

Globalización y régimen cambiario: ¿Tiene sentido dolarizar?*

Guillermo Calvo**

Introducción

El tema de la exposición es globalización y régimen cambiario. En primer lugar, se tratará de hacer un aporte a la comprensión del concepto de globalización. Luego se hará especial énfasis en el régimen cambiario, puesto que, a pesar de no ser necesariamente lo más importante dentro de la organización de un país, es un tema que siempre se hace presente, y es una de las pocas variables o instituciones sobre las que se tiene control. Además, es sabido que existe un movimiento hacia la dolarización en algunos países, liderados por la Argentina. La idea de dolarización podría parecer absurda si se piensa en abstracto, por fuera del contexto de la globalización.

Globalización

Empezaré la exposición haciendo algunas observaciones generales. En primer lugar, caracterizaré y definiré el término globalización. Desde 1989, por globalización debe entenderse *globalización financiera*. Valga decir, por el acceso de los países emergentes al mercado de capitales de una manera peculiar e inusual, a través del mercado de bonos. Ello no sucedió en los años setenta, ni mucho menos en los ochenta, década en la que la región fue excluida, por decirlo así, del mercado de capitales. El mercado de bonos surge, en parte, debido al desarrollo de los bonos Brady. El punto

* Se agradece la colaboración de Guadalupe Bedoya en la transcripción y corrección de la versión magnetofónica de la conferencia.

** Director, Center for International Economics, Universidad de Maryland.

que se desea resaltar es que la globalización reciente no sólo significa un mayor acceso al mercado de capitales, sino también un acceso bajo condiciones que no se habían visto en esta parte del mundo desde los años veinte o treinta.

Después de la Segunda Guerra Mundial el capital que ingresó a América Latina era básicamente de carácter oficial. En los años setenta es un capital liderado por el sistema bancario. En los años noventa reaparece el mercado de bonos. Este desarrollo reciente ha cambiado la naturaleza del juego.

Por un lado, tratar con los tenedores de bonos es diferente a tratar con bancos, en virtud a que no existe un mercado secundario para este tipo de préstamos bancarios. En la actualidad el país es “testado” a través del mercado secundario de bonos. Las economías están sujetas al examen diario por parte de los inversionistas.

De otra parte, el mercado de capitales opera con base en información muy limitada. No se quiere decir con ello que exista un problema fundamental, que impida el funcionamiento de dicho mercado. El mercado de capitales funciona así, porque no es viable que todos los agentes tengan información sobre todos los países o firmas en las que invierten. Ello conlleva que la mayoría de los inversores no sepan bien de qué se trata aquello en lo cual invierten. Más bien, siguen de cerca las recomendaciones de aquellos que sí saben, y los que sí saben son muy pocos. Alternativamente, los que no saben siguen los precios de mercado, aspecto bien interesante, que merece ser enfatizado.

El mercado de valores es una especie de fábrica que, entre otras cosas, provee información. Un ejemplo es el riesgo-país –la diferencia entre la tasa de interés que, por ejemplo, paga por un bono el gobierno de un país y la tasa de interés que paga el gobierno de Estados Unidos por un bono similar–. Esos números, que cualquier persona puede leer, están disponibles en la Internet minuto a minuto, y nos dan información acerca de lo que piensa el inversor promedio acerca de cualquier país. Así, existe la información directa que obtiene la persona no experta de parte del experto, y la información indirecta que se obtiene a través del mercado de valores, jugando un papel prominente el llamado riesgo-país. El problema que tiene ese mercado es que, dado que está basado sobre información imperfecta, se presta a la existencia de rumores. Este tipo de imperfecciones no es

exclusivo de los mercados emergentes, ya que también se presenta en mercados como el de los Estados Unidos.

Recientemente, por ejemplo, corrió el rumor de que la Argentina iba a devaluar. La Argentina tiene una caja de conversión que está sustentada en una ley del Congreso, por la cual un peso es igual a un dólar, y devaluar no es una cuestión que pueda decidir fácilmente el ministro de Economía. ¿Sería razonable esperar que se abandone la paridad mediante un decreto especial del mismo Presidente que se hizo famoso por haber parado la inflación utilizando ese mecanismo? Puesto que no hay ningún problema financiero en Argentina que fuerce al banco central a devaluar, el rumor no tenía sustento. Sin embargo, el mercado lo tomó en serio. Las tasas de interés subieron fuertemente en Argentina y en Brasil, e interpreto que también tuvo efectos en Colombia. Es decir, los rumores pueden tomar validez, cuando se está en un mundo como el descrito con anterioridad. Esto sucede porque los que mueven el mercado no son los cuatro o cinco centros que conocen bien los países. Somos todos nosotros, el inversor anónimo que a veces responde a un rumor porque la base de su información es muy limitada.

