



# **CONSIDERACIONES SOBRE LA DOLARIZACION EN EL SALVADOR**

**MANUEL HINDS**

**(FEBRERO DE 1999)**

---

**1/ Al momento de escribir estas notas, el autor es Ministro de Hacienda de la Republica de El Salvador. Las opiniones vertidas en ellas son puramente personales y no reflejan necesariamente la vision del Gobierno ni sugieren el curso de accion que dichas políticas pueden tomar en el futuro**

## CONTENIDO

<b>I. INTRODUCCION</b>	<b>4</b>
A) TASA DE CAMBIO Y AUSENCIA DE TASA DE CAMBIO	4
B) EL DOCUMENTO	4
C) AMBITO DE APLICACIÓN	5
<b>II. CONCEPTOS BASICOS</b>	<b>6</b>
A) LA TASA DE CAMBIO Y LOS PRECIOS	6
B) POLÍTICAS DE CAMBIO Y POLÍTICAS FISCALES Y MONETARIAS	6
1) LA OFERTA Y DEMANDA DE MONEDAS	6
2) LA CONEXIÓN DE LAS POLÍTICAS ENTRE SÍ	7
C) TASA DE CAMBIO NOMINAL Y TASA DE CAMBIO REAL	8
1) DIFERENCIA ENTRE TASAS NOMINALES Y REALES	8
2) APRECIACIÓN Y SOBREVALUACIÓN	9
3) LA TASA DE CAMBIO Y LA DEMANDA INTERNA	9
<b>III. ¿POR QUE DEVALUAR?</b>	<b>10</b>
A) ¿DEVALUAR PARA ESTABILIZAR EL MERCADO DE DÓLARES?	10
1) LAS DEVALUACIONES Y EL TIPO DE CAMBIO REAL	10
2) LA TASA DE CAMBIO, LOS SALARIOS Y LAS UTILIDADES	11
3) LA TASA DE CAMBIO, LOS AHORROS EN MONEDA LOCAL Y LA TASA DE INTERÉS	12
4) RESUMEN: LA TASA DE CAMBIO Y LA DEMANDA AGREGADA DOMÉSTICA	12
B) ¿DEVALUAR PARA AUMENTAR LA "COMPETITIVIDAD"?	13
1) REBAJA DE PRECIOS EN DÓLARES	13
2) PRECIOS SE MANTIENEN EN DÓLARES	14
3) EL EFECTO SOBRE LA INVERSIÓN	15
4) LA VERDADERA COMPETITIVIDAD	15
C) ¿DEVALUAR PARA ABSORBER UN CHOQUE EXTERNO?	19
D) DOS EJEMPLOS: MEXICO Y CHILE	20
1) MÉXICO	20
2) CHILE	22
E) ¿QUE SE GANA EN LA REALIDAD CON LA POSIBILIDAD DE VARIAR LA TASA DE CAMBIO?	24
<b>IV. LOS SISTEMAS DE TIPO DE CAMBIO FIJO Y LA DOLARIZACION</b>	<b>25</b>
A) EL TIPO DE CAMBIO FIJO CON POLÍTICA MONETARIA	26
B) EL REGIMEN DE COVERTIBILIDAD	26
C) DOLARIZACION	27
1) ¿COMO SE DOLARIZA?	27

2)	¿QUÉ PASA CON EL BANCO CENTRAL?	28
----	---------------------------------	----

## **V. ¿CAJA DE CONVERTIBILIDAD O DOLARIZACION?** 28

A)	<b>CREDIBILIDAD</b>	28
1)	LA CREDIBILIDAD DEL CAMBIO FIJO	28
2)	LA CREDIBILIDAD DE LA CAJA DE CONVERTIBILIDAD	30
3)	LA CREDIBILIDAD DEL DÓLAR	31
B)	<b>PREDICTIBILIDAD</b>	33
C)	<b>ACCESO A MERCADOS</b>	34
D)	<b>EL SEÑORIAJE</b>	34
E)	<b>¿UNA MONEDA LATINOAMERICANA?</b>	34

## **VI. COMPARACION DE ALTERNATIVAS** 34

A)	<b>CRÍTICAS A LA DOLARIZACIÓN</b>	36
1)	CHOQUES EXTERNOS	36
2)	BAJA DE PRECIOS DE PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN	36
3)	AUMENTO DE PRECIOS DE IMPORTACIONES	36
4)	ENTRADAS Y SALIDAS DE DINERO CALIENTE	36
5)	CHOQUES INTERNOS	36
6)	¿SOBERANÍA?	37
7)	¿AREA OPTIMA?	37
B)	<b>RESUMEN DE CRÍTICAS AL CAMBIO FLEXIBLE</b>	37
1)	¿CUANDO EL DESARROLLO?	37
2)	PROTECCIÓN CONTRA EL POPULISMO	38
C)	<b>¿QUIENES SE BENEFICIRÍAN MÁS DE UNA DOLARIZACIÓN?</b>	38
D)	<b>RESUMEN</b>	38

## CONSIDERACIONES SOBRE LA DOLARIZACION EN EL SALVADOR

MANUEL HINDS

FEBRERO DE 1999

### I. INTRODUCCION

#### a) Tasa de Cambio y Ausencia de Tasa de Cambio

Este documento analiza las ventajas y desventajas de los distintos sistemas de cambio y de la eliminación del tipo de cambio implícita en una dolarización de la economía. Está, por lo tanto, enfocado en el largo plazo y no en las circunstancias de un momento dado.

La dolarización es la sustitución de la moneda local por dólares de Estados Unidos. De esta forma, *elimina* totalmente la tasa de cambio.

La dolarización debe distinguirse claramente del régimen de convertibilidad como el existente en Argentina, Hong Kong y, con algunas variantes, en Singapur. En dicho régimen, existe la moneda local y por lo tanto la tasa de cambio. La característica principal de dicho régimen es que el Banco Central (o la caja de conversión) emite moneda local sólo contra compras de dólares, siempre a la misma tasa de cambio.

Existe también el tipo de cambio fijo con política monetaria, en el que el Banco Central compra y vende dólares para mantener dicho tipo de cambio, aunque no tiene el requisito de emitir dinero sólo contra la compra de dólares. Esto es lo que le permite tener política monetaria.

Al otro extremo de los regímenes de cambio está el tipo de cambio flexible, en el cual el Banco Central ni compra ni vende moneda local. Deja que el mercado fije el precio de la moneda.

En medio de estos extremos están varios regímenes híbridos, incluyendo la flotación sucia (en la que el Banco Central vende o compra dólares para suavizar los movimientos de la tasa de cambio), el cambio deslizante o "crawling peg" (en el que el Banco Central anuncia una tasa de devaluación e interviene en el mercado para que se cumpla) y la bandas (en las que el Banco Central fija una tasa de devaluación pero no en un número fijo sino en un rango de valores).

Nunca está de más repetir que la dolarización no es un régimen de cambio. Elimina totalmente la tasa de cambio. ~~Esta característica es esencial tenerla en cuenta en todas las comparaciones porque es la fuente de todas las ventajas de la dolarización con respecto a la caja de convertibilidad.~~

#### b) El Documento

Estas notas resumen los efectos que una dolarización tendría en la economía del país. Abordo el tema discutiendo primero las ventajas y desventajas de tener la posibilidad de poder variar la tasa de cambio. Después discuto las ventajas y desventajas de tener una caja de convertibilidad o dolarizar si se ha decidido no variar la tasa de cambio. En el primer tema sostengo que la posibilidad de variar la tasa de cambio ha sido una maldición para la América Latina. En el segundo tema sostengo que, si nunca se va a variar, es mejor dolarizar que tener una caja de convertibilidad.



Comienzo planteando algunos conceptos básicos que son esenciales para discutir estos temas. En toda la discusión, enfoco los cambios en la tasa de cambio en las devaluaciones porque eso me permite reducir el documento a la mitad y ese es el tema de más controversia. Discuto las apreciaciones solo cuando son relevantes para el tema general.

### c) Ambito de Aplicación

En términos geográficos, el análisis contenido en el documento se refiere únicamente al país y a Latino América. Las reacciones de las economías a los regímenes cambiarios son diferentes en diferentes partes del mundo. Así, por ejemplo, aunque es cierto que una devaluación siempre tiende a subir la tasa de inflación, las apreciaciones y devaluaciones continuas de sus monedas tienden a tener efectos menos pronunciados en los países desarrollados y en otros países en desarrollo que en la América Latina. Las razones por las cuales esto sucede pueden ser varias. Incluyen razones que vuelven menos probables los movimientos drásticos en las variables macroeconómicas y razones que reducen el impacto de los movimientos de la tasa de cambio en la economía en general.

- El grado de apertura de la economía.
- El grado de diversificación del comercio exterior. Los países con mayor diversificación son menos vulnerables a choques externos y a que estos choques se transmitan catastróficamente a la economía en general.
- El grado de integración de la economía real a la economía mundial. Mientras más integrada una economía está al resto del mundo, menores son las posibilidades de flujos súbitos y desestabilizantes de capital.
- Los países de la América Latina han estado vulnerables por muchos años a cambios drásticos de políticas económicas, incluyendo cambios hacia el populismo, lo cual ha vuelto a la población sumamente sensible en sus respuestas a las variaciones en dichas políticas.
- Las variaciones de la tasa de cambio en la América Latina son de un orden de magnitud mucho mayor que las de los países desarrollados. En América Latina las devaluaciones catastróficas, arriba de 25%, son comunes, mientras que en los países desarrollados los movimientos se dan en rangos mucho menores.

Un reciente estudio del Banco Interamericano de Desarrollo<sup>2</sup> muestra que en Europa devaluar resulta en:

- Menores tasas de interés
- Efectos menores en el nivel de precios
- Permite la recuperación de la producción.

En la América Latina, demuestra el mismo estudio, las devaluaciones resultan en:

- Tasas más altas de interés.
- Grandes impactos en la tasa de inflación.
- Causan grandes caídas en la producción.

Por estas razones, el análisis está centrado en la América Latina, y, por consiguiente, cuando hablo de monedas internacionales me refiero al dólar de Estados Unidos.

---

<sup>2</sup> Ricardo Hausmann, Michael Gavin, Carmen Pages-Serra, Ernesto Stein, *Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime*.

## II. CONCEPTOS BASICOS

### a) La tasa de cambio y los precios

La tasa de cambio es simplemente el precio del dólar en términos de la moneda local.

Este precio se proyecta a toda la economía en dos dimensiones: el nivel general de precios y los precios relativos (los precios de los diferentes bienes y servicios en términos de los precios de otros). Comienzo con los relativos.

Para este propósito, es conveniente distinguir entre dos tipos de bienes y servicios.

- Los bienes y servicios transables, que son aquellos que son susceptibles de ser exportados e importados.
- Los bienes y servicios notransables, que no pueden ser exportados o importados. Ejemplos: un corte de pelo, una cena en París.

En el fondo, todo el valor agregado — los servicios que se prestan en el país — son notransables. Nótese que los transables producidos o vendidos en el país contienen notransables: el transporte local, por ejemplo, el margen que cargan los comerciantes, los salarios de los dependientes y vendedores, la depreciación de una máquina instalada en el país, etc. Así, por ejemplo, podemos descomponer el valor agregado en la producción de una mesa en los siguientes rubros:

Transables	Costo	Valor Agregado
Madera	100	0
Clavos	10	0
Cola	5	0
Barniz	5	0
Subtotal	120	0
Notransables		
Salarios	25	25
Utilidades	25	25
Subtotal	50	50
Total	170	50

Nótese que todo el valor agregado es notransable. Son salarios pagados y utilidades ganadas en operaciones *en el país*. En otra parte, dichos salarios y utilidades serían distintas. La tasa de cambio tiene incidencia en los costos sólo cuando esta suposición es cierta — cuando puede afectar los salarios y las utilidades en términos de los transables. Explico esto en las siguientes secciones.

### b) Políticas de cambio y políticas fiscales y monetarias

#### 1) La oferta y demanda de monedas

Como hemos dicho, la tasa de cambio es simplemente lo que la gente está dispuesta a pagar por la moneda local en términos de dólares. En países que tienen monedas no transables — es decir, monedas que la gente no usa para reservas internacionales — la gente compra la moneda local sólo para comprar cosas que se encuentran en dicho país. Como el gobierno tiene el monopolio de la moneda local, puede afectar su precio, de dos maneras:

- Manipulando su oferta por medio de políticas fiscales y monetarias, o



- Establecer controles de cambio para manejar la oferta internacional divorciada de la oferta local.

Todos los países del mundo que tienen una moneda usan el uno o el otro de estos métodos. El primer método es económicamente congruente y por lo tanto es estable; el segundo no lo es. El primero es transparente, se basa en mantener un solo mercado. El segundo da lugar a que surjan mercados negros.

## 2) La conexión de las políticas entre sí

La política monetaria está ligada a la política cambiaria porque, dada una demanda por bienes y servicios en la economía local, a mayor oferta de moneda local, menor el precio de dicha moneda y viceversa. Una política monetaria expansionista — generada directamente por créditos del Banco Central o por cambios en regulaciones que permiten a los bancos crear dinero — tiende a bajar el precio de la moneda, una restrictiva a subírselo.

La política fiscal tiene un impacto indirecto pero importante en la política de cambio. Dicho impacto depende de los arreglos institucionales.

- En países donde el Banco Central financia al gobierno, un déficit fiscal resulta en creación de dinero por parte del Banco Central, lo cual debilita a la moneda local.
- En países en donde el Banco Central no financia al gobierno, los déficits fiscales se financian con moneda local o con dólares:
  - Cuando se financian con moneda local, no hay cambio en la oferta total de dinero: el dinero que usa el gobierno, lo deja de usar el sector privado. Cuando hay un déficit fiscal, sube la tasa de interés porque entra otro demandante de crédito al mercado.
  - Cuando se financia con moneda extranjera, el Banco Central emite dinero local para comprar las divisas, de tal forma que suben las reservas y se aumenta la oferta de moneda local. Si ese aumento es excesivo con respecto a la capacidad de crecimiento de la producción del país, el Banco Central debe sacar de circulación el exceso de dinero — con mayores encajes o con operaciones de mercado abierto, por ejemplo. También suben las tasas de interés.

Nótese que la conexión entre política fiscal y monetaria existe porque el gobierno es un cliente grande de crédito con respecto al mercado monetario — es decir, porque existe una moneda local. Si se opera con una moneda internacional, el gobierno no puede afectar ni la cantidad disponible de crédito para el sector privado ni la tasa de interés. Es decir, en una economía dolarizada se rompe el vínculo entre los déficits fiscales, la tasa de inflación y la tasa de interés. Como lo prueba el caso de Panamá (discutido después, en la sección V) un país dolarizado puede tener grandes déficits fiscales sin afectar ni la tasa de inflación ni la tasa de interés. El déficit fiscal entonces deja de ser una variable de estabilidad macroeconómica, de tal forma que su programación se puede hacer tomando en cuenta sólo la rentabilidad de los proyectos de inversión, la disponibilidad de financiamiento y la prudencia financiera.

## c) Tasa de cambio nominal y tasa de cambio real

### 1) Diferencia entre tasas nominales y reales

Otro concepto que es fundamental para discutir el tema es la diferencia entre la tasa de cambio nominal y la tasa de cambio real. Es importante notar que dicha diferencia no tiene sentido excepto cuando se comparan diferentes periodos porque la tasa de cambio real se calcula con respecto a un punto en el pasado, arbitrariamente seleccionado. Se habla entonces de cambios en la tasa de cambio real.

El concepto está ligado íntimamente con los precios relativos de transables y notransables. Una manera de definir los cambios en la tasa de cambio real es los cambios que se han dado en un periodo en los precios relativos de los transables y notransables. Esto se verá claramente en los siguientes párrafos.

La tasa de cambio real trata de medir los cambios en la relación entre tasa de devaluación de la moneda local en términos de monedas extranjeras con los cambios en los niveles de precios en la economía local y los lugares de origen de las monedas extranjeras. Una manera primitiva de medirlos es escoger una moneda extranjera — digamos el dólar — y comparar los cambios en la tasa de cambio con el dólar con los cambios en los niveles de precios en la moneda local y en los Estados Unidos. La tasa de cambio real aumenta — es decir la moneda se deprecia en términos reales — cuando la tasa de devaluación con respecto al dólar es mayor que el cociente de la tasa de inflación local sobre la tasa de inflación de Estados Unidos. Por ejemplo, si en un año la moneda se ha devaluado en 20%, la tasa de inflación de Estados Unidos es de 0% y la local es de 10%, la moneda se ha depreciado en términos reales — los notransables locales se han vuelto más baratos en términos de dólares. Al revés, si la tasa de devaluación ha sido de 20%, la tasa de inflación de los Estados Unidos ha sido de 0% y la del país ha sido de 30%, la moneda se ha apreciado en términos reales — los notransables se han vuelto más caros en términos de dólares.<sup>3</sup> La siguiente Tabla da los resultados de un ejemplo hipotético de los cambios en el tipo de cambio real de un país llamado Azoatlán, que tiene una moneda del mismo nombre, a comienzos del siglo.

	1900	1901	1902	1903	1904	1905
Precios						
Estados Unidos	100.00	104.00	108.16	112.49	140.61	140.61
Azoatlán	100.00	110.00	121.00	139.15	139.15	284.39
Tasa de cambio nominal	100.00	120.00	122.00	140.00	140.00	160.00
Relacion de precios domesticos Az/EEUU		1.08	1.12	1.24	0.99	1.88
Cambio real	100	113.45	109.05	113.17	141.47	85.09
Cambio real con respecto al año anterior		Depreciado	Apreciado	Depreciado	Depreciado	Apreciado
Cambio real con respecto a 1900		Depreciado	Depreciado	Depreciado	Depreciado	Apreciado

Nótese que en 1902, por ejemplo, la moneda se ha apreciado o depreciado en términos reales dependiendo de si se compara con 1901 o con 1900.

<sup>3</sup> El Fondo Monetario define al revés la apreciación y la depreciación reales. Cuando el índice aumenta, la moneda local se aprecia. Cuando disminuye, se deprecia.



