control de la inflación; y claro que para un país que viene con un largo período de contracción de su producto, lograr altas tasas de crecimiento no es difícil; después de un desempeño tan bajo, la recuperación tiene que ser más fuerte.

Pero sin embargo de ello creo que la dolarización puede efectivamente ayudar al crecimiento en el sentido de que una mayor integración con otro país y en este caso particular con los Estados Unidos puede provocar convergencias más rápidas en los niveles de ingresos y creo que esta es una de las principales lecciones de la Unidad Europea; y, esta es la razón por la que acuerdos comerciales regionales y unidades monetarias son atractivos para un número importante de países. Si se observa por ejemplo, los casos de Portugal, Irlanda, etc. los países más pobres de Europa, que han tenido un desempeño macroeconómico fantástico. Es en este sentido que la dolarización puede estimular el crecimiento.

Diferentes países se están aproximando a estos acuerdos de diferentes maneras. Por ejemplo si se compara a El Salvador con Ecuador las motivaciones y el punto de partida son muy distintos.

Ecuador lo hizo en un contexto, de alta inflación, crisis financiera, corrida de depósitos, congelamiento de depósitos y así por el estilo. Y, fue percibido como que la dolarización era el mecanismo a través del cual se podía cancelar definitivamente la posibilidad de imprimir moneda para alejarse de los problemas y de manera definitiva botar lejos la llave de la máquina de imprimir billetes y, se espera finalmente que de esta manera se pueda lograr que las instituciones asuman su rol y sean consistentes con la estabilidad macroeconómica. Creo que esta es una condición necesaria para lograr un buen desempeño y crecimiento económico; no como la única condición, ni como la única que va a lograr conseguirlo.

El Salvador no tiene problemas difíciles que enfrentar en el campo de la estabilidad monetaria, cambiaria o de precios; el tipo de cambio se ha mantenido fijo por alrededor de diez años y se encuentra sobrevaluado; aunque, con un crecimiento económico que no ha sido tan bueno como se hubiera esperado. Por esto es que ellos creen que al adoptar la dolarización serán más atractivos para la inversión extranjera directa en tanto esto les permitirá ser una economía aún más abierta y esto les permitirá lograr mayores tasas de crecimiento. Es una apuesta diferente; un país pequeño como el Salvador y por el lugar en el que esta situado, es difícil pensar que la flotación sea una alternativa apropiada para este país. Ellos saben que han tenido un tipo de cambio fijo casi todo el tiempo y de esta manera pueden saber lo que pueden lograr con la dolarización incluso renunciando a los ingresos por señoreaje.

Finalmente, un par de otras ideas. Se ha mencionado el "*risk premium*" y la posibilidad de que este riesgo país se eleve luego de adoptar la dolarización; yo creo

que es totalmente lo opuesto. Es claro que una deuda interna siempre puede pagarse en términos nominales imprimiendo moneda en caso de que sea necesario; pero esto no les hace a los acreedores más o menos felices o les pone más o menos cómodos; en realidad, ellos se preocupan más por la tasa real de retorno de esta deuda. Y, solo por el hecho de que se tenga la posibilidad de licuar el valor de las deudas ya pone las tasas de interés más altas de lo que de otra manera deberían ser.

Es un hecho estilizado, una regularidad empírica que la tasa de interés sobre la deuda interna incluso en términos reales son mayores que las tasas de interés en dólares sobre deudas en instrumentos en dólares y esto incentiva a las empresas e incluso a los gobiernos a buscar deuda denominada en dólares; hasta un punto en el que se pueden crear los “mismatch” con demasiada deuda externa en dólares; y concluir como lo hace Ricardo Hausman.

Para resumir, las ventajas que la dolarización podría ofrecer son en largo: mejores instituciones que puedan garantizar responsabilidad fiscal y monetaria, estabilidad de precios, esas cosas que aparentemente no son muchas pero que son condiciones necesarias para que un país tenga un buen desempeño y en especial para países que no lo han logrado durante un tiempo largo y que por el contrario presentan historias tenebrosas.