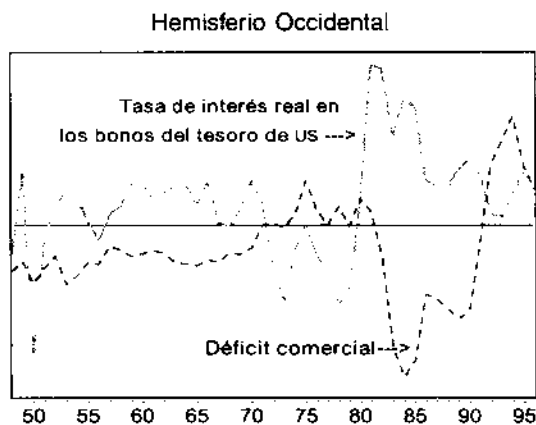
Se mencionó el caso argentino, porque es sorprendente que ese rumor haya tomado vuelo cuando los tres partidos políticos importantes salieron a decir, una y otra vez, que defendían el régimen de convertibilidad. Si la devaluación no tenía apoyo político, el rumor no tenía sentido, dada la historia reciente de la Argentina. Sin embargo, el rumor llegó a tener peso, y se necesitó más de una semana para convencer a la gente que no iba a ocurrir esa devaluación. A pesar de todo, las tasas de interés han quedado más altas que las vigentes al momento en que ese rumor corrió. Ése es el mundo en el que los países se están moviendo, y en ese contexto es donde tenemos que pensar cualquier problema, en particular, cualquier tema de política económica, muy principalmente el de la tasa de cambio. Y esa inestabilidad es la que ha llevado a un país como la Argentina a tomar seriamente el proyecto de dolarización.

Factores externos

Comencemos por analizar las condiciones iniciales. La dolarización para América Latina (AL) no es una idea nueva. Tanto en esta región como en

Asia, los factores externos siempre han jugado un papel importante. Nos referimos no solamente a los factores externos que se tenían en cuenta en el pasado, en particular los términos de intercambio. Sin desconocer la relevancia de éstos, hoy día la política monetaria de los países desarrollados cumple un papel determinante en el desempeño de nuestras economías. Así, por ejemplo, la evolución de las tasas de interés en los Estados Unidos adquieren particular relevancia para la región (Ver gráfico 1).

Gráfico 1 El papel de los factores externos



El contagio

Otro aspecto externo importante para los países de AL es el contagio. Nuestros mercados de valores están altamente correlacionados. Es el caso de Argentina y México, a pesar de que estos países no comercian entre sí y tienen muy pocas relaciones financieras. En este sentido, es posible que un país de AL lo haya hecho todo bien, pero si se presentan problemas en otra parte de la región, eso le puede hacer daño.

El tema del contagio es, quizás, el más fascinante de todos los mencionados. Si uno simplemente dice que existe el contagio, y que los mercados funcionan de manera caótica, entonces se deduce una implicación de política económica muy grave: no dejar que ese mercado funcione. Si se piensa que la fuente de los problemas de AL está en el mercado de capitales,

se volverá a la América Latina de antes: esa que creíamos haber superado. Por eso es tan importante entender estos fenómenos. Aunque no pretendo tener una explicación completa, voy a compartir con ustedes algunas ideas que están surgiendo sobre las razones del contagio en América Latina.

En primer lugar, América no tiene, quizás con excepción de Colombia, lo que en inglés se denomina *track record*. No existe un muy buen historial. Incluso si en ocasiones algunos países cuentan con buena reputación, ella no necesariamente es extensiva a los partidos políticos que toman las riendas. Por ejemplo, en la Venezuela actual, ¿qué compromiso significa Chávez? Ello es muy difícil de evaluar, lo cual en sí mismo es un problema.

En países como los asiáticos, que fueron considerados exitosos durante muchos años, se presenta un problema diferente: su desempeño no puede ser atribuido exclusivamente al mercado. Se trata más bien del éxito de un sistema que tenía una presencia gubernamental importante, especialmente en el sector financiero. ¿Qué sucede cuando las autoridades pierden control sobre ese sector donde habían intervenido de manera importante? Se genera una enorme incertidumbre. Un buen ejemplo es Indonesia, ahora que quebraron varios de sus bancos. Anteriormente, cuando estaba Suharto, se sabía que existían unos cuantos bancos cuyos propietarios eran parientes o amigos. Si bien eso era malo en cierta dimensión, desde el punto de vista del inversor, era bueno, ya que al menos tenía alguna certidumbre acerca de las reglas del juego.