## 2) Apreciación y sobrevaluación

Hay que distinguir entre apreciación y sobrevaluación, términos que en el país se confunden de rutina. Una moneda puede apreciarse mucho sin estar sobrevaluada. Países que experimentan aumentos en los flujos de dólares — porque sus exportaciones aumentan, o porque reciben mayores remesas, por ejemplo — ven su moneda apreciarse sin que se sobrevalúe. Un país en el que los ingresos de dólares están cayendo puede experimentar una sobrevaluación aunque su moneda se haya depreciado en términos reales — si la depreciación real es menor que la caída en la oferta de dólares.

Esto es lo mismo que en los salarios. El hecho de que se le suba el salario a una persona más que a sus colegas no quiere decir que esta sobrepagada. Se puede suponer que una persona está sobrepagada cuando no puede conseguir otro trabajo al salario al que ella se cotiza. Se puede asumir que una moneda está sobrevaluada cuando el Banco Central no puede obtener suficientes dólares para financiar la operación de la economía. Es decir, la sobrevaluación se observa en la realidad cuando, al precio oficial de la moneda local, y dadas ciertas circunstancias, el Banco Central pierde reservas. La definición, sin embargo, es un poco más complicada.

## 3) La Tasa de Cambio y La Demanda Interna

Definir una sobrevaluación es más difícil que ver si el Banco Central está perdiendo reservas. El problema de una pérdida consistente de reservas puede verse en dos dimensiones, que son cada una como el reflejo en el espejo de la otra. Una es en términos de precios. La otra es en términos de cantidades. El análisis de los problemas de la tasa de cambio requiere el entendimiento de que las dos dimensiones se refieren a la misma realidad. Así, cuando un Banco Central está perdiendo reservas continuamente, se pueden decir dos cosas:

- Que la moneda está sobrevaluada, o que
- La demanda interna es excesiva, de tal forma que se vuelca sobre el mercado de dólares.<sup>4</sup>

Hay, entonces dos maneras de resolver el problema cuando el Banco Central está perdiendo reservas. Una es devaluar en términos reales (la diferencia entre devaluaciones nominales y reales se discute en la siguiente sección). La otra es reducir la demanda interna directamente con otros instrumentos, principalmente a través de reducir la tasa de creación de dinero por parte del mismo Banco Central y por parte de los bancos comerciales.

El Banco Central tiene dos posibilidades para reducir la demanda interna con instrumentos internos. Uno, subir la tasa de interés, a través de vender instrumentos de mercado abierto a mayores tasas de interés, por ejemplo. Dos, restringir directamente la capacidad de los bancos de crear moneda a través del crédito a través de subir el encaje, por ejemplo. Nótese que, en ambos casos, el efecto se da porque el Banco Central retira dinero del mercado. Esto hace que el sistema bancario pueda emitir menos crédito, lo cual a su vez reduce la demanda agregada doméstica. Con esto, se reduce la demanda por dólares, hasta que se iguala a la oferta, estabilizando así la tasa de cambio.

Entonces, podemos decir que una moneda está sobrevaluada cuando el Banco Central pierde consistentemente reservas internacionales y no puede revertir los

---

<sup>4</sup> La demanda interna, también llamada demanda agregada doméstica, es igual al PIB menos las exportaciones más las importaciones.



flujos con políticas razonables en términos de tasas de interés, tasas de crecimiento del crédito y otras variables similares.

### III. ¿POR QUE DEVALUAR?

La discusión anterior permite discutir el tema de por qué los países devalúan. Hay dos razones principales. Primero, para estabilizar el mercado de dólares — es decir, porque no pueden mantener una tasa de cambio dada debido a que están perdiendo reservas y no pueden evitarlo. Segundo, porque quieren aumentar su "competitividad".

#### a) ¿Devaluar para Estabilizar el Mercado de Dólares?

En esta sección discuto cómo las devaluaciones afectan la demanda agregada doméstica a través de cinco variables macroeconómicas: la tasa de cambio real, los salarios, las utilidades, los depósitos bancarios y la tasa de interés.

#### 1) Las devaluaciones y el tipo de cambio real

Los cambios en la tasa de cambio afectan directa y automáticamente los precios de los transables. Por ejemplo, si un bien importado a Azoatlán vale 100 azoatlanes a una tasa de cambio de uno a uno, y si el azoatlán se devalúa en 20%, el bien vale ahora Az120.

Las devaluaciones dirigidas a estabilizar el mercado de dólares se justifican en la medida que los cambios en la tasa de cambio no afecten automáticamente los precios de los no transables, o que lo hacen en menor medida. Si esta condición no se da, la devaluación no sirve para nada excepto subir la tasa de inflación. La diferencia puede verse en la siguiente tabla. La tabla supone que la demanda agregada doméstica en Azoatlán es excesiva y que el gobierno del país devalúa un 20% para disminuirla y equilibrar el mercado de divisas. En el caso 1 los precios de los no transables se quedan sin cambiar mientras que en el caso 2 suben en el mismo porcentaje que la tasa de cambio.

	Situación Inicial	Caso 1 Reaccionan Transables	Caso 2 Reaccionan Todos
	Enero 15	Enero 16	Enero 18
DEVALUACION			
Unidades producidas			
Transables	200	200	200
Notransables	200	200	200
Precios			
Transables	40	48	48
Notransables	40	40	48
Producción a precios corrientes			
Transables	8,000	9,600	9,600
Notransables	8,000	8,000	9,600
Total PIB	16,000	17,600	19,200
Tasa de cambio	100	120	120
PIB en dólares	160	147	160
Nivel de precios	100	110	120
Tasa de cambio real	100	109	100
Precio no transable/precio transable	100	83	100

NOTA: Para simplificar, la demanda agregada doméstica se ha asumido igual al PIB.

Nótese los siguientes efectos:

	Caso 1	Caso 2
	Reaccionan Transables	Reaccionan Todos
Demanda agregada doméstica en dólares	Se reduce	Queda igual
Tasa de inflación	A 10%	A 20%
Tasa de cambio real	Se devalúa	Queda igual
Precio no transable/precio transable	Rebaja	Queda igual

En el caso 2, cuando todos los precios suben con la devaluación, no se logra ninguno de los efectos deseados:

- La demanda agregada en términos de dólares queda igualmente excesiva
- Los precios relativos de transables y no transables quedan iguales, de tal forma que la tasa de cambio real sigue igual pero a una tasa de inflación mayor.

Es decir, el problema de la tasa de cambio real se mantiene sólo que con una tasa de inflación mayor. El aumento de inflación también se produce cuando sólo los precios de los transables suben, pero en menor escala.

Es importante notar que lo natural es que los precios de los no transables suban igual que la devaluación porque todos (los empresarios y los trabajadores del sector privado y público) tienden a tratar de mantener su poder adquisitivo en términos de los transables. Por estas razones, cuando se devalúa, es indispensable asegurarse de que suceda el caso 1, no el caso 2. Para esto, es necesario acompañar las devaluaciones con políticas fiscales y monetarias restrictivas (subir tasas de interés, restringir el crédito a los sectores público y privado, rebajar el gasto público) de tal manera que la demanda por no transables caiga, reduciendo así su precio relativo con respecto a los transables y reprimiendo la tendencia de los no transables a subir. Como el salario es el precio no transable más importante, es necesario evitar que el empleo suba porque al subir el empleo los salarios tienden a subir.<sup>5</sup> Por eso es que los países latinoamericanos pasan por duras recesiones y tasas altas de desempleo después de devaluar — como prueban los casos de México y Brasil.

Por eso, en contra de lo que piensan muchos, cuando hay una devaluación es necesario subir las tasas de interés, bajar la tasa de crecimiento del crédito y ajustar el gasto fiscal.

## 2) La Tasa de Cambio, los Salarios y las Utilidades

La discusión anterior sugiere la relación entre la tasa de cambio y el mercado de trabajo. Una devaluación no sería necesaria jamás si los salarios nominales fueran flexibles hacia abajo — es decir, si fuera posible rebajar los salarios en términos nominales. Devaluar es una manera de rebajarle los salarios a todos los trabajadores en términos reales a través de rebajarles el poder adquisitivo de la moneda local. La baja de salarios rebaja la demanda agregada doméstica. La devaluación también rebaja las utilidades a través del mismo mecanismo. Los ahorros en moneda local también pierden valor. Los intereses, sin embargo, tienden a subir.

<sup>5</sup> Los salarios siguen la ley de la oferta y la demanda. Cuando hay desempleo, los aumentos de empleo suceden sin aumentar los salarios. Al subir el empleo, los salarios tienden a subir.



### 3) La Tasa de Cambio, los Ahorros en Moneda Local y la Tasa de Interés

La tasa de cambio evidentemente reduce el valor en dólares de los ahorros denominados en moneda local. Esto reduce inmediatamente la demanda agregada doméstica, porque los ahorrantes rebajan sus gastos al darse cuenta de que son menos ricos de lo que creían. Es como si les hubieran puesto un impuesto a la riqueza denominada en moneda local.

Este efecto elimina las ganancias que los ahorrantes puedan haber tenido en los años anteriores por los intereses, rebajándoles lo que han percibido en términos de dólares. Dependiendo de la devaluación, y del tiempo que hayan tenido los depósitos, dicha tasa puede volverse negativa. Los ahorrantes aprenden esto rápidamente y demandan tasas más altas de interés para compensar por este efecto. Si no las obtienen, se llevan el dinero a Estados Unidos.

La tabla siguiente muestra la diferencia entre depositantes que no prevén una devaluación (a los que he llamado pasivos) y depositantes que la prevén (a los que he llamado activos). Tanto los unos como los otros tienen la posibilidad de depositar en dólares en los Estados Unidos, en donde pagan el 7% de interés. Ambos tienen depositado el dinero a 4 años. En los años 3 y 4 hay devaluaciones del 20%. Los pasivos se dan cuenta en el año 4 que sus ahorros en dólares han disminuido de US\$10 a US\$9.10 en cuatro años. La tasa de interés en dólares que han recibido es de -2.32%.

	1930	1931	1932	1933	1934
Depositantes pasivos					
Tasa de cambio	100	100	120	120	144
Tasa de interés	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Depositos	1,000.00	1,070.00	1,144.90	1,225.04	1,310.80
Depositos en dólares	10.00	10.70	9.54	10.21	9.10
Depositantes activos					
Valor deseado en \$	10.00	11.72	11.45	13.42	13.11
Valor deseado	1,000.00	1,172.13	1,373.88	1,610.38	1,887.55
Tasa de interés	17.21%	17.21%	17.21%	17.21%	17.21%

Esto les pasa sólo una vez a los depositantes. Luego se vuelven activos. En la segunda parte de la tabla calculo la tasa de interés que habrían necesitado para recibir el 7% en dólares, que es lo que querían: 17.21%. Por supuesto, esto aumenta la tasa de interés en los préstamos también. El miedo a la devaluación sube las tasas de interés, aumentando así el costo de capital, disminuyendo la inversión y aumentando el riesgo de los préstamos de los bancos.

### 4) Resumen: La Tasa de Cambio y la Demanda Agregada Doméstica

La discusión de la sección anterior hace evidente el efecto que una devaluación tiene sobre la demanda agregada doméstica. Si la devaluación es sólo nominal, no tiene ningún efecto. Si es real, la disminuye. Una apreciación real tiene el efecto simétrico: aumenta la demanda doméstica.

Estos efectos pueden verse analizando el impacto de un cambio en la tasa de cambio en los componentes de la demanda agregada doméstica: el PIB (medido por el lado del ingreso), las importaciones y las exportaciones. Una devaluación sube el precio de tanto las importaciones como las exportaciones — lo cual es casi equivalente a cambiar los precios relativos entre transables y no transables de la manera que ya hemos discutido.

Hay un efecto perverso, sin embargo, en la posibilidad de devaluación. Cuando las devaluaciones se vuelven frecuentes, como en el caso de las bandas o los

crawling pegs, la gente se prepara contra ellas, pidiendo una compensación por las devaluaciones futuras. Así, los ahorrantes piden tasas más altas de interés, los trabajadores mayores salarios, los empresarios costean a costo de reposición con moneda devaluada, etc. La mayor parte de estos ajustes aumentan la demanda agregada doméstica, lo cual induce el desbalance que la devaluación después trata de corregir. Se vuelve un círculo vicioso. La única variable que deprime la demanda agregada doméstica es la tasa activa de interés, que reduce la inversión, de tal forma que el balance se obtiene a fuerza de reprimir el crecimiento cuando hay posibilidades de devaluación.

## b) ¿Devaluar para aumentar la "Competitividad"?

En la sección a) hemos discutido el uso de la devaluación para balancear el mercado de dólares. La otra razón para devaluar es aumentar la "competitividad".<sup>6</sup> Hay dos versiones de esta razón. Primero, la posibilidad de que los empresarios reaccionen a la devaluación real bajando sus precios en dólares a lo que les permite la devaluación para aumentar el volumen de ventas. Segundo, que no bajen los precios en dólares, tratando así de aumentar sus utilidades.

### 1) Rebaja de Precios en Dólares

La siguiente tabla muestra lo que pasa a una empresa produciendo las mesas que he usado en un ejemplo anterior cuando hay una devaluación nominal del 20% y los empresarios rebajan los precios en dólares. Se asume que la devaluación nominal causa una devaluación real, de tal forma que los costos de los transables aumentan, mientras que los de los notransables se mantienen iguales. De igual forma, se asume que los precios de los activos transables aumentan mientras que los de los notransables se mantienen fijos. Por último, se asume que la empresa no tiene deudas, de tal forma que los activos son el capital.

	Antes	Después	Valor en \$
Costos Transables	120.00	144.00	120.00
Notransables			
Salarios	25.00	25.00	20.83
Utilidades	25.00	25.00	20.83
Subtotal	50.00	50.00	41.67
Total precio de la mesa	170.00	194.00	161.67
Memo: Costos totales	145.00	169.00	140.83
: Costos/precio de venta	0.85	0.87	0.87
Valor empresa			
Activos transables (maquinas)	100.00	120.00	100.00
Activos notransables	50.00	50.00	41.67
Total activos	150.00	170.00	141.67
Rentabilidad	16.67%	14.71%	14.71%

Nótese que, como la empresa rebaja sus precios en dólares a lo que le permite la devaluación, mientras que sus costos en dólares suben porque los insumos transables se vuelven más caros, la relación de costos a precio de venta aumenta. También disminuye la rentabilidad sobre el capital. En esta tabla los costos y los activos transables eran más altos que los notransables. La tabla siguiente muestra lo mismo para una empresa en la que los costos y los activos

<sup>6</sup> Mas adelante discuto lo contradictorio que es usar esta palabra para este propósito.

no transables son mayores que los transables. Pasa lo mismo, aunque en menor grado (mientras más alto es el contenido de transables, mayor es el impacto negativo en las utilidades y en la rentabilidad).

	Antes	Despues	Valor en \$
Costos Transables	120.00	144.00	120.00
Notransables			
Salarios	100.00	100.00	83.33
Utilidades	100.00	100.00	83.33
Subtotal	200.00	200.00	166.67
Total precio de la mesa	320.00	344.00	286.67
Memo: Costos totales	220.00	244.00	203.33
: Costos/precio de venta	0.69	0.71	0.71
Valor empresa			
Activos transables (maquinas)	200.00	240.00	200.00
Activos notransables	500.00	500.00	416.67
Total activos	700.00	740.00	616.67
Rentabilidad	14.29%	13.51%	13.51%

¿Puede este efecto ser beneficioso para el país? Los abogados de las devaluaciones continuas dicen que sí, porque con menores precios se van a exportar más unidades. Esto, sin embargo, equivale a trabajar más por el mismo dinero. No necesariamente representa mayor ingreso para el país. Depende de las elasticidades de la demanda por las exportaciones.

## 2) Precios se Mantienen en Dólares

La siguiente tabla muestra lo que pasa si los productores no bajan los precios en dólares. Lógicamente, si los salarios no suben, las utilidades aumentan en términos absolutos y porcentuales.

	Antes	Despues	Valor en \$
Costos Transables	120.00	144.00	120.00
Notransables			
Salarios	100.00	100.00	83.33
Utilidades	100.00	140.00	116.67
Subtotal	200.00	240.00	200.00
Total precio de la mesa	320.00	384.00	320.00
Memo: Costos totales	220.00	244.00	203.33
: Costos/precio de venta	0.69	0.64	0.64
Valor empresa			
Activos transables (maquinas)	200.00	240.00	200.00
Activos notransables	500.00	500.00	416.67
Total activos	700.00	740.00	616.67
Rentabilidad	14.29%	18.92%	18.92%

Así, las empresas que producen tienen un aumento en sus utilidades como resultado de una devaluación sólo si:

- Mantienen sus precios en dólares iguales, y
- No suben sus sueldos y otros gastos notransables.

Es decir, los ingresos adicionales que los accionistas obtienen de una devaluación real — si es que se dan — se obtienen a costa de rebajarles los



ingresos a los trabajadores. El país no gana nada. Sólo hay una redistribución de los ingresos de los trabajadores a los accionistas.

### 3) El efecto sobre la Inversión

Los abogados de las devaluaciones como instrumento para ganar competitividad dicen que ésta redistribución del ingreso es positiva para el crecimiento en el largo plazo. El argumento es que al subir la rentabilidad de las actividades transables, se invierte más en dichas actividades, la producción sube y se crea más empleo. Esto, sin embargo, no sucede necesariamente. Las devaluaciones crean otros efectos que reprimen la inversión, principalmente los incrementos en las tasas de interés y de inflación y en los precios de los bienes de capital importados. Por supuesto, estos problemas se ven agravados porque, como hemos discutido antes, la gente se ajusta a las devaluaciones, de tal forma que los precios de los no transables suben con las devaluaciones, llevando a círculos viciosos de devaluaciones e inflación que son muy difíciles de romper. Para hacerlo, es necesario sumir a la economía en una recesión, que es más grave mientras más altas sean la devaluación y la inflación.

Estos problemas típicamente terminan por reprimir el crecimiento porque la tasa de interés tiende a subir más que lo que realmente justifica la tasa de devaluación que se da en la realidad. Esto es porque la tasa de interés incorpora un elemento de seguro contra el riesgo de devaluación.