Posiblemente, lo que queda pendiente y menos claro es cuánto más un país se puede abrir o cuánta más inversión extranjera puede atraer la dolarización. No había oído hasta ahora el argumento de que la dolarización podía ser una invitación real para los bancos extranjeros en particular pero sí el que en general lo puede ser para la inversión extranjera y, por supuesto, como parte de ella, para la inversión extranjera en los bancos locales y, como resultado, que se estimularía el crecimiento de la economía doméstica. Lo cierto es que no está claro hasta qué punto esto efectivamente será exitoso; en el sentido de que los inversionistas internacionales van a notar que El Salvador es ahora mucho más atractivo que antes de que adopte la dolarización.

LOUIS-PHILIPPE ROCHON

La percepción que se tiene sobre si la dolarización puede ser buena o no, depende de cómo se piensa que la economía funciona. Como un economista keynesiano pienso a la economía tanto en el corto como en el largo plazo, jalonada por la demanda. Si es así, la tasa de interés sería un potente instrumento para influenciar la demanda dependiendo de si es positiva o negativa, claro está, dependiendo de las interrelaciones con política fiscal o dependiendo de razones distributivas o dependiendo de la relación entre tasas de interés e inversión. Por tanto, el control de las tasas de interés es todavía un importante argumento en mi "vocabulario" macroeconómico.

Y esto es así por dos principales razones. La una esta ligada a que no considero que la dolarización pueda ser vista como una variable en el contexto de la política económica. Veo a la dolarización como un proceso permanente, de difícil cambio; y, en este sentido creo que éste es un punto que requiere un proceso de discusión mucho más amplio y profundo y mucha mayor investigación. Posiblemente uno de los temas que ha estado implícito y que no se ha discutido hasta ahora es el estado de la liberalización financiera. Dos preguntas simples a este respecto: ha ido muy rápido?, ha ido muy lejos? Esto no ha sido discutido aún y creo que en el contexto de un cambio monetario se debería hacer.

El otro punto tiene que ver con la posibilidad de considerar a la dolarización como la única solución; sin discutir otras posibilidades. Es una política de cambio drástico; por lo tanto se debería realizar un análisis de costo beneficio de todas las potenciales soluciones factibles. En mi personal punto de vista la dolarización ciertamente tiene un impacto sobre la inflación; aunque yo podría afirmar que podría ser el único beneficio que tiene.

Se ha discutido muy poco sobre el crecimiento económico; y, creo que la profesión ha llegado a una posición extrema que casi no se discute los problemas del crecimiento o de los niveles del producto lo que no ocurre con la teoría de una economía conducida desde la demanda.

Creo que hay una posibilidad objetiva de juntar estos objetivos. la posibilidad de fijar un objetivo de política fiscal conjuntamente con cierta política de control de capitales. Y esto no significa que sea una solución permanente, ciertamente puede ser reconsiderada en cierto momento, en tanto es una política mucho más flexible que la dolarización.

Lo que entiendo por un objetivo de política fiscal es una cierta política industrializadora, que impone objetivos a las exportaciones, lo que va en la línea con el objetivo del crecimiento y de enfrentar los problemas en el sector externo y con el de tener una cierta política de regulación de la cuenta corriente o de balanza comercial.

Respuestas

LOUIS-PHILIPPE ROCHON

Independientemente de la actitud con respecto a comportamientos de riesgo moral ("*moral hazard*"), creo que la oferta de crédito de los bancos depende en primera instancia de la demanda y no se puede prestar a quien no quiere pedir prestado.

Dado un ambiente de gran incertidumbre, no creo que haya demanda de crédito bancario, y la otra cara de la medalla es que si existiera la demanda de crédito los bancos van a satisfacerla dependiendo de las expectativas que tengan sobre las condiciones macroeconómicas a futuro, con el objeto de poder advertir ver si se van o no a poder honrar los créditos. Si son pesimistas sobre las condiciones futuras de la economía, nuevamente e independientemente del riesgo moral o no, no van a reactivar el crédito.

EDUARDO BORENSZTEIN

El banco central debería concentrarse monitorear y regular el sector financiero, mientras la supervisión esta separada, al menos en el caso ecuatoriano. Debe buscar mecanismos para organizar el sistema de pagos y para proveerle de la liquidez necesaria para su funcionamiento, así mismo deberá buscar fuentes alternativas de ingresos, en tanto su fuente e ingresos tradicional ha desaparecido.