En el caso de Colombia, el inversor se enfrenta con el problema de las negociaciones de paz. Aunque es evidente que es bueno alcanzar una paz negociada, desde el punto de vista del inversor, hay un aspecto negativo: no sabe bien cuál va a ser la nueva Colombia. Todo el mundo sabía cómo era la Colombia de antes. Tenía problemas, pero era más o menos predecible.

De repente, como consecuencia de la reciente crisis, el conocimiento que se tenía de los países se volvió obsoleto, en AL, porque se decide tomar un camino que no se había tomado antes; se destacan las transiciones políticas mediante las cuales desaparecen las dictaduras militares en el Cono Sur. Sin embargo, nadie sabe con seguridad cuán sostenibles son los actuales equilibrios políticos. En el Asia el conocimiento se volvió obsoleto; ya que todo lo que allí era predecible desapareció. Por ejemplo, en Corea los grandes

conglomerados han perdido peso. Pero, ¿lo han perdido totalmente? Subsisten enormes interrogantes al respecto.

Existe otra explicación de por qué el mercado puede saber relativamente poco acerca de los países de nuestra región, la cual tiene que ver con que existen economías de escala en la información. A un analista de mercado le cuesta más o menos lo mismo seguir la economía paraguaya que seguir la economía norteamericana. Tal vez, la paraguaya sea más difícil de seguir, porque, de repente, además de la problemática económica, en cualquier instante puede presentarse un golpe militar, situación que en Estados Unidos es muy improbable. Si los inversionistas quieren conocer acerca de la macroeconomía de un país tienen que recolectar los mismos datos en Paraguay que en Estados Unidos, a pesar de que Estados Unidos es un país mucho más grande. Habiendo costos fijos, es muy probable que el mercado termine sabiendo mucho menos de Paraguay que de Estados Unidos; mucho menos de los países de AL individualmente que de Estados Unidos; mucho menos acerca de cómo va a operar el banco central de Colombia que acerca de lo que va a hacer Greenspan, a quien toda una profesión vigila de cerca. Por ello, si a alguien se le ocurre decir “la Argentina va a devaluar”, lo cual carece de fundamento, esa idea toma fuerza y es muy difícil deshacerse de ella.

Dolarización

Una de las ventajas de la dolarización es que hay una variable muy importante para el analista que evalúa un país, que pierde toda relevancia en una economía dolarizada: la tasa de cambio. En consecuencia, en cierto sentido, la dimensión de ese país se hace más grande. Panamá, por ejemplo, está en el área dólar. Se sabe que tendrá los problemas del área dólar, pero no tiene los problemas del Balboa, moneda que si bien existe, no tiene ninguna relevancia. Cambios que aumenten la dimensión geográfica del análisis, que exijan menos información sobre nuestros países, pueden ser útiles.

Es importante resaltar que en muchos países de AL la dolarización ya ha sucedido. Hay dos tipos de dolarización: una, de la que todo el mundo habla, son las cuentas en dólares. Es lo que yo llamo dolarización de activos. Otra, a la que no se ha dado suficiente importancia en la literatura de

currency substitution (sustitución de moneda), es la dolarización de los pasivos.

A manera de ejemplo, se podría decir que Colombia es un país donde no existe dolarización: no hay depósitos en dólares en montos importantes y, en general, el dólar no circula como moneda. Pero eso no quiere decir que las firmas colombianas y el gobierno no hayan pedido prestado en dólares. En la medida en que se presenten déficit de cuenta corriente que no sean financiados con inversión extranjera directa, se generarán préstamos. En Colombia, tanto el gobierno como las firmas colocan bonos en el exterior; bonos que hay que expresar en dólares o en alguna moneda extranjera. Este fenómeno de dolarización de pasivos, muy común en AL, es el que más me preocupa. La crisis de Indonesia, por ejemplo, está muy relacionada con los préstamos en dólares a corto plazo de las empresas. Se devalúa la moneda y los agentes que habían pedido prestado en dólares no pueden pagar, así de sencillo. En la medida en que este fenómeno sea importante, los bancos centrales temen devaluar. Así, aun aquellos países de AL que poseen tipo de cambio flotante, no lo dejan variar.

¿Por qué ocurre la dolarización de pasivos? En aquellos países que aceptan depósitos en dólares, por ejemplo Perú, se imponen restricciones al sistema bancario. En particular, si captan en dólares, deben prestar en dólares. El problema radica en que el sistema bancario presta en dólares, pero se los presta a un sector que, en general, no produce en dólares. Nosotros hicimos un cálculo para el Perú: el 80% de los préstamos iba al sector de no transables. Si llega a presentarse una devaluación, obviamente habría problemas.