### 4) La Verdadera Competitividad

La verdadera competitividad no se gana con devaluaciones. La competitividad puede ganarse solamente con acciones en la economía real: agilidad y eficiencia en la respuesta a las necesidades del mercado y a las condiciones cambiantes de la economía local. Esta es la única respuesta a la competencia internacional que es congruente con los objetivos de desarrollo y crecimiento de largo plazo de la economía y de lograr una sociedad con equilibrio social.

Las devaluaciones no son congruentes con el desarrollo del país porque, con el crecimiento de las exportaciones — que, en una economía pobre es el único camino al desarrollo — hay una tendencia natural en la moneda a apreciarse ya que fluyen más dólares al mercado local de divisas. Con dicha apreciación, los precios de los no transables suben con relación a los de los transables, poniendo presión sobre las utilidades de la producción de los transables — particularmente sobre aquellos que tienen contenidos mayores de no transables en su producción. Este fenómeno se siente principalmente por el lado de los salarios. Mientras más se aprecian los salarios, mayores son los salarios en términos de dólares. Como el precio de los transables está dado en los mercados internacionales, esto significa que la variable que se ajusta hacia abajo para dar cabida a los salarios más altos es las utilidades.

Hay dos maneras en las que se puede reaccionar en este caso: una es devaluar, la otra es mejorar la eficiencia de los no transables, y la tercera es mover la economía hacia otras actividades que son rentables a los niveles más altos de salarios. La primera reacción es macroeconómica y está en el dominio del gobierno. La segunda y tercera son competencia de tanto el gobierno como las empresas.

#### Devaluando para ganar "competitividad"

Devaluar para ganar "competitividad" es inconsistente con el desarrollo del país. Lo que se desea es una economía que permita aumentar los ingresos de la

población de una manera estable y consistente. Las devaluaciones actúan en contra de este objetivo en varias dimensiones:

- Primero, reduce los salarios, eliminando la ganancia obtenida en los años anteriores. Una política basada en devaluar continuamente para ganar o mantener la "competitividad" da un carácter cíclico e inestable a la economía, subiendo y bajando salarios continuamente. Nótese que el ciclo es menos pronunciado si lo que se desea es mantener el salario a un nivel constante en el promedio; es más pronunciado si lo que se desea es ganar competitividad. Una política de devaluaciones funciona en aumentar la producción de transables en la medida en la que mantiene pobre a la población. Si se desea mantener una actividad "competitiva" a base de devaluaciones, es necesario bajar los salarios en términos de dólares al nivel del país competidor con los salarios más bajos. Este es el camino a la miseria. ¿De qué sirve exportar más, si la población se vuelve más pobre?
- Segundo, las devaluaciones eliminan una parte de los ahorros que el país ha acumulado. El efecto de esto en la inversión puede verse imaginando a una empresa que ha acumulado efectivo para importar maquinaria moderna y que sufre una devaluación antes de comprarla. El dinero acumulado ya no alcanza para comprar la maquinaria, que ha subido de precio en un porcentaje igual al de la devaluación.
- Tercero, las devaluaciones aumentan el costo de capital no sólo a través de aumentar el costo del equipo importado sino también de subir las tasas de interés. Si la empresa del ejemplo anterior, por ejemplo, iba a comprar el 60% de la maquinaria al crédito, y hay una devaluación del 20%, la empresa se enfrenta a la siguiente situación:

	Planeado	Después de Devaluación
	\$ Az	Az
Tasa de cambio		1.00 1.20
Precio de la maquinaria	1,000	1,000 1,200
Prima 40%	400	400 480
A financiar a 5 años	600	600 720
Tasa de interés	9.00%	11.00% 25.00%
Cuota anual	154.26	162.34 267.73
Cuota anual en dólares		162.34 223.11
Exportaciones anuales		500 600
Precio maquina/exportaciones		200.00% 200.00%
Efectivo adicional prima		
Efectivo adicional prima/Exportaciones		
Cuotas anuales % Exportaciones	32.47%	44.62%

NOTA: Se asume que la empresa no rebaja sino mantiene sus precios en dólares después de la devaluación.

Nótese que el costo de la maquinaria en términos de las exportaciones se mantiene igual, pero las cuotas anuales del préstamo aumentan de 32% a 45% de las exportaciones. Además tiene que producir efectivo adicional para la prima, equivalente a 13% del precio del valor de las exportaciones al tipo de cambio ya devaluado. Nótese también que la empresa es exportadora. A las que venden el mercado local les va peor.

- Cuarto, no todas las empresas productoras de transables experimentan un aumento en sus márgenes de utilidad. Las empresas productoras de transables que venden en el mercado local enfrentan un mercado en contracción. Esto puede verse claramente al comparar qué sucede con los precios de las mercaderías de los que venden internamente y los que exportan, y la relación entre dichos precios y la demanda de sus respectivos mercados. Los exportadores experimentan un aumento de sus precios en moneda local pero mantienen el mismo precio en términos de dólares. Para los que venden el mercado local, los precios aumentan, punto, en un momento en el gobierno no puede permitir que suban los ingresos de la población en la misma proporción — si lo hicieran, la devaluación no sería real. Para estos productores la demanda cae.
- Quinto, para las empresas productoras de notransables la situación es aún peor, porque no pueden subir sus precios — asumiendo otra vez que el gobierno es exitoso en volver real la devaluación. Es cierto que los precios de sus insumos no transables no aumentan tampoco, pero también es cierto que los precios de sus insumos transables aumentan. Los márgenes se les disminuyen, y en un momento en el que ellos, al igual que los productores de transables vendiendo en el mercado local, la demanda agregada está cayendo.

Todo esto está implícito en la idea de que las devaluaciones ayudan a la "competitividad". En realidad, la idea es crear condiciones muy malas en el mercado interno para que la inversión y el trabajo se muevan de producir para el mercado interno hacia producir hacia la exportación.<sup>7</sup>

Los efectos de una devaluación son muy traumáticos si se dan una vez en mucho tiempo. Son mucho más si suceden con frecuencia, como es el caso de México en las dos últimas décadas. Todo esto conspira contra el objetivo de desarrollar el país.

#### ¿Hay que devaluar para incrementar las exportaciones?

Se dice con frecuencia que las devaluaciones son necesarias para aumentar las exportaciones, de tal forma que muchos llaman a un régimen de cambio que devalúa con frecuencia "conducente a las exportaciones" mientras que a uno de cambio fijo "en contra de las exportaciones". En realidad, las exportaciones pueden crecer muy saludablemente en un régimen de cambio fijo, como lo demuestra el caso de El Salvador. La siguiente tabla muestra el crecimiento de las exportaciones del país de 1991 a 1998, en dólares.

	Crecimiento anual compuesto 1991-1998, US\$
Café	5.59%
Azúcar	10.90%
Camarones	7.42%
Otros	14.98%
Maquila	36.89%
Tradicionales	6.44%
No tradicionales	24.06%
Totales	19.11%

FUENTE: Banco Central de Reserva de El Salvador

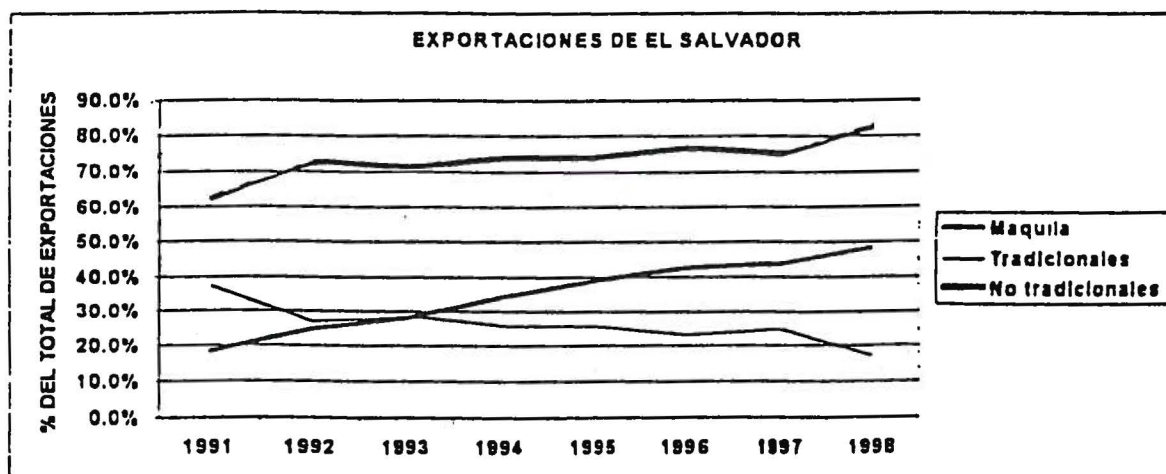
<sup>7</sup> Esta necesidad de moverse de actividades es un punto es muy importante. Volveremos a él al discutir la flexibilidad de la inversión y del mercado del trabajo en regímenes de cambio fijo o dolarizados y de cambio flexible.



Nótese que:

- Las exportaciones totales han crecido a una tasa anual compuesta sumamente alta (19.1%).
- Este número es el promedio ponderado de una tasa aún más alta (24.1%) en las exportaciones no tradicionales y una más baja de las tradicionales (6.44%). Las que más crecieron entre las primeras fueron las de maquila (36.9%). Nótese que la maquila se supone que es el rubro de exportaciones que más se beneficia de las devaluaciones.

En el proceso, la composición de las exportaciones ha cambiado, disminuyendo la vulnerabilidad del país a los choques externos. Como puede verse en la siguiente gráfica, las exportaciones tradicionales bajaron su participación de 37.7% a 17.2%, mientras que las no tradicionales subieron de 62.3% a 82.8%. Debido a este cambio de composición, la caída de precios de café de 1998 (que causó una disminución del 30% de las exportaciones tradicionales con respecto a 1997) fue compensada con el crecimiento de las no tradicionales, de tal forma que en 1998 las exportaciones totales todavía crecieron un 1%. Con la composición anterior de las exportaciones, dicha caída de precios hubiera sido desastrosa para el país.



FUENTE: Banco Central de Reserva de El Salvador

### El Contrasentido

El análisis de la sección anterior muestra que decir que las devaluaciones aumentan la competitividad es un contrasentido. Los países que toman esta estrategia toman la ruta de competir sin volverse más competitivos, a costa de mantenerse siempre pobres. La ruta alternativa es mejorar la eficiencia y el mercadeo y luego moverse, cuando los salarios han subido demasiado para las actividades del país, a actividades con mayor valor agregado.

Hay mucho espacio para moverse en la segunda solución al problema de una apreciación de la moneda — aumentar la eficiencia. En este punto es necesario enfatizar que la eficiencia que se vuelve más importante es la de los notransables porque son éstos los que determinan la diferencia en los costos de producción de los transables en diferentes lugares de la tierra. Así, Singapur es más competitivo que muchos otros países porque los costos de los notransables allí — la mano de obra, el transporte local y entre Singapur y otros países, los servicios bancarios, las comunicaciones y los servicios en general — son mejores allí que en otros países en términos de lo que se puede producir con

ellos. Un trabajador en Suecia es más barato para la Volvo que uno en Bangladesh aunque el salario de éste último sea una pequeña fracción del del primero, ya que el sueco produce más que la diferencia en el salario. Además, para la Volvo es mejor tener una fábrica de carros — bienes transables — en Suecia que en Bangladesh por la disponibilidad y calidad de los servicios. Nueva York es una ciudad carísima, mucho más cara que La Paz, pero los bancos grandes se establecen en Nueva York, no en La Paz. La diferencia entre Nueva York y La Paz, y entre Suecia y Bangladesh, *son los servicios*.

En esta dimensión — la mejora de la eficiencia de los servicios — tienen responsabilidad tanto el gobierno — por los servicios públicos — como el sector privado. Es importante notar que aunque se devalúe, no se puede evitar aplicar esta solución si se quiere que el país progrese. Pero, con las devaluaciones, los sectores más castigados son los notransables, son los que no se quiere que crezcan, es de los que se quiere quitar la inversión para pasarlos a los notransables. Este es otro de los efectos perversos de las devaluaciones.

La tercera solución para los problemas de la apreciación de la moneda — cambiar la distribución del capital y el trabajo a otras actividades más rentables — es una labor difícil. Es inevitable, sin embargo, aunque se devalúe. Como he notado anteriormente, al discutir el uso de las devaluaciones para aumentar la "competitividad", lo que se pretende es que las empresas que están trabajando para el mercado doméstico se pasen a trabajar en parte o en total para el mercado de exportaciones, y que parte de las empresas que trabajan en notransables se dediquen a exportar algo. Este es un cambio drástico, realizado además en medio de una situación de liquidez apretada y de una contracción de ventas y utilidades — ambas, recordemos, necesarias para que la devaluación sea real.

Esto mismos cambios se pueden lograr sin tanto trauma, si el país entiende que no hay varitas mágicas para volverse rico con políticas macroeconómicas, sino una dura realidad de que la riqueza se obtiene sólo con aumentos de productividad y mercadeo efectivo.

### c) ¿Devaluar para Absorber un Choque Externo?

Uno de los argumentos que se usan con más frecuencia para oponerse a una tasa de cambio fija — y por ende a favorecer una política de cambio flexible — es que el tipo de cambio fijo lleva a desempleo cuando la moneda local se sobrevalúa como resultado de un choque externo — por ejemplo, que caiga el precio de las exportaciones del país. El argumento dice que, al caer el precio de dichas exportaciones, la demanda interna — generada en parte por los ingresos de las exportaciones — se vuelve excesiva. La devaluación la reduce a través de reducir los salarios. Al bajar los salarios, habrá más oportunidades de empleo. En cambio, sigue el argumento, si no se devalúa, el ajuste de la demanda interna se realizará reduciendo el número de empleos.

Es importante, sin embargo, recordar que la devaluación, para que sea real, tiene que estar acompañada de políticas contraccionarias, y que, como discutimos en las secciones inmediatamente anteriores, esto lleva a ajustes dolorosos en las empresas que tienen un efecto negativo en el empleo. Las empresas productoras de notransables tienen que despedir gente para que la contraten empresas exportadoras. Muchas de las empresas de transables también pasan por ajustes de planilla. Esto es, el aumento del desempleo en el corto plazo también se da en una devaluación. El argumento pro-devaluación ahora lo podemos refinar a dos suposiciones:



- Primero, a que habrá menos desempleo mientras menor sea el salario, lo que se logra en una devaluación, y
- Segundo, a que los desempleados aceptarán más rápidamente un empleo si les ofrecen un salario nominal igual al que tenía en el empleo anterior que si les ofrecen uno menor en términos nominales.

Esto da la impresión de que la devaluación tiene una ventaja decisiva sobre la tasa de cambio fija en términos de un ajuste a un choque externo. La realidad de las devaluaciones, sin embargo, es mucho más complicada que las suposiciones que respaldan este razonamiento. Basta ver unos ejemplos reales para darse cuenta del desorden que las devaluaciones introducen en la economía y de como la población rápidamente aprende a resistirlas, creando un ambiente que es más rígido que el del tipo de cambio fijo. La gente no acepta las devaluaciones. Pide aumentos de salarios y tasas de interés más altas desde antes que las devaluaciones pasen. Con esto, las devaluaciones causan el problema que supuestamente después curan.

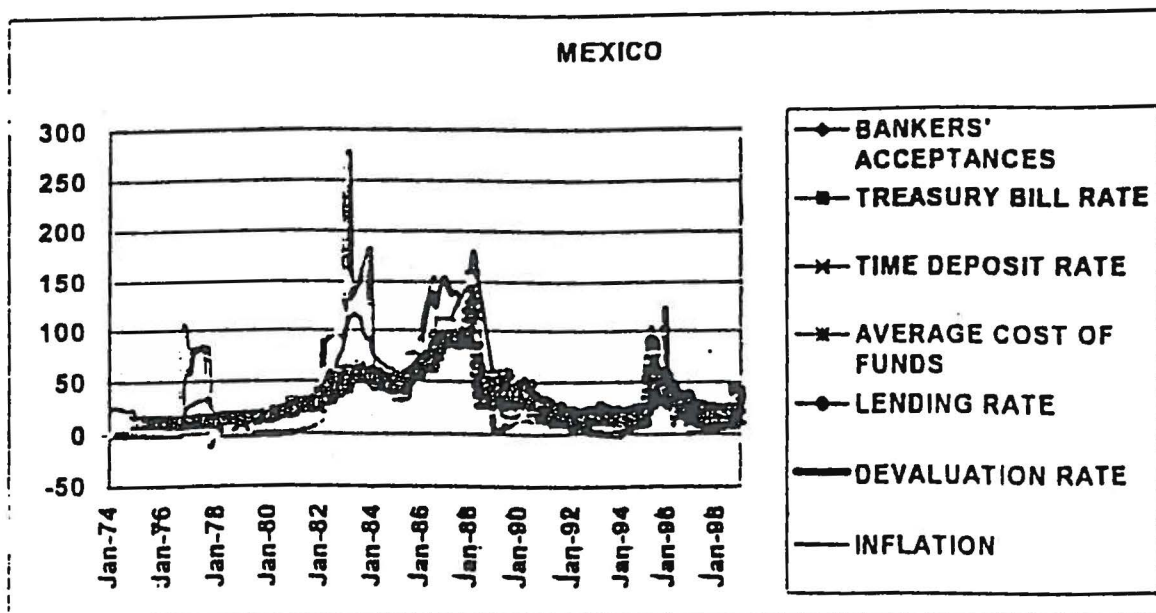
#### d) Dos ejemplos: Mexico y Chile

He escogido estos dos países como ejemplos porque ambos han seguido políticas de cambio flexible por un largo tiempo y porque ambos han tenido experiencias diferentes. México ha experimentado graves crisis mientras que Chile ha crecido de una manera muy sólida en los últimos quince años. Ambos países, sin embargo, muestran los síntomas de los problemas que hemos discutido en las secciones anteriores. En el caso de México me centro en el efecto terriblemente negativo de la inestabilidad. En el caso de Chile, me centro en como su política de devaluaciones nominales no ha logrado depreciar el peso en términos reales desde mediados de la década de los años ochenta sino sólo aumentar las tasas de inflación y de interés. La inflación y la tasa de interés cayeron en Chile sólo cuando el gobierno dejó que la moneda se apreciara en términos reales — la tendencia natural en un país exitoso en las exportaciones.