Precisamente uno de los beneficios que se puede esperar de la dolarización es la reducción o eliminación del riesgo moral. A lo mejor no en forma inmediata pues los bancos van a tardar un poco tiempo en entender las nuevas circunstancias, pero aún cuando el Banco Central desee salvar a los bancos que están en problemas va a ser mucho más difícil conseguir los recursos para hacerlo y, en este sentido, va a haber mucho menos operaciones de salvataje a bancos, lo que definitivamente va a reducir el riesgo moral.

Por último, estoy totalmente de acuerdo de que no es la Unión Monetaria Europea la que ayudó a la convergencia, sino el que todos los países se integraron en una misma economía, en un mercado único, distintas regiones de una misma economía tienden a converger más rápido que en el caso de distintos países. Si bien la dolarización no es exactamente lo mismo; podría contribuir en ese sentido a una mayor integración económica.

PAMELA STARR

Lo importante es que haya un apoyo popular y en el sector político a la dolarización. El golpe que derrocó a Mahuad pudo haber actuado a favor del consenso al menos en la clase política. Otro de los factores que pueden contribuir de lograr apoyos en favor de la dolarización es que parece ser que está funcionando.

Lo que se debe hacer es tomar ventaja de esta situación sabiendo que puede ser que no dure por mucho tiempo y construir las instituciones tanto políticas como económicas que puedan sustentar la dolarización en el largo plazo. En tanto ésta es una decisión justamente para el mediano y largo plazo y no se puede revertir muy fácilmente, se deben crear las instituciones necesarias para su funcionamiento.

En este sentido, el papel del Banco Central bajo dolarización tiene el trabajo de monitorear el sistema financiero y de cabildear a los políticos para que se den cuenta de la importancia de las reformas en las instituciones políticas para sustentar el proceso de dolarización.

ALFREDO CALCAGNO

Efectivamente, no es devaluando ni depreciando, ni probablemente dolarizando como se puede lograr el crecimiento. Se tiene mucha experiencia, al menos en los últimos 25 años, sobre los resultados de los cambios bruscos en el régimen cambiario.

Chile, Argentina y Uruguay figuran en estas experiencias en las que se implementó un régimen cambiario acorde con una objetivo inflacionario, ya sea bajo la figura de un tipo de cambio fijo o con la de los denominados “crawling peg” activos y pasivos. También se señaló como uno de los argumentos el que podían contribuir a ordenar la institucionalización del país.

Sin embargo, el resultado de esta política puede ser sintetizado en altos niveles de sobreendeudamiento, burbujas especulativas, grandes quiebras bancarias, elevado costo fiscal, deuda externa nacionalizada por la presión de los acreedores, etc. Esto explica también las profundas recesiones en las que cayeron estos países. En resumen, un primer esquema de “hard peg” generó una gran catástrofe en esos países. Además estos esquemas produjeron también una suerte de des-industrialización.

La salida de estos esquemas implicó una importante devaluación que coincide con la crisis de la deuda en los años 80. En el caso argentino y brasilero, a diferencia del chileno, es que la devaluación significaba grandes pérdidas fiscales en tanto tenían deuda en dólares y no tenían ingresos en esta moneda. Y entonces estos países que pasaron a un régimen cambiario totalmente distinto lograron crecer; entrar en las razones de estos crecimientos dado el tiempo que se dispone es imposible. Pero, una de estas es el tipo de cambio. No es que por simplemente devaluar se va a aumentar la inversión o las exportaciones; pero si disminuyen las importaciones. En Chile ocurrió una sustitución de importaciones además de un fuerte crecimiento exportador. En Brasil después de la devaluación del real se produce una recuperación del empleo industrial y de la producción industrial pues se corrigieron los precios relativos.

Entonces puede ser que una devaluación o un tipo de cambio flexible a largo plazo no sea condición suficiente para crecer ni para generar empleo. Pero su contrario, un tipo de cambio fijo atrasado durante mucho tiempo si puede impedir muchas cosas. No solo generar desequilibrio externo, sino que se pueden presentar focos de gran dinamismo exportador pero bajo la forma de enclaves porque con ese tipo de cambio no hay difusión local de ese dinamismo ni en generación de empleo ni en oferta interna yéndose más bien por el lado de las importaciones.