Ante la existencia de un tipo de cambio flotante, se le dificulta al inversor extranjero la evaluación de la rentabilidad de su préstamo, cuando éste se denomina en pesos. Si alguien va a pedir un millón de dólares afuera de Colombia, entonces el acreedor, si presta en pesos, tiene que volverse un experto en cuanto a la tasa de cambio en Colombia. Ésa es una razón por la cual los préstamos que se reciben del exterior se expresan en dólares. Adicionalmente, existe un problema de información asimétrica y de incentivos. Si todos los préstamos que toma Colombia en el exterior estuvieran denominados en pesos, una devaluación podría tornarse irresistible para el gobierno. El inversor extranjero trataría de cubrirse ante este tipo de incentivos y, en consecuencia, pondría un costo altísimo a ese tipo de operaciones de crédito.

Sintetizando, muchos países de AL ya tienen dolarizados los activos, y todos ellos tienen dolarizados sus pasivos. Además, AL va a seguir necesitando ahorro externo porque ésta es un área que ahorra muy poco, y si quiere crecer necesitará tener déficit en cuenta corriente. Ello indica que va a continuar la dolarización de pasivos. Valga decir, AL no va a poder aislarse fácilmente de la dolarización.

La pregunta es: ¿Para qué sirve el tipo de cambio fluctuante en ese contexto? Por supuesto, que sirve para algo; a ese tema me referiré más adelante. Quisiera destacar otro aspecto que ha saltado a la luz de las crisis recientes. A saber, los bancos centrales hiperactivos se han convertido en parte del problema.

En los gráficos 2 y 3 se muestran los casos de México y Tailandia, respectivamente. Al observar las cuentas del banco central de México (la base monetaria, los créditos del banco central y las reservas internacionales) se deduce que la crisis no fue generada por una caída de la demanda de dineros —es decir, por una corrida contra el peso mexicano—, sino por un incremento del crédito por parte del banco central. Las razones para que ello haya sucedido son varias, incluido el hecho de que México tenía un sistema financiero débil. Si se tiene una política monetaria enfocada a defender al sistema financiero, entonces el banco central se transforma en un arma peligrosa, por cuanto se convierte en el instrumento por el cual se pierden las reservas. Como si fuera poco, el problema financiero de México no se arregló. Sigue igual a lo que era antes, si es que no ha empeorado.

En el caso de Tailandia (gráfico 3), los activos externos del banco central se desploman al momento de la crisis. Tailandia es un país que tomó préstamos de corto plazo de bancos japoneses, los cuales se destinaron a instituciones que financiaron al sector de la construcción. De repente, hay problemas financieros en el área. Quienes tenían depósitos en las instituciones financieras los retiran. A fin de evitar quiebras, el banco central otorga crédito a las instituciones financieras. Lo puede hacer porque en dicho país no hay ninguna regla firme del banco central, institución que sí es implícitamente responsable de la salud del sistema financiero.

Estos ejemplos muestran cómo la política monetaria se vuelve muy pasiva en países donde dicha política intenta solucionar problemas que no son monetarios, sino de tipo fiscal. Para lograr este fin se utilizan las reservas.

Gráfico 2 Crisis de México
(expansión del crédito del banco central)

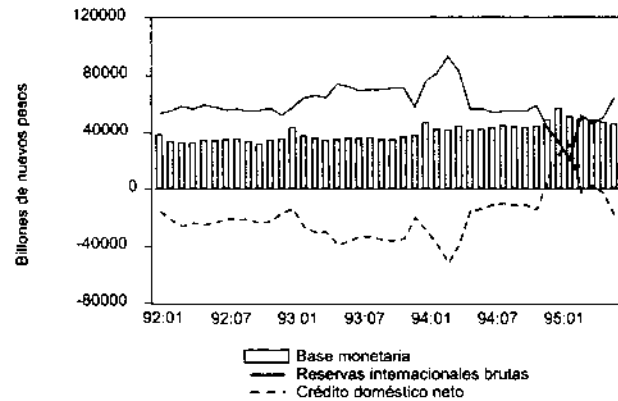
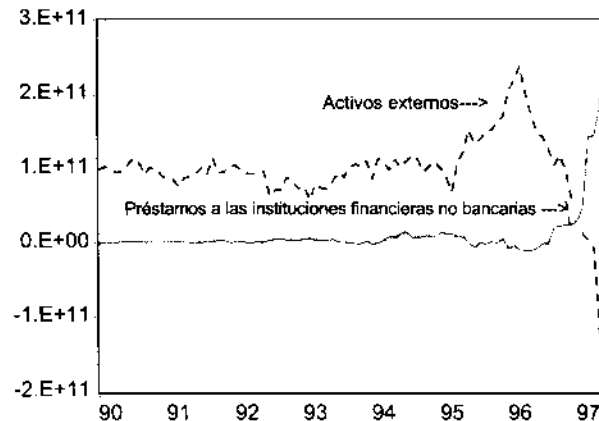