#### 1) México

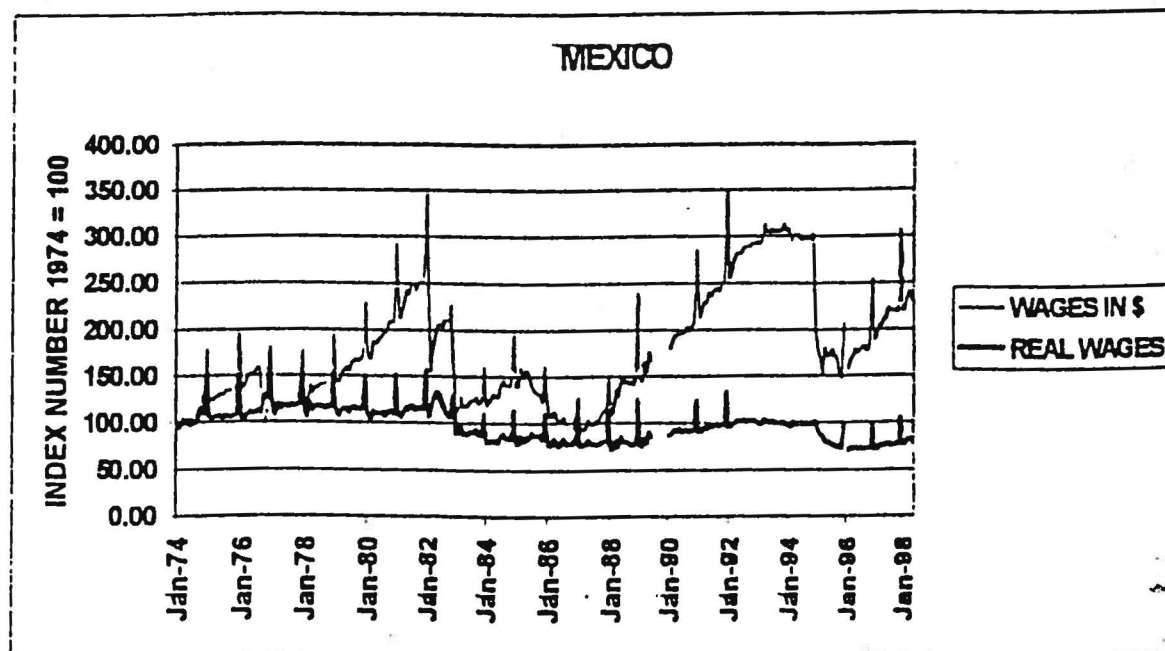
La realidad de México se aprecia en la siguiente gráfica, que muestra las tasas de inflación, de devaluación y de interés en ese país de Enero de 1974 a Diciembre de 1998. Hay dos cosas claras. Primero, nólese cómo las tres variables están correlacionadas. Suben y bajan juntas. Segundo, nótese cómo la inflación y las tasas de interés reaccionan más rápido y con más fuerza a las devaluaciones conforme va pasando el tiempo. Lograr una devaluación real se va volviendo cada vez más difícil políticamente, y los depositantes aumentan sus demandas de tasa de interés para compensar por las devaluaciones. Conforme esto sucede, la inestabilidad se vuelve crónica. La vida económica se vuelve una lucha entre el gobierno y los trabajadores, el primero tratando de bajar los salarios y los segundos tratando de aumentarlos. La economía entera se politiza. Empresarios, trabajadores y ciudadanos en general dedican grandes cantidades de tiempo a defenderse de la inestabilidad — descuidando las tareas que llevan a mejoras en la productividad y el mercadeo, las fuentes únicas de progreso.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> El Anexo I muestra cómo la elasticidad de la tasa de inflación a la tasa de devaluación aumentó con cada devaluación en México, pasando de 0.2 en 1975 a 0.5 en 1986-87 y se mantuvo allí hasta 1998. Este aumento muestra la rapidez con la que la población se ajusta a las devaluaciones, tomando cada vez más difícil lograr que sean reales.



FUENTE: International Financial Statistics, publicadas por el FMI.

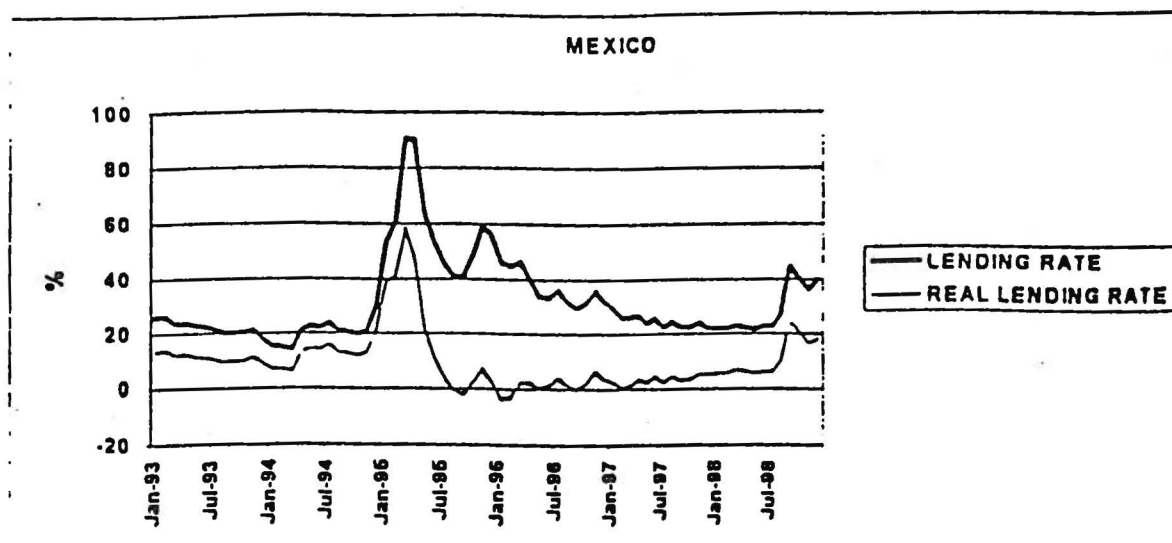
La gráfica siguiente muestra los salarios en México en términos de dólares y en términos reales (deflatados por la tasa de inflación). Los salarios reales han subido y bajado en un rango de +50% a -30% de 1974 a 1998 — variando alrededor de un 80%. Este rango tan grande no se nota en la gráfica porque las variaciones del salario en términos de dólares lo minimizan. De 1974 a 1998 han habido tres de éstos ciclos de subida y bajada. Nadie puede pensar que esto representa desarrollo. Y esto ha sucedido por 25 años.



FUENTE: International Financial Statistics, publicadas por el FMI.

La inestabilidad ha sido igual de pronunciada en los mercados financieros, como puede verse en la siguiente gráfica. La tasa nominal de intereses ha subido hasta 80%, la real a 60%. A fines de 1998, estaban a 40% y 20%, respectivamente.



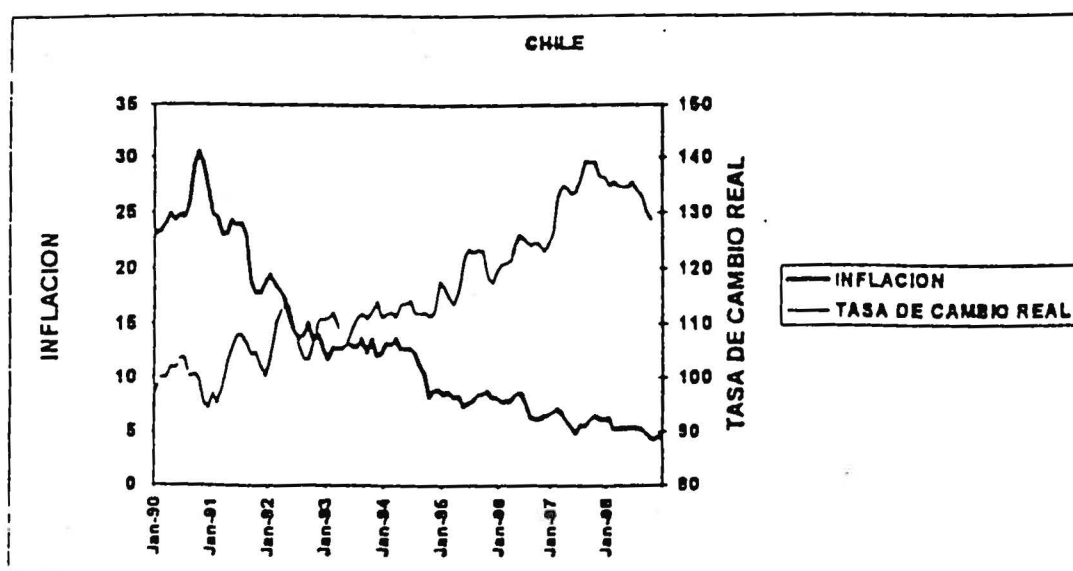


FUENTE: International Financial Statistics, publicadas por el FMI.

Esta inestabilidad es el mayor enemigo de la inversión de largo plazo. Es un costo para toda la economía.

## 2) Chile

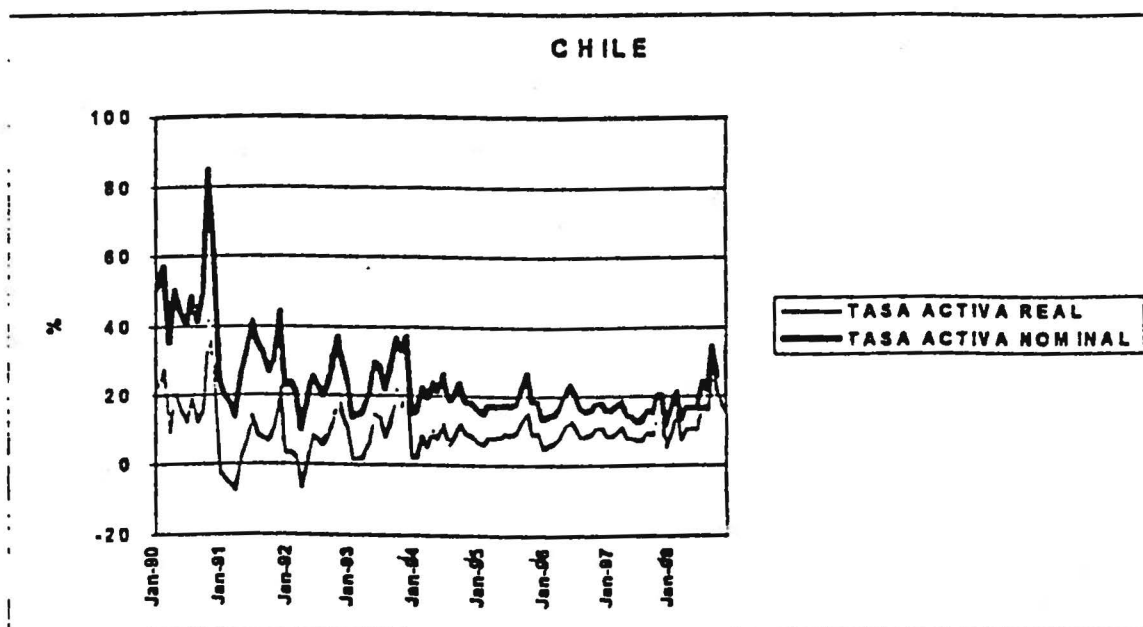
Chile ha tenido un crecimiento sostenido desde el final de su crisis bancaria de 1982-85. Dicho crecimiento ha estado basado en un incremento igualmente sostenido de su competitividad definida en términos de agilidad en el mercado y la producción — el resultado de la liberalización económica y la desburocratización de la administración pública de los años de Pinochet. En los años desde 1985, el gobierno chileno ha tenido déficits pequeños o superávits. Sin embargo, la tasa de inflación se mantuvo muy alta durante los años ochenta. Ha sido sólo en los años noventa que Chile ha reducido la inflación a los niveles de los países desarrollados. Como se ve en la gráfica siguiente, la manera en la que lo logró fue apreciando la moneda en términos reales: redujo la tasa programada de devaluación, y esto disminuyó la tasa de inflación.



Nota: La tasa de cambio real en este cuadro sube cuando la moneda se aprecia, siguiendo la convención del FMI.

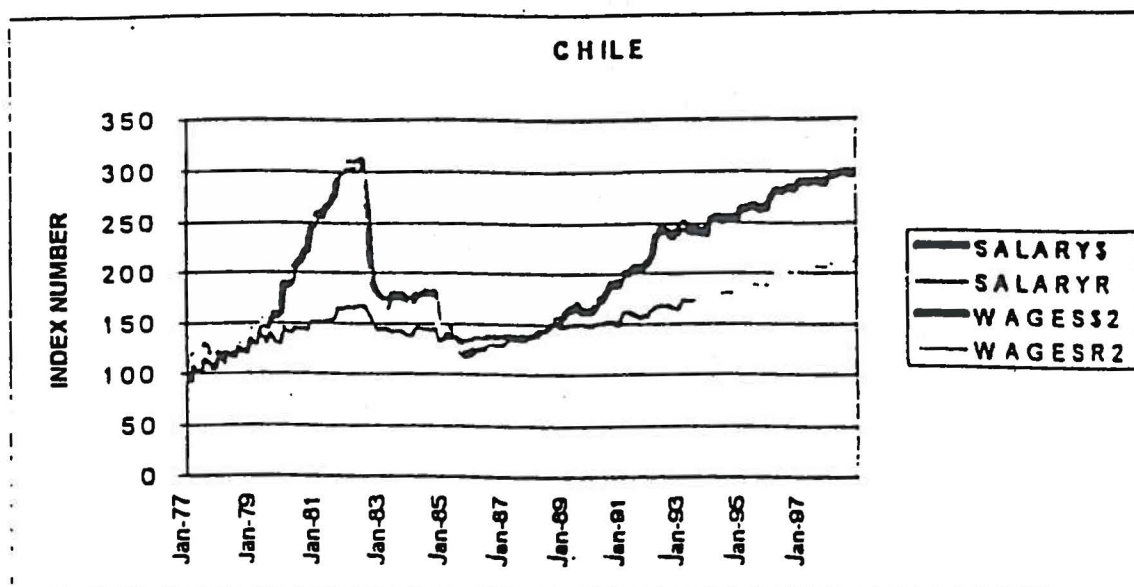
Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

A través de todos esos años, Chile ha sufrido de una variabilidad muy marcada en sus tasas de interés. Como puede apreciarse en la siguiente gráfica, la tasa activa llegó hasta 85% en Octubre de 1990 y se mantuvo alrededor del 30% hasta 1994. Luego bajaron como resultado de la reducción en la tasa de inflación. Además, las tasas de interés han fluctuado mucho. Dichas fluctuaciones han disminuido en los últimos años — al reducirse tanto la tasa de inflación como la de devaluaciones. Sin embargo, siguen siendo muy marcadas — mucho mayores que los cambios que se dan en los países desarrollados. Esta variabilidad es nociva para los negocios. En Chile hay un mecanismo para aliviar este problema: las tasas de interés están indexadas a la tasa de inflación. Esto supuestamente debería de disminuir el riesgo, de tal forma que las tasas reales deberían de confluir con las tasas reales internacionales. Esto no sucede a tasas altas de inflación, como lo muestra el comportamiento de la tasa real en Chile. Dichas tasas bajaron a niveles razonables — cerca del 10% en los préstamos — sólo cuando las tasas de inflación bajaron.



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

Chile sufrió dos crisis graves en los últimos treinta años: la que acompañó a Allende y la crisis bancaria de 1982-85. Después de este último episodio, la economía ha crecido a tasas muy altas, impulsada principalmente por el éxito de sus exportaciones. Se dice con frecuencia que este éxito se debe a que Chile devalúa continuamente. La primera gráfica — la que compara la inflación con el cambio real — muestra que eso no es verdad. La tasa de cambio se ha apreciado consistentemente desde mediados de los ochenta. La gráfica siguiente, que muestra los salarios en términos reales y en dólares desde Enero de 1977 a Diciembre de 1998 confirma esto desde el punto de vista de los salarios.



Nota: Hay un quiebre en las series en Abril de 1993, cuando las estadísticas comenzaron a medir los salarios por hora.

Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

En la gráfica se ve claramente cómo la tasa de cambio se ha apreciado continuamente desde el final de la crisis bancaria a mediados de los ochenta: los salarios han subido más en términos de dólares que en términos reales. Esto es el resultado de que la tasa de devaluación ha sido menor que la tasa de inflación. Esto igual pudo haberse logrado con una tasa de cambio fija pero a una tasa de inflación y una tasa de interés menor.

La consistente apreciación real en la época de éxito de Chile demuestra que dicho éxito no se ha basado en devaluaciones nominales continuas — que no sólo no han resultado en devaluaciones reales sino en apreciaciones reales — sino en las mejoras en la competitividad real del país. Chile ha tenido éxito a pesar de su política cambiaria, que ha ido en contra de la tendencia natural a apreciarse como resultado del éxito como exportador que el país ha tenido. Por esa contradicción entre la política cambiaria y las tendencias naturales del mercado, Chile ha sufrido de tasas altas de inflación y tasas altas y variables de interés en términos nominales y reales. Es decir, Chile ha progresado a pesar de su política cambiaria.

#### e) ¿Qué se Gana en la Realidad con la Posibilidad de Variar la Tasa de Cambio?

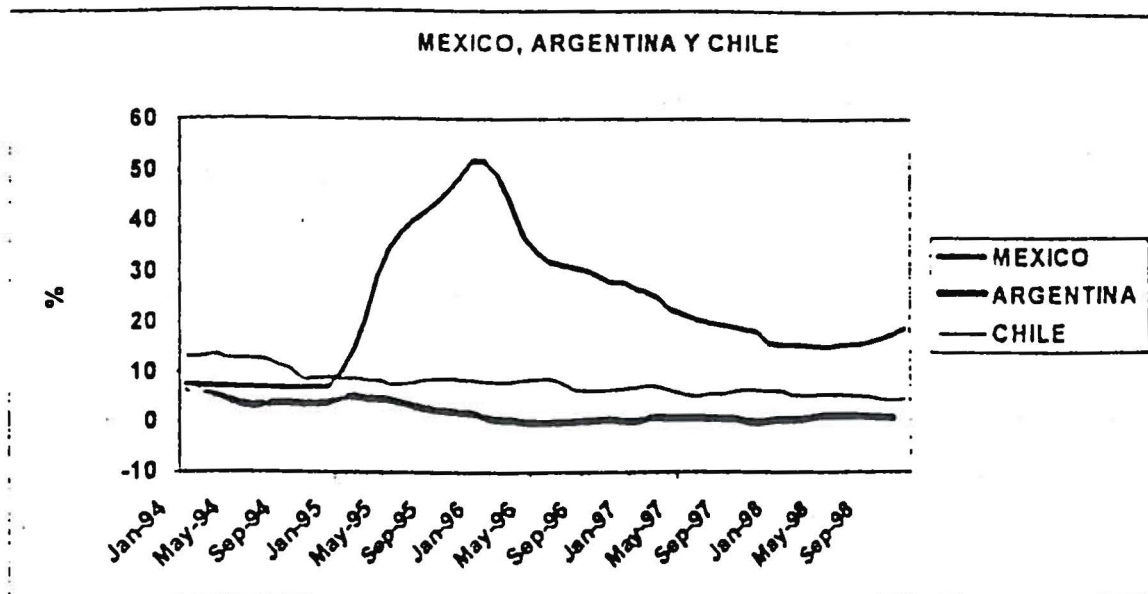
En resumen, las devaluaciones no son soluciones para aumentar la competitividad del país. Sólo son soluciones para crisis en los mercados cambiarios — cuando el Banco Central no es capaz de mantener líquido dicho mercado de una manera sostenible. Esto, sin embargo, es como las amputaciones de pierna. Son soluciones cuando el cuerpo no puede mantener el miembro sin morir entero. Pero eso no quiere decir que ni las amputaciones ni las devaluaciones son deseables. El que lo dude que lo pregunte a los ciudadanos comunes de México y Brasil que no pueden pagar sus casas, que han perdido sus ahorros, y que enfrentan tasas altísimas de interés y una drástica inestabilidad en su futuro.

El argumento que se usa con más frecuencia — que una economía dolarizada o con la tasa de cambio fija puede tener tasas más altas de desempleo que una con cambio flexible en caso de un choque externo asume que:



- se logrará una devaluación real, de tal forma que los salarios queden reprimidos y no generen ciclos de devaluación, inflación y devaluación otra vez;
- se logrará que los depositantes piensen que ya no habrá más devaluaciones, y por lo tanto no exijan mayores tasas de interés.

La experiencia en la América Latina es todo lo opuesto. Los países que reaccionan con devaluaciones entran en ciclos de inflación-devaluación de los que tardan años y décadas en salir. La gráfica siguiente muestra la experiencia de tres países en términos de la tasa de inflación antes, durante y después del Tequilazo: México, que devaluó; Argentina, que mantuvo su tipo de cambio, y Chile, que apreció su moneda en términos reales. Los resultados son claros.



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

Ciertamente que el Tequilazo se inició con una crisis interna de México, mientras que para los otros dos países fue un choque externo. Las fluctuaciones de México tienen mucho que ver con las políticas excesivamente expansivas que el país había tenido antes de la inevitable devaluación del peso. Pero es cierto también que:

- Las expansiones monetarias que llevaron al desastre mexicano no hubieran sido posibles en el régimen argentino; y que,
- Las salidas de capital que hicieron colapsar el sistema se dieron sólo por el miedo a la devaluación. No se hubieran dado si no hubiera habido posibilidad de devaluación — como sucede en las economías dolarizadas.

Es decir, repitiendo, las devaluaciones corrigen problemas causados por la posibilidad de que sucedan. Son un círculo vicioso. Paso a discutir ahora los sistemas que tienden a disminuir o eliminar dicha posibilidad.

#### IV. LOS SISTEMAS DE TIPO DE CAMBIO FIJO Y LA DOLARIZACION

En este capítulo hago una breve descripción de las similitudes y diferencias institucionales entre los dos sistemas principales de tipo de cambio fijo — el tipo de cambio fijo con política

monetaria, el régimen de convertibilidad tipo Argentina — y el sistema que elimina el tipo de cambio — la dolarización.

Este capítulo es puramente descriptivo. Los sistemas se comparan en el siguiente capítulo.

#### a) El Tipo de Cambio Fijo con Política Monetaria

En este sistema existe un Banco Central que tiene la libertad de emitir dinero y de eliminarlo independientemente de la cantidad de dólares que tiene en reservas. Esta libertad es lo que le permite al Banco Central el tener una política monetaria, que es esencialmente emitir y destruir dinero independientemente de las reservas.

Es importante notar que las políticas monetarias siempre tienen un efecto en las reservas. Cuando el Banco Central expande, las reservas eventualmente se reducen. Cuando el Banco Central contrae, las reservas eventualmente aumentan. Estos efectos tienen lugar con un retraso, conforme la moneda local emitida circula en la economía, traduciéndose en importaciones y salidas de capital. Entonces, en el tipo de cambio fijo con política monetaria el Banco Central emite colones y pierde reservas después, o contrae la cantidad de colones en circulación y gana reservas después.<sup>9</sup>

El Banco Central contrae la cantidad de dinero en circulación subiendo los encajes o vendiendo instrumentos de mercado abierto, que en El Salvador se llaman CAMs. Crea dinero comprando o redimiendo CAMs o bajando encajes. Muchos Bancos Centrales crean dinero financiando al gobierno. Esta práctica nefasta está prohibida por ley en El Salvador.

#### b) El Régimen de Convertibilidad

Hay dos tipos de régimen de convertibilidad. El primero es el régimen puro, en el cual no hay Banco Central sino una caja de convertibilidad no ligada al sistema bancario. Dicha caja sólo compra y vende moneda local contra dólares. El segundo es el régimen híbrido, como el que existe en la Argentina, en donde hay un Banco Central que normalmente crea y destruye dinero como si fuera una caja de convertibilidad — sólo contra compra de dólares. Este Banco Central sigue ligado a los bancos como prestamista de última instancia y puede, en ciertos casos, crear o destruir dinero en circulación a través de bajar o subir los encajes de los bancos, respectivamente.

La caja de convertibilidad está diseñada para dar más confianza que el tipo de cambio fijo con política monetaria. Esta confianza está basada en las características de dicha caja:

- La institución emisora de moneda local comienza la operación del sistema con respaldo total en dólares para cada unidad de moneda local en la base monetaria: la especie en circulación más los depósitos de los bancos en el Banco Central.
- La institución emisora crea moneda local sólo a través de comprar dólares y destruye moneda local sólo a través de vender dólares.

---

<sup>9</sup> La relación entre la creación de dinero local y pérdida de reservas no se da cuando hay un aumento en la demanda por el dinero local — es decir, cuando la gente desea tener más activos monetarios y financieros denominados en moneda local. Esto se da cuando aumenta la confianza en la moneda local.



- Está obligada a comprar y vender moneda local contra dólares siempre que se lo requiera el público y siempre al mismo precio.

En el caso de la Argentina, la caja de convertibilidad está acompañada de una ley que permite el curso legal del dólar, de tal forma que éste tiene poder liberatorio — nadie puede rehusar un pago en dólares.

La caja de convertibilidad estrictamente aplicada elimina la posibilidad de tener política monetaria. El régimen híbrido como el de Argentina permite crear o destruir dinero en circulación sin comprar o vender dólares — por ejemplo, bajando o subiendo los encajes, respectivamente. Esta posibilidad puede limitarse poniendo por ley un límite al encaje como porcentaje de los depósitos.

Si el Banco Central (o la caja de convertibilidad) no pueden crear dinero, es necesario contar con un mecanismo que provea financiamiento de última instancia al sistema bancario para cubrir problemas temporales de liquidez. Adicionalmente, debe contarse con un mecanismo para cubrir pérdidas en el sistema bancario — un problema que en cualquier sistema de cambio es un problema fiscal. La solución más adecuada para este problema es la creación de un instituto de seguro de depósitos y el respaldo estatal hasta una cantidad por depositante.

### c) Dolarización

Una economía dolarizada no puede tener política monetaria porque la cantidad de dólares es tan grande que el Banco Central no tiene el poder de volverlos más abundantes o más escasos. La oferta y la demanda de dinero está determinada por las condiciones reales del mercado. Tampoco se necesitan reservas internacionales. Sin embargo, al igual que cualquier economía, necesita un prestatario de última instancia para darle liquidez al sistema bancario y una manera establecida de absorber las pérdidas cuando fallan bancos. Las soluciones para estos problemas son iguales a las del régimen de caja de convertibilidad.

#### 1) ¿Como se dolariza?

Mucha gente piensa que para dolarizar es necesario comprar con dólares todos los depósitos de los bancos. Esto no es así. Para aclarar este punto, es necesario analizar brevemente la naturaleza y la liquidez de los distintos agregados monetarios.

##### Los agregados monetarios

La moneda es una obligación *monetaria* del Banco Central. Cuando se dolariza, son estas obligaciones monetarias — que se les llama la *base monetaria* o el dinero de alta potencia — las únicas que hay que pagar con dólares. La base monetaria incluye:

- Los billetes y moneda fraccionaria en circulación, incluyendo los que están en las bóvedas de los bancos, y
- Los depósitos de los bancos en el Banco Central, incluyendo los encajes.

Los depósitos de los bancos no son obligaciones del Banco Central sino de los bancos mismos. Aunque estén a la vista, sólo un pequeño porcentaje de ellos están líquidos en los billetes y las monedas fraccionarias que los bancos guardan en sus bóvedas para los retiros diarios — y esto ya está tomado en



cuenta en la definición anterior. El resto está invertido en activos y préstamos que se van volviendo líquidos cuando los activos rinden servicios y al irse pagando los préstamos. Los mismos billetes y transacciones en libros se usan para estos pagos. Pagar éstos depósitos en dólares no hace sentido porque los bancos no tienen los dólares para cobrar todos los préstamos y vender todos los activos para tener los dólares para comprar los dólares. Las cuentas de los bancos se dolarizan con sólo cambiar su denominación.

#### La dolarización de la base monetaria

La base monetaria se dolariza comprando la base monetaria — el circulante más los depósitos de los bancos con el Banco Central — con su equivalente en billetes y monedas denominados en dólares. Los dólares se toman de las reservas internacionales netas del Banco Central.

Los depósitos de los bancos en el Banco Central pueden tratarse de dos maneras. Una, el Banco Central se los devuelve a los bancos, con una regulación de que los tienen que depositar como reserva de liquidez en un banco triple A. Esto sirve de amortiguador para fluctuaciones de liquidez, reduciendo la necesidad del prestamista de última instancia. El mantenimiento del nivel de reservas de liquidez sería supervisado por la Superintendencia de Bancos, con multas por descensos sostenidos de dicho nivel, igual que hoy se hace con el encaje. La segunda alternativa es que el Banco Central maneje esos fondos de liquidez, pagando a los bancos la rentabilidad obtenida de depositarlos menos una comisión. La primera parece ser la más eficiente.

#### La dolarización de las cuentas bancarias

En un día y hora señalados las cuentas bancarias se dividen entre la tasa de cambio y quedan denominadas todas en dólares. En ese momento, los bancos ya tienen los dólares que les correspondían por la moneda local que tenían en sus bóvedas y comienzan a hacer sus pagos y a recibir sus ingresos en dólares.

### 2) ¿Qué pasa con el Banco Central?

El Banco Central deja de existir como generador de política monetaria. Puede retener, sin embargo, la capacidad de ser el prestamista de última instancia. Esta función puede desarrollarla si cuenta con líneas de crédito o efectivo en dólares para hacerlo, por encima de los depósitos de los bancos en el Banco Central (estos sólo pueden utilizarlos los dueños de ellos).

## V. ¿CAJA DE CONVERTIBILIDAD O DOLARIZACION?

En este capítulo discuto la pregunta: si se decide que la mejor alternativa es la de no variar la tasa de cambio, ¿Cuál es el mejor método de hacerlo? ¿Un régimen de cambio fijo con Banco Central? ¿Una caja de convertibilidad como la Argentina? ¿Una dolarización como Panamá?

La diferencia entre los tres sistemas lo da la credibilidad de largo plazo del sistema, lo cual se traduce en niveles de tasas de interés, plazos de financiamiento, acceso a servicios financieros internacionales y resistencia contra choques internos y externos.

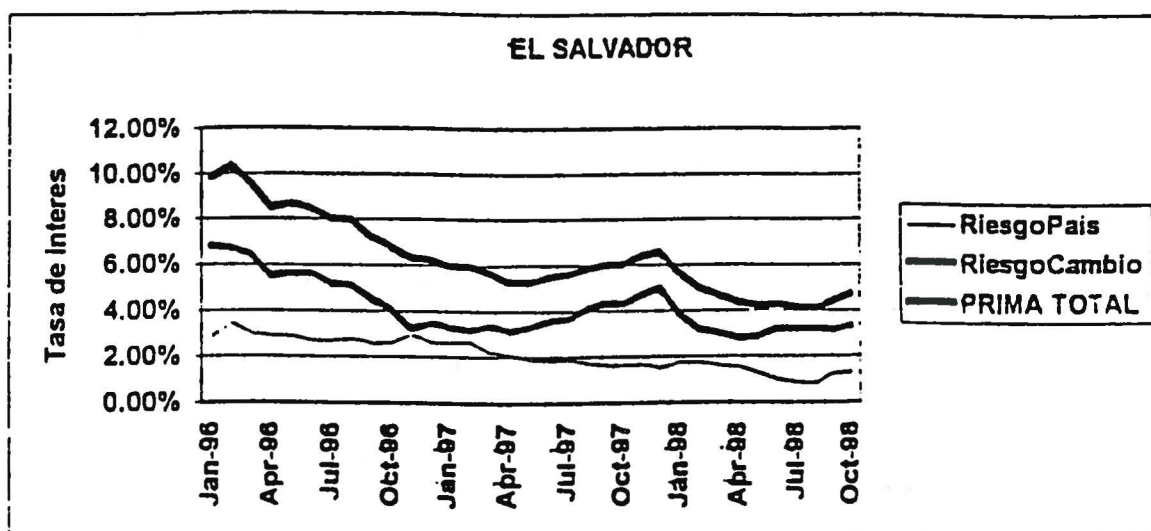
### a) Credibilidad

#### 1) La Credibilidad del Cambio Fijo

El sistema de cambio fijo obtiene credibilidad con la aplicación consistente de políticas prudentes macroeconómicas por un tiempo prolongado. Es muy difícil



convencer a los depositantes de que el gobierno continuará manejando prudentemente las políticas fiscales y monetarias y que continuará buscando la estabilidad monetaria — particularmente porque el horizonte de los ahorrantes e inversionistas es más largo que un periodo presidencial. Aún así, es posible reducir el factor de riesgo que los depositantes usan para calcular la tasa de interés que los hace decidir: a) dejar el dinero depositado en el país y b) dejarlo depositado en moneda local. Este factor de riesgo tiene dos componentes: el riesgo de país y el riesgo de la moneda local. La siguiente gráfica muestra la evolución de cada uno de estos riesgos y de su suma desde Enero de 1996 hasta Octubre de 1998 para El Salvador. El riesgo de país se mide por la diferencia entre las tasas de interés que se pagan a los depósitos en dólares en el país y las que se pagan por los depósitos en Estados Unidos (medidos por las tasas de los certificados de depósito a tres meses plazo). El riesgo de cambio se mide por la diferencia entre las tasas pagadas por depósitos en colones y en dólares, ambos en El Salvador.



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

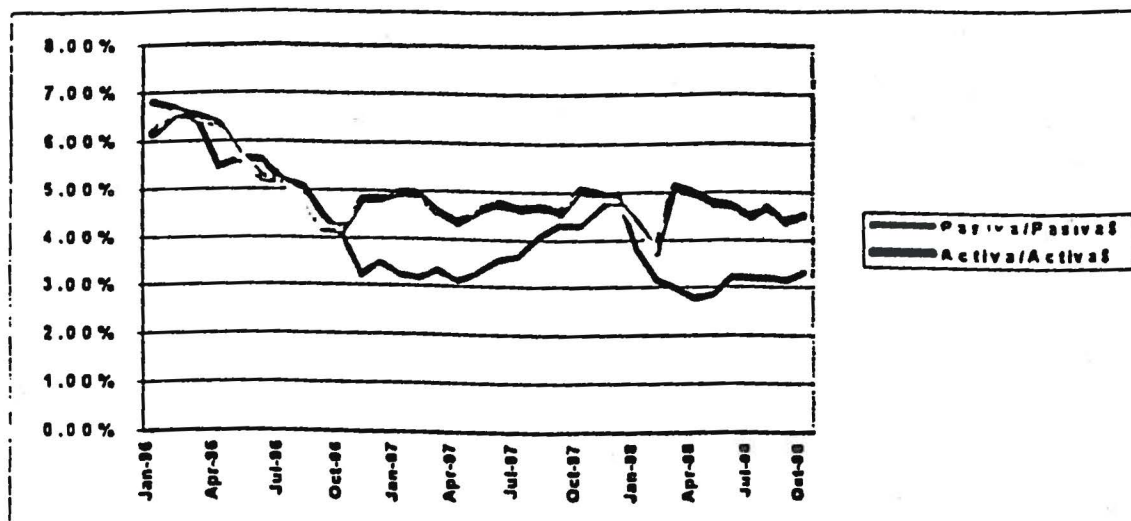
La gráfica muestra varias cosas:

- Primero, que el riesgo de cambio ha sido mucho más alto que el riesgo de país por todo el periodo que cubren los datos. En 1996, por ejemplo, el riesgo de país era de 2.86% mientras el de cambio era de 6.81%, dando un total de 9.67%.
- Segundo, que ambos riesgos se han a menos de la mitad durante el periodo como resultado de la estabilidad macroeconómica. El riesgo de país ha caído de 2.86% a 1.35% y el de cambio de 6.81% a 3.32%.
- Tercero, que aunque ambos riesgos han caído, la suma de ambos todavía es una cifra significativa: 4.67%.