Gráfico 3 Crisis de Tailandia. Crédito y activos externos

Banco central de Tailandia. Variaciones nominales 12-meses



Luego, la tasa de cambio se desestabiliza. La experiencia de los países emergentes es que la tasa de cambio es un instrumento que no necesariamente contribuye a la estabilidad. Más bien, refleja las tensiones internas. Que el gobierno tenga la libertad de decir “yo puedo salir a arreglar las cosas con medidas puramente monetarias” puede contribuir a agravar el

problema, ya que si el sector financiero sabe que tiene un prestamista de última instancia, actuará de manera diferente a si no lo sabe.

Críticas a la dolarización

A continuación me referiré al debate sobre el tema del tipo de cambio en general, y sobre la dolarización en particular. Se analizarán los argumentos en contra de la dolarización y del tipo de cambio fijo (donde la dolarización es un caso extremo de este último), argumentos que llamo *dollarization blues*.

Algunos analistas afirman que existen *shocks* asimétricos: cuando Estados Unidos está en expansión, AL puede estar en recesión. En consecuencia, la política monetaria que funciona para Estados Unidos no es efectiva para nosotros. Si a eso se le suma el hecho de que hay inflexibilidad de salarios, entonces potencialmente se puede generar mucho desempleo. El segundo punto que se menciona es la ausencia de un prestamista de última instancia, ya que en el caso de la dolarización extrema, el banco central no puede producir los dólares. Más adelante se retoma este tema.

El tercer punto, que considero muy relevante, pero que no creo que se aplique únicamente a la dolarización, es lo que Irving Fisher llamaba *debt deflation*. Este fenómeno es muy relevante en este momento para Colombia y para el resto de AL. Se presenta cuando se fija la tasa de cambio y, de repente, sobreviene una recesión fuerte causada por otras razones (p. ej., un recorte del crédito internacional o incertidumbre sobre el proceso de paz en Colombia). En ese caso, el inversionista se queda esperando a ver qué va a pasar. Esto reduce la demanda agregada, y hace que caigan los precios de ciertos bienes como la construcción. Así, se desploma el precio de la construcción, inversión que se había hecho en función de tasas de interés que cuando se fijaron eran razonables, pero que ahora resultan impagables.

Para Fisher, esta dinámica permitía explicar la profundidad de la depresión de los años treinta. Esto vale la pena enfatizarlo, porque usualmente no se enseña en los cursos de macroeconomía. Siempre se habla de Keynes y muy poco de Fisher. Sin embargo, me parece que Fisher es mucho más relevante para los países latinoamericanos o, por lo menos, tan relevante como los planteamientos keynesianos.

El problema actual para AL es el siguiente: si los precios caen, la dolarización y el tipo de cambio fijo complican la situación. No obstante, es necesario mencionar algunos hechos de manera que no se tome demasiado en serio esta crítica a la dolarización. En AL se tiene aversión a las fluctuaciones de la tasa de cambio. Por ejemplo, cuando empieza la crisis rusa, Chile sufre, como todos nuestros países. Aunque había mucho espacio para incrementar la tasa de cambio, se decide *bajar* el techo de la banda cambiaria. Los países de AL no quieren dejar variar mucho la tasa de cambio, porque temen que esas fluctuaciones quiebren la economía. En consecuencia, la forma reducida es que son tasas de cambio con pocas fluctuaciones; y el caso extremo es el de una tasa de cambio inamovible.

En AL los precios de la construcción han caído entre un 30% y un 40%. Para solucionar este problema con una devaluación, se tendría que devaluar alrededor del 40%, y probablemente más para que se incrementen todos los precios. De esta manera, en términos nominales, el inversor del sector construcción podría pagar la tasa de interés, si es que tomó su crédito en pesos, y el mismo no está indexado. Éstas son devaluaciones espectaculares, que nadie hace. Los países de AL devalúan levemente, en una forma muy tímida, que no arregla el problema de Fisher. Por ejemplo, Chile hizo el anuncio de un salvataje a las firmas; para eso pidió prestado mil millones de dólares. Ello a pesar de que, en principio, tiene un tipo de cambio flotante. Argentina también tiene el mismo problema, y el tipo de cambio es super fijo.