La diferencia total entre tasas en colones y tasas locales en dólares son más altas en el mercado de créditos que en el de depósitos. La gráfica siguiente muestra las relaciones de los cocientes de tasas en colones y locales en dólares para los depósitos y los préstamos. Puede verse que la diferencia entre las dos tasas activas ha tendido a ser mayor que la de las pasivas después de Octubre de 1996. En Octubre de 1998, por ejemplo, mientras la diferencia de las tasas pasivas era de 3.32%, la de las activas era de 4.52%. Esta diferencia, sin embargo, no representa el riesgo de cambio porque no todos los prestatarios



tienen acceso a créditos en dólares. Ella se explica porque el mercado de depósitos es más competido que el de créditos (es más difícil tomar un préstamo en los Estados Unidos que hacer un depósito en ese país).



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

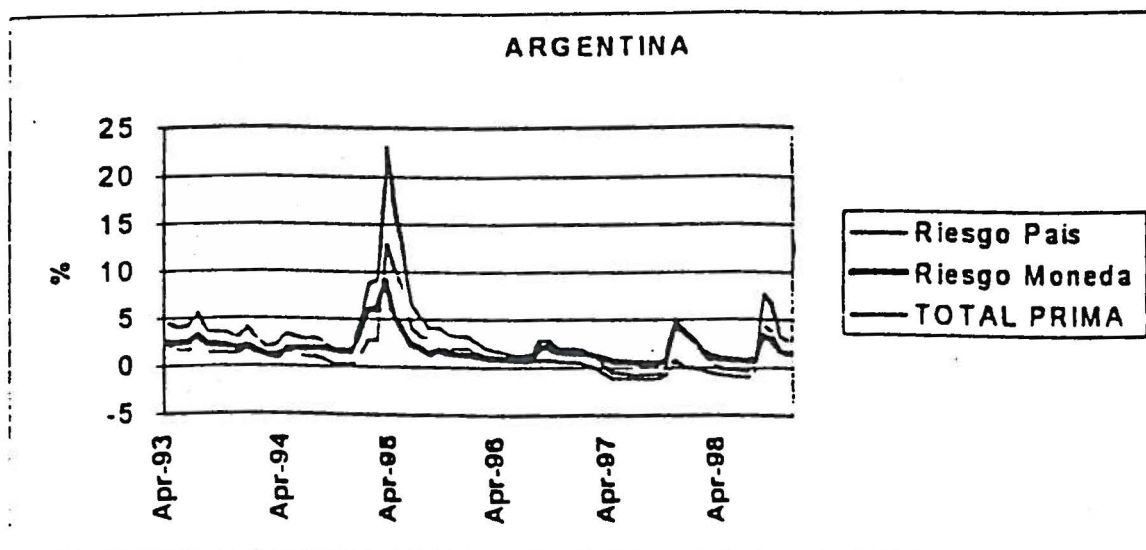
Aplicando la medición del riesgo país — medido por el lado de los depósitos — a los saldos de los préstamos del sector bancario se puede estimar la diferencia en colones que el sector privado tiene que pagar por tomar prestado en colones por sobre lo que hubieran pagado si todos los créditos hubieran sido en dólares — es decir, si no existiera el riesgo de cambio. Durante el período de Enero de 1996 a Octubre de 1998 dicha diferencia es de 4,067 millones de colones. Esto es alrededor del 4% del PIB en 3 años. Con el volumen de créditos de Octubre de 1998, el pago anual por concepto de tasa de cambio es de 1,300 millones de colones al año. Estos son costos que reducen la competitividad real del sector privado. Para el ciudadano en general, estos costos le restan capacidad de compra. Tiene un efecto particularmente negativo en el mercado de la vivienda.

Ciertamente que los ahorrantes del sistema bancario habrían recibido menos si no hubiera existido un riesgo de cambio. Por esta razón, algunos podrían pensar que la eliminación del riesgo de cambio sería negativa para los depositantes porque ya no recibirían esos ingresos adicionales. Esos ingresos adicionales, sin embargo, se miran atractivos sólo porque no hubo devaluaciones en esos años — de la misma forma que los ingresos de una compañía de seguros se ven atractivos cuando no ha tenido ningún siniestro. Depositantes que se han enfrentado a múltiples devaluaciones tienden a preferir una moneda estable, aunque los depósitos en ella paguen (aparentemente) menores tasas de interés. Esto es cierto mientras más largo es el plazo del depósito. La falta de créditos de largo plazo es una consecuencia de la falta de depósitos a largo plazo, lo cual es función del miedo del ahorrante a perder el valor de sus ahorros por inflación y devaluación.

## 2) La credibilidad de la caja de convertibilidad

La gráfica siguiente muestra el riesgo de país, el de cambio y la suma de ambos para la Argentina de Abril de 1993 a Diciembre de 1998. Durante ese período, el riesgo de cambio ha tendido a bajar desde 2.4% a alrededor de 0.7% a fines de 1998.





Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

Los riesgos de país y de moneda han sido muy bajos. Sin embargo, en la gráfica se notan varios aumentos dramáticos en ambos tipos de riesgo. El más dramático es el de principios de 1995, que es el famoso "Tequilazo". Durante los meses que siguieron a la devaluación mexicana de Noviembre de 1994 la gente dudó de la capacidad y determinación del gobierno argentino de mantener el sistema de convertibilidad — lo que aumentó el riesgo de cambio. Estas dudas llevaron a una fuga de capitales muy fuerte, que hizo que algunos bancos se tambalearan — lo que aumentó el riesgo de país. El efecto combinado de ambos llevó el margen de la tasa de interés del peso argentino sobre la del dólar a niveles superiores a 25%. Las siguientes desviaciones han sido mucho menos drásticas. Durante la crisis de Rusia y Brasil a finales de 1998 dicho margen subió sólo a 7.8% — un nivel substancial pero en el mismo rango que las tasas normales de interés en muchos otros países.

Estas variaciones de los riesgos expresados por la tasa de interés muestran el problema principal de la caja de convertibilidad: mientras exista un tipo de cambio, la duda de que pueda cambiarse siempre queda — aunque haya que cambiar leyes para hacerlo. La buena experiencia ayuda claramente. Mientras más tiempo siga el sistema funcionando, más confianza existirá. Pero en cada episodio de crisis — incluyendo cuando hay cambios de gobierno — la desconfianza regresa. En Argentina, la solidez del sistema ha aumentado porque todos los partidos políticos han manifestado su intención de mantener la convertibilidad si llegan al poder.

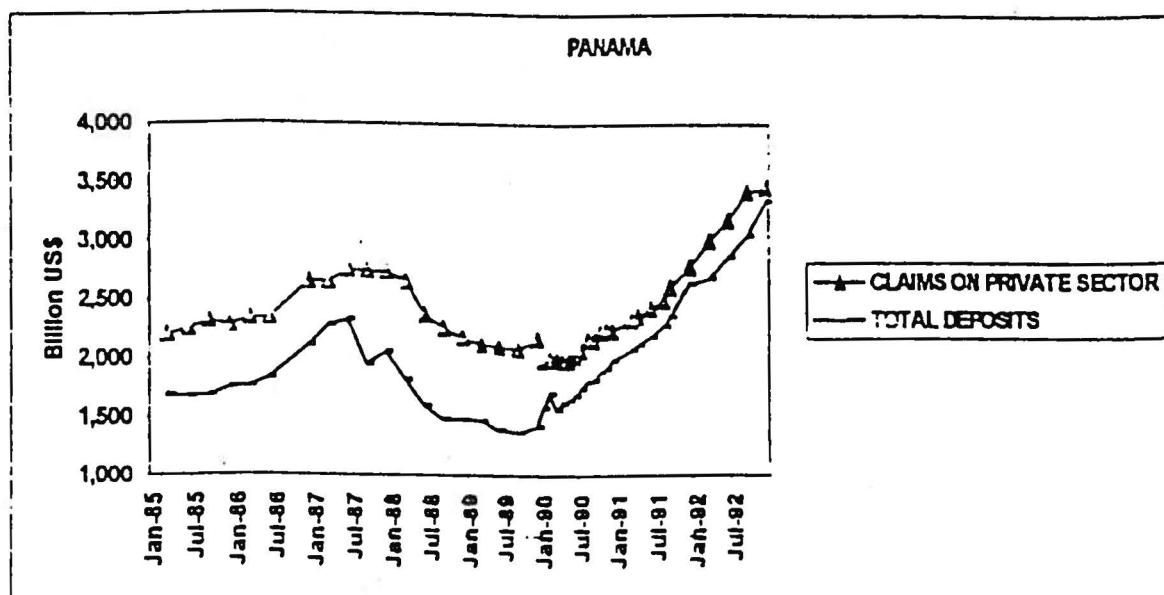
Es importante notar que en las crisis recientes — México, Asia, Rusia, Brasil — ninguno de los sistemas de convertibilidad — Argentina, Hong Kong y Singapur — ha fallado a pesar de que sus vecinos han caído en grave inestabilidad macroeconómica.

### 3) La Credibilidad del Dólar

Lógicamente, la credibilidad del dólar es absoluta cuando se mide — como lo hemos estado midiendo — contra el dólar mismo. La realidad confirma dicha credibilidad en muchas dimensiones. En esta sección discuto dos de ellas. Primero, el caso de crisis violentas. Segundo, el caso del impacto de políticas fiscales que en países llevarían a graves inestabilidades macroeconómicas.

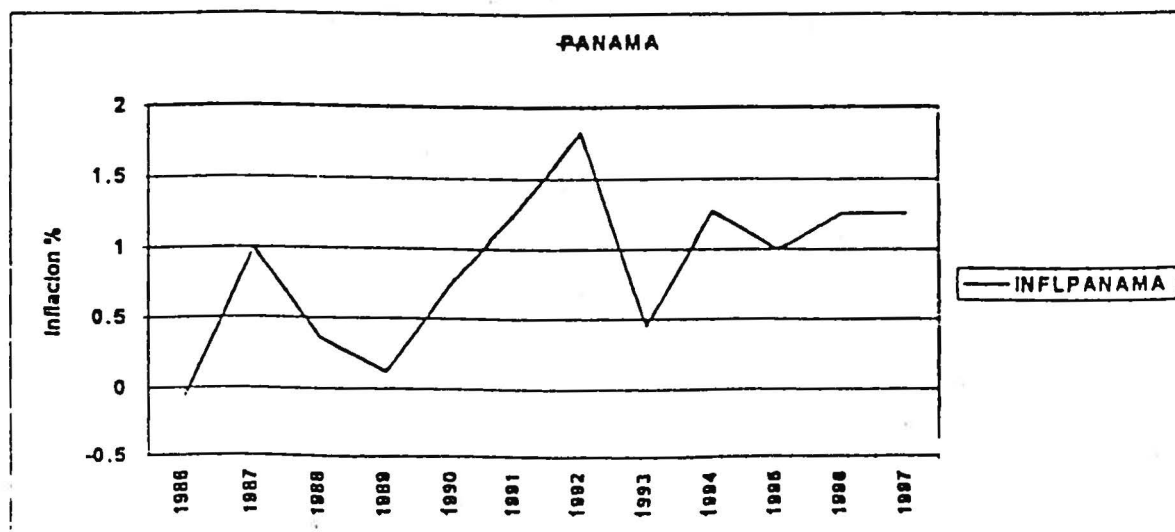
### Crisis

Una economía dolarizada mantiene la estabilidad de precios en medio de crisis tembles, aún de aquellas que pueden elevar el riesgo país drásticamente, porque el riesgo de la moneda no existe. Esto puede verse en el caso de Panamá, en donde, a fines de los ochenta y principios de los noventa, hubo una crisis política grave que terminó con la captura del presidente del país en una invasión de los Marines de los Estados Unidos. Como se ve en la siguiente gráfica, esto causó una fuga de capitales enorme por el aumento del riesgo de país, lo cual causó una contracción similar en el crédito.



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

Esta caída de depósitos, crédito y activos internacionales hubiera tenido lugar en cualquier país en el que una crisis así hubiera tenido lugar. Hubiera tenido como efecto aumentos dramáticos en la tasa de inflación. En Panamá, sin embargo, como se ve en la gráfica siguiente, la tasa de inflación se mantuvo en el rango de 0 a 1.5%.



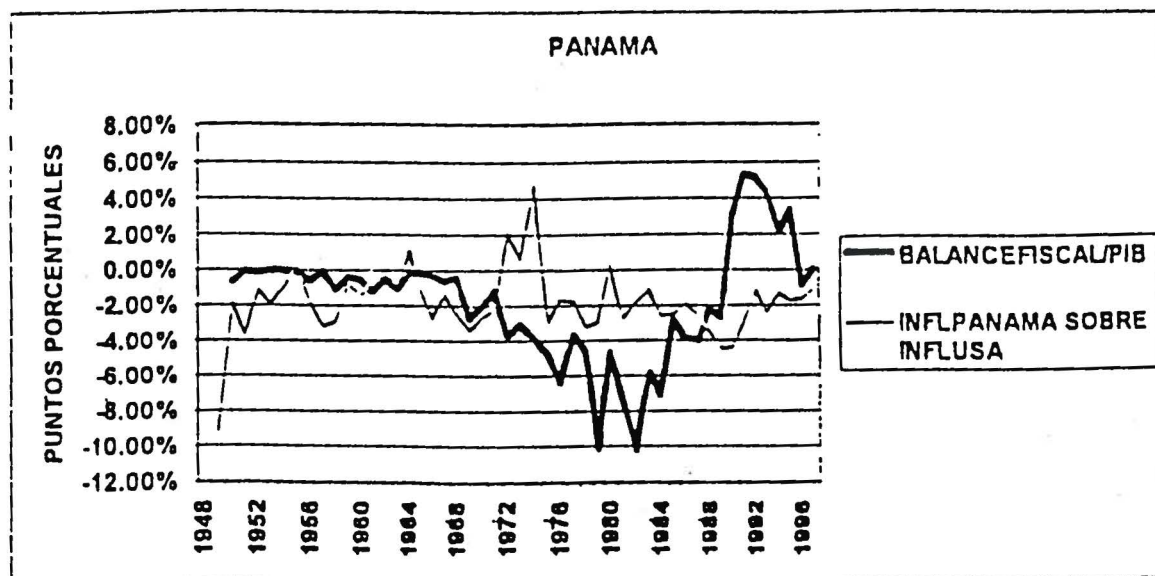
Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.



Los beneficios de tal estabilidad de precios son enormes. El dinero eventualmente regresó. Para mediados de 1991 los niveles de depósitos y crédito habían regresado a sus niveles de 1988. Y la economía volvió a su estado normal. Esto contrasta con las crisis mucho menos duras que han sucedido en otros países de América Latina — México, por ejemplo, o Argentina a principios de los ochenta — que han dejado a dichos países en círculos viciosos de inflación y devaluaciones. Por muchos años después, todos los esfuerzos de los gobiernos se han tenido que dedicar a estabilizar la economía, con políticas monetarias y fiscales altamente restrictivas. No es lo mismo salir de una crisis con 1.5% que con 40% de inflación.

#### Inmunidad de los precios a los problemas fiscales

La gráfica siguiente muestra cómo la tasa de inflación en Panamá ha sido inmune a los déficits fiscales. La gráfica compara los déficits fiscales (como porcentaje del PIB) con la diferencia de la tasa de inflación en Panamá con la de los Estados Unidos. Nótese que en 1976-1984 Panamá tuvo déficits fiscales que en otros países hubieran llevado a graves inestabilidades (la reciente devaluación brasileña fue causada por un déficit del 8%). Sin embargo, en ningún momento la inflación panameña fue mayor en más de 4 puntos que la de Estados Unidos.



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI.

Con esto yo no estoy arguyendo que es bueno tener déficits fiscales tan grandes, sino que los efectos de tenerlos son menos dañinos en países dolarizados que en países que tienen su propia moneda.

#### b) Predictibilidad

La credibilidad de la moneda vuelve predecibles algunas de las variables más importantes en la determinación de la inversión y el crecimiento. Con esto, se vuelve posible la planeación a largo plazo de los negocios y de las inversiones familiares. Del lado de los ahorrantes, la credibilidad se traduce en seguridad en el valor futuro de los ahorros de largo plazo — de pensiones y otros. Con la seguridad en el valor futuro de la moneda viene también una reducción en el costo del capital. Al bajar las tasas de interés, la inversión se vuelve más barata, tanto para las empresas como para las familias. Más gente puede poner



negocios, más gente puede comprar casas. En estas dimensiones, la dolarización es la mejor alternativa de todas.

#### c) Acceso a mercados

Hay ciertos mercados financieros que no existen y no puede pensarse que lleguen a existir en países latinoamericanos con una moneda propia porque funcionan sobre la base de los grandes números — tan grandes que no es razonable pensar que se van a desarrollar en economías del tamaño de las nuestras y sujetas a tanta inestabilidad. Estos incluyen los mercados de instrumentos derivados y los mercados de físicos. Todos estos mercados, y una gran cantidad de servicios financieros ahora disponibles sólo en los Estados Unidos, estarían disponibles en los mercados locales inmediatamente con una dolarización. Estas ventajas sólo se dan con la dolarización.

#### d) El señoriaje

El señoriaje es el ingreso que un país tiene por tener una moneda local. Cuando el Banco Central financia al gobierno, el señoriaje es igual a lo que el gobierno puede comprar con el crédito que de la nada crea el Banco Central, menos el costo de emisión del dinero local. En un país en el que el Banco Central crea dinero sólo contra la compra de dólares el señoriaje es la diferencia entre las tasas de interés que recibe al depositar los dólares menos el costo de emisión del dinero. Una economía dolarizada no tiene señoriaje, lo cual representa una pérdida frente a todos los sistemas que tienen moneda local. Esta ganancia de los otros sistemas, sin embargo, tiene que compararse con todas las pérdidas que en inestabilidad, costo de capital y riesgo cambiario tienen sobre la dolarización. Si se examinan los costos que la inestabilidad de precios ha traído a Latinoamérica, se vuelve claro que la estabilidad más que compensa por la falta de señoriaje.

#### e) ¿Una moneda latinoamericana?

Se ha mencionado la posibilidad de crear una moneda latinoamericana, con dos posibilidades. Una, que esté basada en el dólar, de la misma forma que el Peso Argentino. La otra es que sea como el Euro, emitida por un Banco Central Latinoamericano. La primera no es atractiva. Si se va a tener una moneda basada en el dólar, ¿Por qué no tener el dólar directamente? La otra no es viable en el corto plazo. En muchos años, no será posible poner de acuerdo a tantos países. Si se lograra, habría grandes problemas para decidir la política monetaria de Latinoamérica. Si esta decisión es controversial en un país, ¿Cómo lo sería a nivel latinoamericano? ¿Cuántos votos tendría Brasil, la economía más grande de la región? ¿Y México? ¿Y Venezuela? ¿Y qué políticas monetarias hubieran exigido de ese Banco Central en las crisis que sus déficits fiscales causaron en los últimos años? ¿Hubieran pedido que ese Banco Central se los financiara en medio de las crisis?

### VI. COMPARACION DE ALTERNATIVAS

En las páginas anteriores hemos analizado cómo la posibilidad de variar la tasa de cambio y tener política monetaria ha resultado en grave y prolongada inestabilidad macroeconómica en la América Latina, lo cual se ha traducido en:

- Crecientes dificultades en lograr que una devaluación nominal no sea neutralizada por aumentos en los precios y salarios, de tal forma que la política de devaluaciones no produzca un aumento real de la competitividad.

- Por ese motivo, las políticas macroeconómicas que acompañan a las devaluaciones han tenido que ser progresivamente más restrictivas, afectando el crecimiento no sólo a través de dichas restricciones sino también a través de introducir nuevas dimensiones de variabilidad en las condiciones macroeconómicas de los países.
- Esta variabilidad genera incertidumbre, lo que lleva a un acortamiento del plazo de planificación de los negocios en la región.
- Costos altos de capital, impulsados por altas tasas de interés y altos costos de transacción que se vuelven permanentes debido a la percepción del riesgo de devaluación por parte de la población.

Los párrafos anteriores no implican que estoy opuesto a cualquier devaluación. Hay casos, como México en 1982 y en 1995, y Brasil en 1999, en los que una devaluación es inevitable. Sin embargo, debe notarse que esos casos se han dado precisamente porque los países han tenido la posibilidad de tener políticas monetarias propias y la posibilidad de devaluar. Si los países no hubieran tenido la posibilidad de emitir dinero propio y de devaluar, esas crisis no se hubieran dado. Es decir, los sistemas de cambio flexible abren la puerta para que los problemas que las devaluaciones resuelvan tengan lugar. Es un círculo vicioso.<sup>10</sup>

Esto sugiere que para la América Latina es mejor tener regímenes que eliminen tanto la posibilidad de tener política monetaria como la posibilidad de devaluar, lo cual se logra completamente sólo con la dolarización. Hay, sin embargo, varios argumentos principales que se presentan contra esta idea, todas ellas sugiriendo que los gobiernos no deben renunciar a la posibilidad de manejar sus propia políticas monetaria y de cambio. Estos argumentos son:

- Primero, la posibilidad de choques externos. La mayor parte de los problemas de inestabilidad de Latinoamérica han tenido lugar por factores internos: el abuso de las políticas monetarias. Esto es cierto aún en los casos en los que los países han recibido choques externos. Los problemas de Rusia no hubieran afectado tanto a Brasil, por ejemplo, si éste país no hubiera tenido un déficit fiscal de 8% del PIB. Aún así, existe la posibilidad de que un choque externo desestabilice a una economía.
- Segundo, que hay choques internos que pueden estar fuera del control del gobierno, o que el gobierno no puede evitar que sucedan, tales como crisis bancarias y presiones políticas para subir los salarios.
- Tercero, que la dolarización contradice las consideraciones de la teoría del área óptima para una moneda, que establece ciertas condiciones para que sea óptimo compartir una moneda entre varios países. De acuerdo a los críticos, esas condiciones no se dan entre la América Latina y los Estados Unidos.
- Cuarto, que los países que renuncian a tener moneda propia renuncian a una parte importante de su soberanía.

En la siguiente sección reviso estas críticas. Luego resumo las ventajas de la dolarización sobre los otros sistemas.

---

<sup>10</sup> Como he dicho en la primera sección, estos problemas no se dan en otros países — principalmente los desarrollados — en donde las devaluaciones o apreciaciones continuas no tienen efectos catastróficos en las variables macroeconómicas.

## a) Críticas a la Dolarización

### 1) Choques Externos

En esta sub-sección analizo tres ejemplos de choques externos: baja de precios de productos de exportación expresados en dólares; aumento de los precios en dólares de las importaciones; y entradas y salidas bruscas de dinero caliente.

### 2) Baja de precios de productos de exportación

Ya he analizado esta posibilidad en secciones anteriores. Para conservar o recuperar el ingreso, hay que transferir recursos de las actividades afectadas a actividades más rentables en dólares. Los incentivos en una economía dolarizada apuntan en esa dirección. En una economía que devalúa para compensar la baja en el ingreso, hay incentivos para mantener la producción de los productos que se han vuelto menos rentables. La devaluación también genera incentivos para pasar recursos de los no transables a los transables — lo que genera tensiones en el mercado de trabajo similares a los causados en una economía dolarizada. La única diferencia en este sentido es que es más fácil transferir puestos de trabajo si el salario se ha reducido. Pero la maquinaria (un transable) se ha encarecido, las tasas de interés han subido, el poder de compra de los ahorros (la fuente de la inversión) se ha reducido, y hay inestabilidad en todas las variables económicas. Si los trabajadores logran compensar la devaluación, ésta se convierte sólo en un aumento de la tasa de inflación, y una nueva devaluación es necesaria. En el largo plazo, las economías con estabilidad de cambio se ajustan más suavemente.

### 3) Aumento de precios de importaciones

Este caso es simétrico con el anterior. La mejor estrategia en un caso así es dejar que el impacto de los precios relativos aumentados en dólares se transmitan inmediatamente a los precios internos. Eso es lo que hace un régimen dolarizado. El uso de política monetaria para acomodar la inflación transmitida ha probado ser fatal.

### 4) Entradas y Salidas de Dinero Caliente

Las entradas y salidas de dinero caliente se volvieron famosas con la crisis de México en 1994-1995. El desastre se atribuyó a ellas: primero entraron en grandes cantidades — incrementando la demanda interna a tasas excesivas — y luego salieron en forma igualmente masiva — contrayendo la economía local aún más violentamente porque el pánico convirtió en caliente mucho dinero que no lo era. La única solución que tenía México era devaluar para no perder todas las reservas. Esto es cierto. Pero la inferencia que eso demuestra lo bueno de un régimen flexible no lo es. El problema surgió porque México había tenido una expansión monetaria enorme en los meses anteriores, que provocó un boom de demanda que atrajo a los capitales calientes. Esto no hubiera pasado en una economía dolarizada o en una con caja de convertibilidad.

### 5) Choques Internos

#### Crisis bancarias

Las crisis bancarias son de dos tipos: de liquidez y de solvencia. Un banco puede estar ilíquido y solvente y otro puede estar líquido pero insolvente. Los Bancos Centrales pueden ayudar en las crisis de liquidez, que son por



naturaleza cortas, con crédito de corto plazo. Cuando una institución financiera está insolvente, necesita recursos reales, que el Banco Central puede transferir sólo creando dinero y causando inflación. Dependiendo de la gravedad de la insolvencia, ésta inflación puede tomarse en hiperinflación (como en Argentina a principios de los años ochenta). Luego toma años para estabilizar la economía. La solución correcta es cargar las pérdidas a los depositantes o, si no se puede, al fisco.

Es importante notar que la incertidumbre y la inestabilidad causada por las devaluaciones reales o potenciales crea un ambiente conducente a crisis financieras porque envuelve en una niebla confusa el análisis de proyectos. Las devaluaciones mismas han llevado a la quiebra a muchos bancos en la región por los riesgos de cambio en el sistema bancario.

#### **Presiones de alza de salarios**

Las presiones de alza de salarios se magnifican en una economía con devaluaciones. En la triste historia de América Latina, la mayor parte de las presiones salariales han sucedido como resultado de las devaluaciones.

#### **6) ¿Soberanía?**

Otro argumento muy citado contra la dolarización es la pérdida de la soberanía. Se pierde más soberanía cuando se le reducen los salarios a los trabajadores locales porque un gobierno lejano decidió rebajárselos a los suyos.

#### **7) ¿Area Optima?**

La teoría del área óptima dice que las economías que usan la misma moneda deben de tener características similares para que haga sentido tener la misma política monetaria. Las características de los Estados Unidos son tan diferentes de las de los países latinoamericanos que, dicen los críticos, que no puede pensarse en una moneda común. Cuando la economía de Estados Unidos necesite una tasa alta de interés, Latinoamérica puede requerir una tasa baja, y al revés.

Esta crítica es casi surrealista. La Reserva Federal de los Estados Unidos acaba de tomar unas medidas que se consideraron sumamente expansionistas — bajó las tasas de interés en 0.75%. En la América Latina eso ni se siente. Allí estamos acostumbrados a que las tasas varíen en 5 puntos en los países más estables — exceptuando a Argentina y Panamá — y en decenas de puntos en los demás.

#### **b) Resumen de Críticas al Cambio Flexible**

Las críticas a los sistemas de cambio flexible se pueden resumir en dos: una es, ¿Cuando el desarrollo? La otra es, ¿Hasta cuando el populismo?

#### **1) ¿Cuando el Desarrollo?**

En un régimen con moneda local, la tasa de interés se mantiene alta porque la gente tiene miedo de que la moneda se va a devaluar — como en Brasil antes de la devaluación. Cuando se devalúa, se mantiene alta porque se está devaluando — como en Brasil después de la devaluación. ¿Cuando, entonces, estarán baja? Cuando no se devalúa, la gente dice que hay que devaluar — como en Brasil antes de la devaluación. Cuando la moneda entra en devaluación continua, dice que hay que estabilizar la moneda — como en Brasil

antes de la devaluación. ¿Cuando habrá estabilidad? ¿Cuando se podrá planear a largo plazo?

## 2) Protección contra el Populismo

Esta es una ventaja decisiva de la dolarización. La inestabilidad tradicional de América Latina está enraizada en la posibilidad de usar de forma populista la política monetaria. Esta posibilidad no existe en el régimen dolarizado.

### c) ¿Quiénes se beneficiarían más de una dolarización?

La gente que más se beneficiaría de una dolarización son:

- Los pequeños, porque los grandes tienen manera de defenderse aún en regímenes con grandes tasas de devaluación e inflación, como México hoy día. Los grandes pueden pasar toda su contabilidad a dólares, como lo hacen todas las empresas grandes en países latinoamericanos con tasas altas de devaluación e inflación. Pueden también depositar sus ahorros líquidos en los Estados Unidos. Pueden pagar menos intereses tomando préstamos en dólares y hacer hedging por las posibilidades de devaluación. Nada de esto está disponible para los pequeños.
- Los agricultores e industriales, que verían sus costos de financiamiento bajar dramáticamente.
- Los deudores actuales, que con tasas menores de interés podrían pagar más cómodamente sus deudas — o, incluso, que podrían pagar deudas que ahora no pueden pagar.
- Los bancos, que, con tasas más bajas de interés, verían mejorar la calidad de sus carteras.
- Las familias, que podrían pagar sus casas a más largo plazo y a intereses más bajos, lo cual les dejaría cuotas más bajas. El dinero liberado podría usarse para comprar otras cosas o casas más grandes.
- Los ahorrantes de los fondos de pensiones, que ven seguro el valor de sus ahorros de largo plazo.
- La economía en general, que vería un aumento en el consumo popular con la baja de las tasas de interés.

### d) Resumen

En resumen, la dolarización presenta una ganancia neta para el país en muchas dimensiones. Es el régimen que más puede ayudar al progreso del país.

## CONSIDERACIONES SOBRE LA DOLARIZACION

MANUEL HINDS

FEBRERO DE 1999

## APENDICE



En este Apéndice muestro cómo la tendencia a responder a las devaluaciones con aumentos de precios generalizados aumenta en términos del tamaño del ajuste conforme la moneda se va devaluando. Lo calculando ~~recursivamente~~ la elasticidad de la inflación a la devaluación en el caso de México — es decir, calculando dicha elasticidad con los primeros trece datos, después con los primeros catorce, y así. Usé 281 observaciones de Enero de 1975 a Mayo de 1998.

La ecuación estimada fue:

$$\text{LNINFL} = C + \text{LNDEV}, o$$

Log de (1+inflación) = Constante + log (1+ devaluación)

Los resultados de la regresión con 281 observaciones fueron los siguientes:

EQ( 1) Modelling LINFL by RLS (using MEXGIVEDEV.xls)

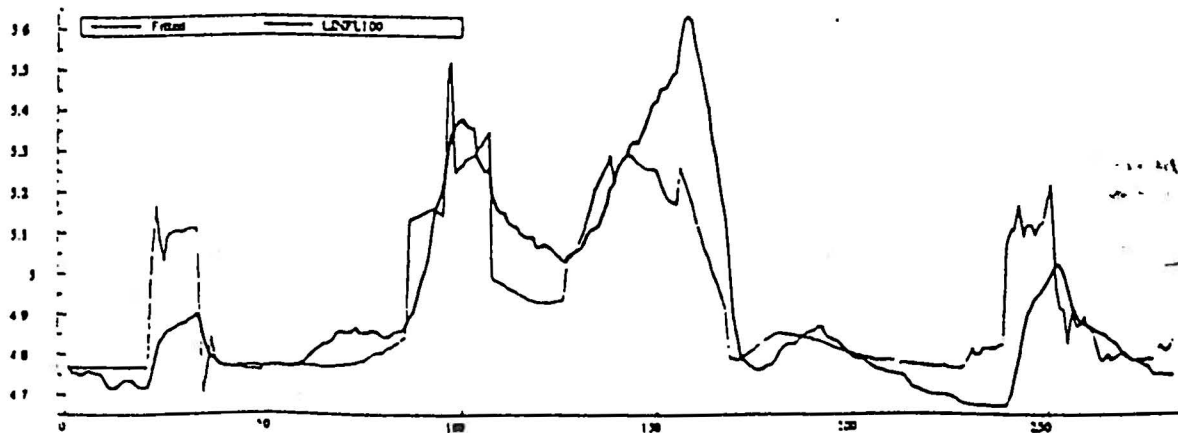
The present sample is: 1 to 281

Variable	Coefficient	Std.Error	t-value	t-prob	PartR^2
Constant	2.1643	0.12290	17.610	0.0000	0.5264
LDEV	0.56529	0.025118	22.505	0.0000	0.6448

R^2 = 0.644801 F(1,279) = 506.48 [0.0000] sigma = 0.136796 DW = 0.155

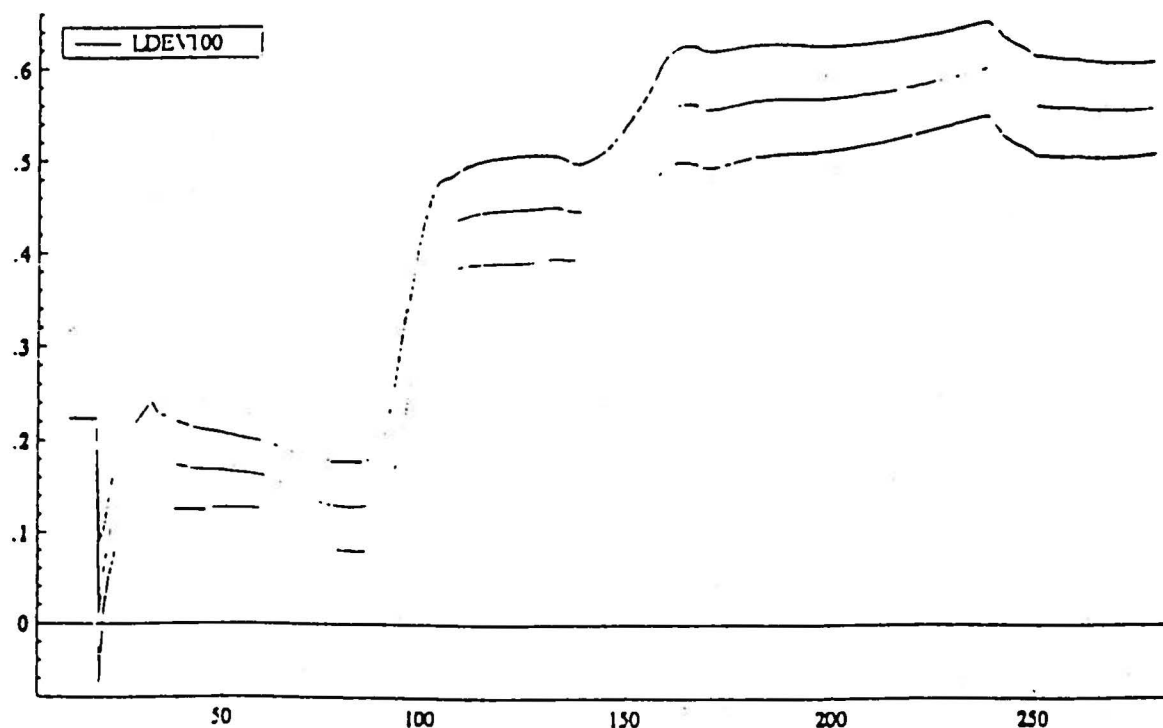
RSS = 5.22093231 for 2 variables and 281 observations

El coeficiente de LDEV (la tasa de devaluación) es 0.565, lo cual indica que la inflación sube a un 56% de la tasa de devaluación cuando se devalúa en México. Una elasticidad más alta indica que es más difícil lograr que las devaluaciones nominales sean reales. La gráfica siguiente compara la serie de inflación en la realidad con la estimada en la ecuación.