Problemas de la tasa de cambio flotante

Se ha repasado la lista de temas que se mencionan al criticar la dolarización. También hay críticas a las tasas de cambio fluctuantes (*floating blues*), las cuales vale la pena mencionar. Hemos señalado varias veces que la dolarización de pasivos dificulta la adopción de una tasa de cambio fluctuante. Cuando existe dolarización de pasivos, la cual está bastante generalizada, y el tipo de cambio es fluctuante, lo que significa que no hay un compromiso de mantener la tasa de cambio, los inversionistas saben que así las autoridades toman a la devaluación, hay margen para devaluar. Esto hace que se mantengan elevadas las tasas de interés. En la medida en que casi siempre se hace un ajuste cambiario parcial —valga decir, las devaluaciones no se hacen limpias—, queda el riesgo de que se tenga que volver a devaluar. Así, las tasas de interés no bajan.

En muchas ocasiones se promueve la devaluación, creyendo que aumenta la competitividad del país. Ésa es una afirmación totalmente parcial, ya que una firma toma decisiones intertemporales. Para producir, no sólo le importa el costo del trabajo y los servicios (de su país); también le importa la tasa de interés. Si al devaluar no disminuye la tasa de interés, la situación competitiva del país puede empeorar. Esto se puede ilustrar con el caso de Asia. Cuando Corea devalúa en más del 100%, se le seca el mercado de crédito en un grado tal que pierde el crédito de corto plazo para comerciar. Es tal el problema, que el G-7 le otorga una línea de crédito para que pueda exportar. Después de las grandes devaluaciones, Asia no exportó más. Las exportaciones solamente se recuperan ahora, cuando reaparece el crédito.

Brasil devaluó el 100% y se creía que inundaría a la Argentina con sus productos. Sin embargo, cayeron las exportaciones de Brasil, en parte, debido a que no había crédito para exportar. Si se pudiera devaluar y bajar las tasas de interés, dejando de lado la dolarización de los pasivos, tal vez, serviría la devaluación, pero esto no es fácil de hacer.

Aún no se sabe el final del caso brasileño, quizás el más cercano al éxito. Las tasas de interés están por encima del 20% y descienden muy lentamente, a pesar del apoyo internacional y de la buena voluntad por parte de Wall Street. Además, en la Argentina, después del rumor de devaluación volvieron a subir las tasas de interés en Brasil. En seguida, tuvieron problemas y perdieron reservas, en la medida en que las tasas de interés que querían cobrar y pagar no atrajeron a ningún comprador. De hecho, la subasta quedó desierta al menos por uno o dos días. Así, la flotación de la tasa de cambio en sí misma no ayuda a resolver este problema.

En la medida en que se sepa que los países de AL no dejan flotar la moneda lo suficiente, existe el llamado *peso problem*. Las tasas de interés van a ser altas. Si se mira dónde están las tasas de interés más bajas de la región, dónde se puede pedir prestado para financiar inversiones de largo plazo en construcción, etc., es en Panamá. Panamá no tiene el problema del contagio. Nadie está hablando de crisis en Panamá. Tiene problemas muy serios, pero no el tipo de problemas a que me he venido refiriendo.

Devaluaciones contractivas

A continuación, se mostrará la importancia de la inflexibilidad de los salarios en el marco de una devaluación. La experiencia de AL muestra que las devaluaciones son contractivas o están asociadas con contracciones. La última devaluación de Colombia no ayudó a reactivar la economía. Los trabajos empíricos para AL no muestran una relación positiva entre la actividad económica y la devaluación. Si se observa alguna relación, ésta es negativa. Este tema ha sido estudiado por Sebastián Edwards. En países avanzados es diferente. Mi explicación es que los países de AL son muy dependientes de la financiación externa. Al devaluar, se presenta el problema del descalce a través de la deuda. En todos los episodios de crisis cambiaria ha habido recesión. Quizás la situación hubiera sido peor sin devaluaciones, pero éstas no pudieron evitar la recesión.

En una economía dolarizada o con tipo de cambio fijo, ¿existe alguna otra salida? Sí, existen otras, como las fiscales. Miremos una de ellas, tal vez, la que menos nos gusta: se podría implementar un arancel uniforme sobre las importaciones acompañado de un subsidio a las exportaciones. Esto es, finalmente, lo que hace una devaluación. Como no se ha tocado el mercado de capitales, las tasas de interés van a seguir siendo bajas. Así, se obtienen todos los beneficios que se buscan con una devaluación. La aplicación de esta política es difícil, debido a compromisos internacionales —aunque la OMC permite hacer esto cuando un país enfrenta problemas de balanza de pagos—. Lo interesante de esta política es que si hubiera equilibrio entre las importaciones y exportaciones, el costo fiscal sería cero. En el caso típico latinoamericano, en el que las importaciones superan a las exportaciones, se generaría un superávit fiscal.

La anterior no es la única manera de hacer las cosas. Se puede, por ejemplo, subsidiar el trabajo. Esta alternativa puede resultar más costosa, por cuanto habría que encontrar fuentes de financiamiento. Lo que quiero recalcar es que la tasa de cambio no es el único instrumento. Existen instrumentos fiscales para arreglar estos desequilibrios, en caso de que llegaran a ser importantes. Me parece que se trata de instrumentos más prolijos, ya que una tasa impositiva es algo que se puede controlar, mientras que en presencia de incertidumbre la tasa de devaluación es muy difícil de controlar.

Prestamista de última instancia

Otro cuestionamiento a la dolarización tiene que ver con la existencia o no de un prestamista de última instancia. Se trata, nuevamente, de una conclusión a la que se llega muy livianamente. ¿Qué quiere decir no tener prestamista de última instancia? Quiere decir que si se tiene un problema financiero, no se puede imprimir papeles para solucionarlo. Pero imprimir dinero no es la única manera de arreglar un problema financiero. Por ejemplo, Argentina tiene líneas de crédito con bancos internacionales privados que indirectamente le ofrecen ese tipo de servicios. El CitiBank no va a dejar quebrar su sucursal en AL. En consecuencia, es probable que la casa matriz proporcione la liquidez necesaria a su filial.

Otra interesante idea de la que se ha hablado en Argentina, y que se va a discutir en Washington, es la de compartir el señoraje. Esta idea, bastante ingeniosa, consiste en lo siguiente: se dolariza y se le dice al gobierno de EU que se tienen ocho mil millones de dólares de reservas, invertidas en bonos del tesoro americano, sobre las que se gana una tasa anual de interés del cinco por ciento (5%). Se propone la devolución de estos bonos a cambio de dólares que no ganan interés, con la promesa de recibir un pago equivalente a algo menos del 5%. Fiscalmente, Estados Unidos gana, el gobierno argentino entrega los dólares a la gente y se queda con un flujo, una deuda de Estados Unidos hacia el país, que se puede descontar en el mercado cuando se desee. Este mecanismo le permitiría a la Argentina tener un fondo de más de diez mil millones de dólares en valor presente, cifra nada despreciable. De esa manera, se tendría un prestamista de última instancia que, en el caso de Argentina, sería aun más efectivo que el actual.

El problema de Fisher

El *problema de Fisher*, mencionado anteriormente, es muy importante, pero no se agrava con la dolarización. AL ya está dolarizada, y las autoridades monetarias de estos países no van a devaluar en serio, a menos que afronten una severa crisis. Así que, de alguna manera, AL está anclada al dólar y, por lo tanto, el problema de Fisher, *debt deflation*, deberá ser enfrentado muy seriamente. Una manera de mitigar este problema es reconociendo el riesgo cuando se hacen préstamos a ciertos sectores cuyo precio es muy volátil.

El anterior esquema se ha implementado en Argentina. Cuando el banco central observa que se está prestando a un sector cuyos precios están creciendo muy rápidamente, como la construcción, le aumenta el coeficiente de riesgo y obliga a los bancos a aprovisionarse más. Es una manera de hacer que el banco tome conciencia del riesgo que está asumiendo.

Otro problema, relevante para el caso colombiano, sucede en el contexto de un sistema financiero muy simple¹. Se otorgan préstamos en pesos a cierta tasa de interés, préstamos que no son contingentes a lo que suceda con los precios del sector al que se le presta. Este problema desaparece si los créditos están indexados. Por ejemplo, si el préstamo de construcción se indexa al precio de la construcción. Eso indudablemente tiene problemas, ya que el banco está captando de una manera y prestando de otra. Tal vez, es una labor en la que el gobierno puede ofrecerle cierto seguro a los bancos. Si hay suficiente diversificación de sectores, mientras el precio baja en unos, sube en otros, de manera que el seguro no va a resultar muy costoso.