La gráfica siguiente muestra la estimación recursiva de la elasticidad de la tasa de inflación a la tasa de devaluación. En ella se muestra que era estable alrededor de 0.18 en las primeras 80 observaciones. Es decir, en esos años, la inflación subía sólo el 18% de la tasa de devaluación cuando se devaluaba. Luego, a principios de 1982, cuando México devaluó fuertemente, subió a alrededor de 0.45 y se quedó allí hasta la siguiente maxi-devaluación en 1986-87, cuando subió arriba de 5. Ya para entonces, la inflación subía más del 50% de lo que se devaluaba. Luego se quedó allí aún cuando la tasa de inflación cayó de 130% a mediados de 1987 a un dígito en 1994. Luego la tasa de inflación subió a 80-100% a mediados de 1995, y cayó a 12% al final de 1998. La elasticidad de la inflación a la devaluación no bajó, sin embargo. Se mantuvo alta aunque la economía estaba más estable.



Esto demuestra cómo la estabilidad se destruye en un momento, y luego tarda años y mucho trabajo para recuperarse.



## DOLARIZACION EN ARGENTINA

Steve Hanke

La devaluación del real brasileño ha inducido al presidente Carlos Menem a recomendar la dolarización de la economía argentina. La intención de ese salto es asegurar totalmente la estabilidad y la convertibilidad de la moneda.

La convertibilidad es un concepto sencillo. Significa que los residentes y no residentes de un país pueden cambiar moneda nacional por moneda extranjera. Pero hay muchas gradaciones diferentes de convertibilidad, reflejando hasta qué punto los gobiernos imponen controles al cambio y al uso de la moneda. Cuando se restringe la convertibilidad aumenta el riesgo financiero y también aumentan las tasas de interés. La razón es que la propiedad se convierte en rehén, sujeta a expropiación. Como resultado de esto, los inversionistas están dispuestos a pagar menos por cada dólar de probable ingreso futuro y el valor de la propiedad cae.

Los inversionistas con razón se ponen nerviosos cuando el gobierno considera imponer controles de cambio. En ese instante comienza la fuga de capitales. Los dueños de activos liquidan propiedades y sacan el dinero mientras lo puedan hacer. Contrario a la sabiduría popular, las restricciones a la convertibilidad no frenan la fuga de capitales sino que la promueven.

Están surgiendo amenazas a la globalización, la cual no es otra cosa que la liberalización de la circulación del dinero, mercancías y servicios a través de fronteras. Se piensa que el problema son los flujos de dinero caliente y el remedio es el control de cambio. Esa receta basada en un diagnóstico equivocado conduce al nacionalismo monetario y al tipo de caos mundial sufrido luego de la Primera Guerra. La única manera de evitar ese desastre es que los países en desarrollo unifiquen su moneda con una moneda fuerte. Eso se logra estableciendo un sistema de Caja de Conversión, como lo hizo Argentina en 1991, o reemplazando la moneda nacional por una moneda extranjera fuerte, dolarizando.

Una caja de conversión ortodoxa es una institución monetaria que emite monedas y billetes totalmente respaldados con reservas extranjeras y la moneda local es convertible a la moneda de reserva a solicitud del interesado y a un cambio fijo. Además, una caja de conversión ortodoxa no es prestamista de última instancia ni impone requisitos de reservas a los bancos comerciales, no compra ni vende monedas a futuro y sólo gana intereses sobre las reservas en moneda extranjera que deposita.

Sin embargo, las cajas de conversión no son totalmente seguras. Aunque la

Argentina se logró sobreponer a la crisis de 1995, la diferencia de intereses en créditos denominados en dólares versus aquellos en pesos ha variado de 0,5 puntos porcentuales a 4,4 puntos porcentuales en el último año, reflejando el riesgo del peso. La razón que la caja de conversión argentina se desvía de la ortodoxia: actúa como prestamista de última instancia, regula las reservas de los bancos comerciales y puede utilizar hasta un tercio de sus reservas denominadas en dólares para respaldar bonos emitidos por el gobierno argentino. Una caja de conversión ortodoxa no haría nada de eso.

Para perfeccionar la unificación de la moneda argentina con el dólar, el presidente Menem ha sugerido sustituir el peso por el dólar. Una dolarización oficial eliminaría las diferencias en las tasas de interés y el peso dejaría de circular. La Argentina podría fácilmente instrumentar una dolarización oficial reemplazando los pesos en circulación con dólares de sus reservas y ordenando que se cambie la denominación de todos los activos de peso a dólar.

Argentina requeriría unos 15.000 millones de dólares para reemplazar los pesos en circulación y gracias a la ley de convertibilidad tiene reservas de unos 24.000 millones de dólares.

No menos de 120 naciones han utilizado en algún momento la moneda de otro país. Hoy, el caso mejor conocido de dolarización es Panamá, que lo utiliza desde 1904. Pero además hay otros 27 países y territorios que no tienen una moneda nacional.

Hasta hace poco, la mayoría de los economistas rehusaban considerar cajas de conversión o la dolarización. Muchos simplemente insistían que un cambio fijo no es apropiado o que los hechos son diferentes. No hay nada nuevo en eso. Michael Polanyi concluyó en su libro "Conocimiento personal", publicado en 1958, que "la práctica normal de los científicos es ignorar toda evidencia que parece incompatible con el sistema aceptado de conocimiento científico". Ante el fracaso del cambio ajustable y el cambio flotante en Asia, Rusia y Brasil, la marea ha comenzado a cambiar.

*Steve Hanke es Profesor de economía aplicada en Johns Hopkins University y académico asociado del Cato Institute.*

Artículo traducido al español por la Agencia Interamericana de Prensa Económica (AIPE) para distribución en diarios de América Latina. Carlos Ball, director: Ball.AIPE@worldnet.att.net

| [Sede](#) | [Moneda y Banca](#) | [Publicaciones](#) | [Enlaces](#) |





## **MEXICO: PORTAL PARA LA DOLARIZACION EN AMERICA LATINA**

Judy Shelton

Si la imitación es el mejor elogio, Estados Unidos debería sentirse muy halagado de que México y Argentina estén hablando de dolarización.

Argentina adoptó el dólar como base de su propia estabilidad monetaria desde 1991, con un sistema de caja de conversión que garantiza una tasa de cambio de uno por uno, entre el peso y el dólar.

Eliminar el peso argentino del todo y cambiarse al dólar, como ahora propone el gobierno, parece ser el paso más lógico. El interés de México en algún tipo de unión monetaria con Estados Unidos es más delicado políticamente. Pero no se puede ignorar el creciente interés en una moneda confiable por parte de los mexicanos que han sufrido las terribles consecuencias de frecuentes devaluaciones. Una encuesta realizada el año pasado en Ciudad de México entre 1.400 personas reveló una preferencia de 6 contra 1 a favor de reemplazar el peso mexicano por el dólar.

Con la aparición del euro, como divisa común en 11 naciones europeas, sería temerario por parte de Estados Unidos ignorar las implicaciones de una moneda única en promover los intereses de las Américas. El Tratado de Libre Comercio de América del Norte ya ha vinculado a Estados Unidos, México y Canadá en un mercado común para bienes y servicios. Para el año 2005, el Area de Libre Comercio de las Américas se extenderá desde Alaska al Cabo de Hornos, incluyendo a 34 países y 750 millones de habitantes. Su PIB conjunto será de unos 9 billones de dólares, comparado con 8 billones de dólares para Europa, incluyendo a todos los 15 países miembros de la Comunidad Europea. Así que hay convincentes razones económicas y financieras para establecer algún tipo de unión monetaria en las Américas.

Sin embargo, Estados Unidos ha hecho muy poco para apoyar cualquier movimiento en esta dirección. ¿Por qué? Washington no está seguro de si será una carga o una ventaja proporcionar la divisa para un acuerdo monetario regional.

Desde los dolorosos últimos años del sistema monetario internacional de Bretton Woods, cuando Estados Unidos confrontó crecientes dificultades en mantener la paridad dólar/oro por los crecientes aumentos de gastos gubernamentales, las opiniones han sido diversas. Las tasas de cambio fijas y cualquier semejanza a un orden monetario internacional fueron abandonados a principios de los años 70. Estados Unidos se había cansado de ser el líder económico mundial y, en los días

finales de la guerra de Vietnam, confrontaba crecientes quejas contra su hegemonía geopolítica.

Comenzar a discutir una unión monetaria es revivir la controversia sobre si el dinero debe servir como una medida contable a través de las fronteras o si debe funcionar como un amortiguador para proteger a los países más débiles de un contacto directo con la competencia global. Como dijo un portavoz de la Secretaría de Hacienda mexicana en enero, la libre flotación del peso actúa como un "cojín" para la economía interna y da un máximo de flexibilidad para que los funcionarios del gobierno ejerzan un control discrecional sobre el futuro financiero de México.

No es entonces ninguna sorpresa que el gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz, esté buscando desanimar las discusiones sobre la dolarización al reiterar su compromiso con el actual sistema de libre flotación, a pesar de que la caída del peso en el transcurso de 1998 empujó la tasa de inflación a 18,6%, muy por encima de la meta oficial de 12%. Pero la creciente divergencia entre los funcionarios y la población es precisamente la razón por la cual el tema debe llevarse al debate público y deberá ser abordado en México por los principales candidatos en las elecciones presidenciales del año 2000. Tanto el Consejo Coordinador Empresarial como la Asociación Mexicana de Banqueros han apoyado una unión monetaria con Estados Unidos, que compra 85% de las exportaciones del país.

Lamentablemente, Estados Unidos está mostrando tanto falta de voluntad como de interés. El Congreso de Estados Unidos debe resolver sus contradicciones internas respecto al destino del dólar o arriesgarse a perder una oportunidad única para fortalecer el marco del libre comercio con sus vecinos, basado en un estándar monetario común.

¿Que pasaría si al rechazar una unión monetaria vemos luego que proceden a adoptar el euro? Se necesita por lo tanto liderazgo político, en todos los frentes. Los candidatos a la elección presidencial del 2000 en Estados Unidos también deben mostrar su visión económica en lo que podría ser el mayor logro en el hemisferio del siglo XXI. Imaginemos un enorme mercado de capitales que permitiría reunir recursos financieros para invertirlos en oportunidades productivas por todo el continente, sin riesgos cambiarios. Piense en lo que significaría para los que han sido víctimas de turbulencias monetarias, pensemos en tasas de interés más bajas y en mejores niveles de vida para todos.

México es la clave. México es el portal a América Latina y puede por lo tanto jugar un papel decisivo en el establecimiento de una base monetaria en apoyo de mayor comercio y mayor prosperidad para todas las naciones participantes. Estados Unidos ya debería estar enviando tanto un mensaje urgente como una amable invitación a México.

*Judy Shelton es Directora de Empower America, profesora de finanzas internacionales en la Escuela Superior de Liderazgo Empresarial Duxx y miembro del Consejo Editorial del Cato Journal.*





## COMO DOLARIZAR A ARGENTINA

Steve H. Hanke

La pieza clave de las reformas económicas de Argentina ha sido su sistema de cajas de conversión, implementado el primero de abril de 1991. Sin embargo, aunque la tasa de cambio entre el peso y el dólar se ha fijado en un dólar por peso, a menudo se especula que el peso será devaluado. Consecuentemente, existe todavía una diferencia entre los tipos de interés de los créditos en pesos y los de los créditos en dólares en Argentina. Durante el último año la diferencia los tipos de intereses en los créditos a 30 días ha variado entre 50 y 440 puntos básicos.

Para que la unión monetaria con el dólar sea perfecta, el presidente argentino Carlos Saúl Menem ha sugerido sustituir el peso por el dólar. Esta dolarización oficial eliminaría las diferencias en los tipos de interés entre el dólar y el peso. Un tipo de interés más bajo podría agregarle hasta dos puntos a la tasa de crecimiento nacional argentino y hacerla mucho menos variable. Aún si no se logra negociar con los Estados Unidos el compartir los ingresos en concepto de emisión de dólares, la pérdida de ingresos en concepto de emisión de pesos (0,2 por ciento a 0,25 por ciento del producto interior bruto) sería mucho más pequeña que las ganancias que se realizarían al eliminar el riesgo monetario, reducir los tipos de interés, y estimular el crecimiento económico más alto.

La dolarización es deseable. ¿Pero qué forma debería tomar? El gobierno de Argentina está considerando al menos dos posibilidades: la dolarización unilateral, que puede ocurrir sin un tratado con los Estados Unidos, y un tratado limitado bajo el cual Argentina podría recuperar parte de los ingresos que perdería al dolarizar y ganaría acceso para los bancos argentinos al sistema de ventana de descuento de la Reserva Federal como fuente de liquidez.

Personalmente, prefiero la dolarización unilateral, y lo antes posible. Los tipos de interés bajarían rápidamente y no se necesitaría ni la aprobación del gobierno estadounidense ni el involucramiento de la Reserva Federal. Argentina necesitaría cerca de 15 mil millones de dólares para reemplazar la base monetaria del peso con dólares--es decir, cambiar todos los pesos argentinos por dólares. Este cambio de divisas sería posible ya que, como consecuencia de la Ley de Convertibilidad, el Banco Central de la República de Argentina tiene actualmente alrededor de 24 mil millones de dólares en reservas.

La segunda posibilidad es un tratado limitado con los EE.UU., que permitiría que los bancos argentinos tengan acceso a la ventana de descuento de la Reserva Federal. Es o, para mí, dista bastante de ser lo ideal. Una razón es que, contrario a lo que la



mayoría de los economistas piensan, no es deseable tener a un banco central como prestamista de última instancia. Todos los rescates más costosos de sistemas bancarios han ocurrido bajo bancos centrales. De hecho, Argentina mantiene el récord del rescate bancario más costoso en proporción al tamaño de su economía: la crisis bancaria de 1980-82, que costó 55 por ciento del PIB.



Argentina ya tiene instalado un fondo de liquidez de 6.700 millones de dólares. La provisión clave del fondo, que fue establecido en diciembre de 1996, se denomina Programa Contingente de Pases. Bajo este programa, el banco central argentino tiene la opción de vender ciertos bienes domésticos por dólares a un grupo de bancos sujeta a una cláusula de recompra. Hasta octubre de 1998, 14 bancos internacionales estaban participando en el programa. Los activos subyacentes del programa de pases incluyen 6.200 millones de dólares en bonos del gobierno argentino denominados en dólares y hasta 500 millones de dólares en letras hipotecarias argentinas también denominadas en dólares. Consecuentemente, el programa puede proveer liquidez de emergencia, pero no es un sistema de prestamista de última instancia que, por su naturaleza, también le concede al gobierno la facilidad de inflar.

Combinado con la extensiva internacionalización del sistema bancario argentino (que efectivamente convierte a las oficinas centrales en prestamistas de última instancia de sus sucursales locales) los planes actuales para liquidez de emergencia son adecuados para un sistema dolarizado. Es más, la dolarización no previene que el gobierno sea un prestamista de última instancia: las autoridades fiscales del gobierno pueden prestarle a los bancos directamente. Es probable que los préstamos directos hechos por el gobierno sean más transparentes que aquellos concedidos por un banco central.

La dolarización oficial requeriría que la base monetaria--billetes y monedas más depósitos en pesos en el banco central de instituciones financieras--se intercambie por dólares. La dolarización puede empezarse inmediatamente y completarse en alrededor de 30 días. Una proyección de 30 días es realista; otros países han hecho reformas monetarias más complejas en menos tiempo.

El primer paso sería asegurar que las reservas líquidas del banco central sean por lo menos iguales a la base monetaria. Argentina satisface este requerimiento.

El segundo paso sería proclamar que el dólar reemplazará inmediatamente al peso como la unidad de cuenta; todos los salarios, precios, bienes y deudas en pesos se convertirán a salarios, precios, bienes y deudas en dólares a la tasa de un dólar por peso. Porque la tasa de cambio es de uno por uno, ningún período de transición sería necesario. No se permitiría ningún cargo de comisión por convertir los valores en pesos a su equivalentes en dólares.

Los depósitos bancarios y los créditos con tipos de interés fijo mantendrían los mismos tipos hasta que estos expiren, excepto que el principal y los intereses se pagarían en dólares. Los tipos de interés en dólares serían más bajos que los tipos en pesos justo antes de la dolarización. Los prestatarios podrán beneficiarse de intereses más bajos si pueden refinanciar sus créditos; de lo contrario, no estarían peor que bajo el sistema de cajas de conversión, porque pagarían en dólares cantidades

equivalentes a los mismos tipos de interés que si estuviesen pagando en pesos.

La dolarización causará cierta redistribución de ingresos: En general, los nuevos prestatarios en dólares pagarían menos y los prestamistas ganarían menos de lo que ganan ahora porque no podrán conceder créditos en pesos. Pero los prestamistas también se beneficiarían porque ya no habrá posibilidad alguna de una devaluación.

El gobierno también reemplazaría inmediatamente los depósitos de pesos en el banco central con activos denominados en dólares. En 1995 Argentina tomó un paso en esa dirección al mover los ajustes de pagos de cuentas en pesos en el banco central a una cuenta en dólares en un banco en Nueva York. Este nuevo paso simplemente completaría el proceso.

Los pesos en moneda y billetes en circulación serían retirados; la mayoría deberían ser retirados durante el período de transición. La rapidez con que se pueda hacer esto depende de cuán rápido el banco central pueda obtener dólares. Una vez que empiece el retiro de los billetes de peso, no se le permitiría a los bancos cobrar comisiones por reemplazarlos por dólares. Finalmente el gobierno tendría que reorganizar el banco central para que actúe solamente como regulador de las instituciones financieras y como monitor de estadísticas financieras.

Algunas personas piensan que la dolarización, de adoptarse, debería ser solamente una medida temporal. No obstante, la experiencia histórica indica que un proceso de dolarización, realizado de la manera aquí descrita, debe ser permanente. Propongo dejar que los argentinos usen cualquier moneda, pero que prevengan que el gobierno vuelva a distribuir una moneda de nuevo. Para Argentina, un país con una historia de hiperinflación, la moneda emitida por el gobierno casi siempre ha sido una maldición.

*Steve H. Hanke es Profesor de economía aplicada en Johns Hopkins University y académico asociado del Instituto Cato. Este artículo se publicó originalmente en el Wall Street Journal el 19 de febrero de 1999.*

| [Sede](#) | [Moneda y Banca](#) | [Publicaciones](#) | [Enlaces](#) |