Creo que así no se ha operado en AL, y ahora, cuando los países salen apresuradamente a ayudar a las firmas, se sufren las consecuencias. Al operar de esa manera, no es obvio que se termine apoyando a las firmas que realmente lo necesitan. En el momento en que el gobierno anuncia que tiene mil millones de dólares para ayudar, como en Chile, todos tienen incentivos para parecerse a las firmas que tienen problemas. Entonces, los mil millones de dólares ya no sirven para nada y van a parar a las firmas que tienen más poder en el mercado, quizás las más grandes. Por su parte, las empresas pequeñas se quedan con las migajas, todo el efecto recesivo continúa, y el gobierno de Chile aumenta su deuda en mil millones de dólares. Ojalá esto no suceda, pero ése es mi temor cuando se aplican estas políticas apresuradamente. Las crisis hay que anticiparlas, incluirlas en el presupuesto, y crear fondos para defenderse de ellas. En el momento esto no existe en AL.

1 En Colombia existe el debate relacionado con el UPAC.

Conclusiones

En resumen, la dolarización tiene una serie de ventajas. Es un compromiso muy fuerte. Sin lugar a dudas, le quita al gobierno el uso de la política monetaria. Pero, debido a las razones que he mencionado, y a la historia de AL, no es claro que se esté perdiendo un instrumento muy útil. Una de las cosas que hemos aprendido es que el instrumento no sólo generalmente no se utiliza, sino que en ocasiones resulta ser procíclico.

¿Qué hicieron los países de AL cuando surgieron los problemas externos, como la crisis rusa de 1998? Dejaron subir las tasas de interés. Si hubieran tenido su propia política monetaria, hubieran dejado devaluar sus tasas de cambio. Sin embargo, controlaron las tasas de cambio, y se terminó operando como si existieran tipos de cambio semifijos. Se pagó dos veces el costo de una tasa semifija, porque además, al no tener el compromiso de una tasa fija, se mantuvieron las tasas de interés altas. No creo que ése sea un arreglo conveniente. Me parece que el instrumento fiscal es más transparente, está a favor del mercado, y es más difícil de utilizar de manera discrecional.

Cuando el banco central empieza a ayudar al sistema financiero, lo cual se ha visto en todos los países de AL, con excepción de Argentina, está actuando no como banco central, sino como autoridad fiscal. Lo hace de tal manera que no necesita ir al Congreso; eso es bueno porque simplifica el arreglo, pero, por otro lado, es poco transparente. Genera pérdida de reservas y eventuales compromisos fiscales, lo cual no es transparente ni democrático. Al fin y al cabo, los agentes van a tener que pagar mayores impuestos más adelante.

En estos casos, el banco central actúa silenciosamente. Nadie entiende lo que es un préstamo del banco central, ya que es muy poco transparente. Arreglar el mismo problema diciendo —como terminó sucediendo en la Argentina en 1995 cuando ya el banco central no pudo ayudar más— que se tiene un problema nacional y que la nación está en quiebra, e invitando a todo el gobierno a salvar el país, tiene la virtud de ser más democrático y transparente. De esta manera, no se le asigna al banco central una responsabilidad tan grande como la de evitar la quiebra del sistema financiero.

Cuando el banco central trata de evitar la quiebra del sistema financiero, dilapida, con una alta probabilidad, los recursos. En todas estas crisis,

quienes corren primero son las multinacionales y las grandes empresas. El pequeño ahorrista sólo se entera de lo que sucede al final. En Brasil, aquellos que corrieron contra las reservas del banco central fueron las firmas grandes. El señor que tiene sus depósitos asume los costos de la devaluación. No me parece que éste sea el tipo de solución a las crisis y desequilibrios de AL, y no me parece que contribuya a un buen diálogo entre el gobierno y la gente. Además, puede llevar a dilapidar los recursos, como sucedió en muchos países en 1982. Colombia fue la que se portó mejor, y, en consecuencia, salió más rápido de la crisis. En países como Chile y Argentina, en donde la deuda estaba en manos privadas y terminó en cabeza del sector público, la deuda fue pagada por personas que no tenían nada que ver con ella. Ésta es una forma no democrática de resolver las crisis, que no puede conducir a una buena relación entre gobierno y el público.

Por todas esas razones, por toda esta inestabilidad que estamos viviendo, creo que nos vamos a enfrentar con dos alternativas en AL. Por un lado, está la idea de la dolarización. Si no se escoge este camino, vamos a terminar imponiendo todo tipo de controles. De un momento a otro, nos vamos a dar cuenta de que nuestros países están muy endeudados, y se van a aplicar restricciones al endeudamiento del sector privado, porque se sabe que, en última instancia, la deuda privada es del gobierno. Así, podemos terminar en un sistema altamente centralizado, el cual queremos evitar.

