

Como reducir la dolarización sin arriesgar la estabilidad

Por Domingo Cavallo y Mariano Giachetti

Todos los países de la CEI y muchos de los países latinoamericanos, particularmente aquellos que sufrieron hiperinflación, muestran un alto grado de dolarización de sus economías.¹

Los países de la CEI, incluyendo Rusia, han devenido parcialmente dolarizados desde la época de la disolución de la URSS y la introducción de las monedas nacionales. Mientras que en estos países el grado de dolarización ha variado mucho desde mediados de los 90, ninguno de ellos ha ido al extremo de dolarizar totalmente su economía o al extremo de desdolarizarla de manera compulsiva. Por contraste, en Latinoamérica han ocurrido los dos casos extremos: Ecuador dolarizó su economía en el 2000 y Argentina desdolarizó de manera compulsiva en el 2002. Esto puede ser observado en las tablas 1 y 2

La experiencia de los países de Latinoamérica es relevante para discutir cuales serían las consecuencias para los países de la CEI de adoptar la decisión de encaminarse hacia uno de estas dos alternativas extremas. A lo largo del tiempo ha habido propuestas en ambas direcciones. Hoy en día han emergido con fuerza las preocupaciones en torno a la dolarización en los países de la CEI como consecuencia de la tendencia hacia la apreciación del dólar y del deterioro del precio de las commodities. Esta es la razón por lo que es útil analizar de nuevo la experiencia latinoamericana, particularmente la de la Argentina con la desdolarización compulsiva.

1 Brasil es el único país latinoamericano que atravesó períodos de hiperinflación y que logró evitar la dolarización. Lo logró mediante una combinación de una prohibición temprana en la utilización de moneda extranjera en las transacciones financieras domésticas, amplia indexación del precio de los activos financieros domésticos y altas tasas de interés. Chile, Colombia y Venezuela nunca sufrieron hiperinflación y, particularmente Chile, que no tuvo inflación hasta mediados de los 70, tiene un sistema de indexación financiera muy eficiente, las UFO (unidad de fomento), que ayudó a proteger los ahorros de su pueblo en moneda local. El resto de los países devinieron enormemente dolarizados. Ellos son Argentina, Bolivia, Paraguay, Perú, Uruguay y Ecuador.

Tabla 1: Dolarización de los Depósitos en los países de la CEI

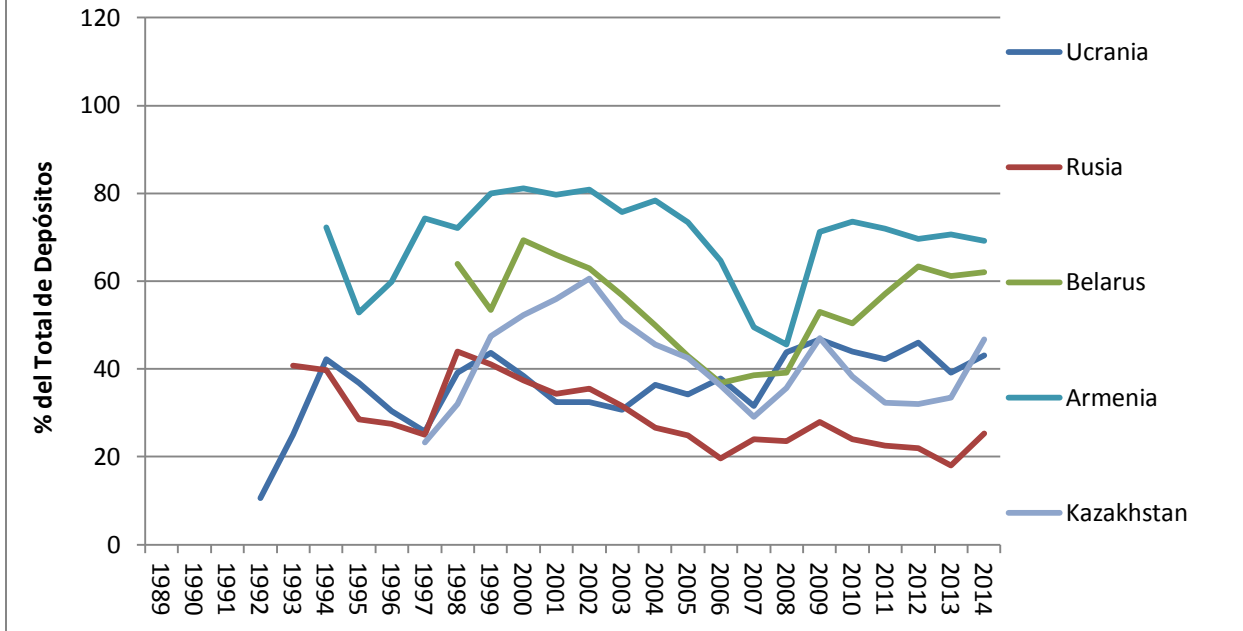
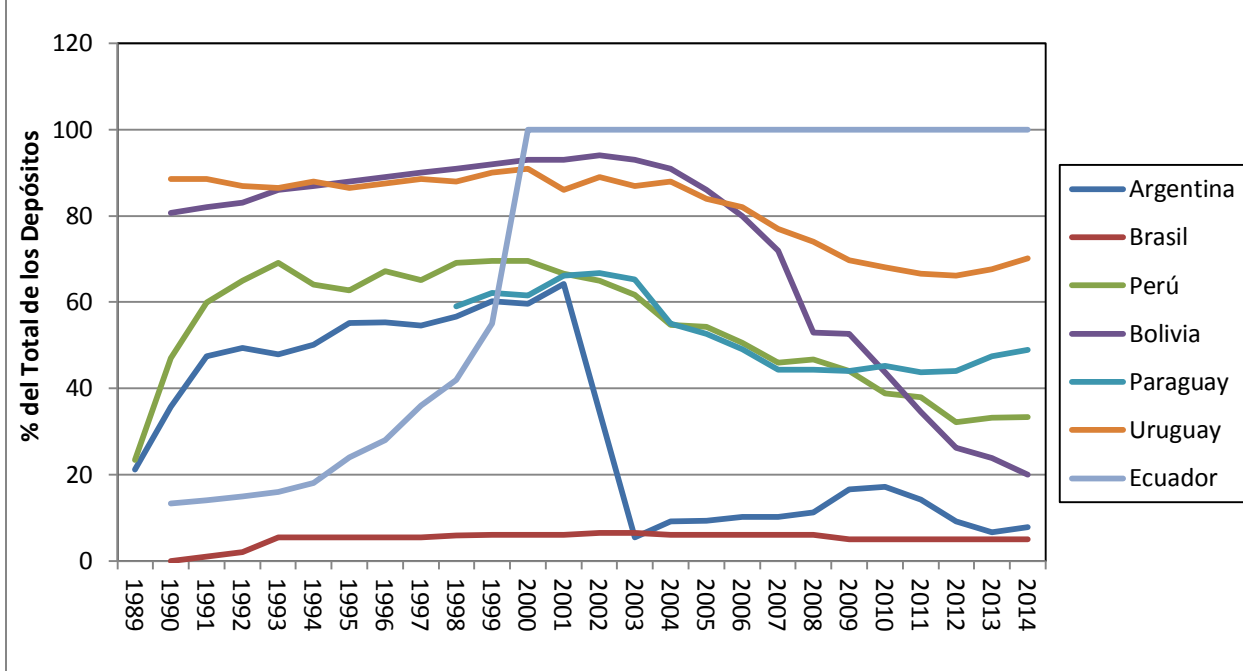
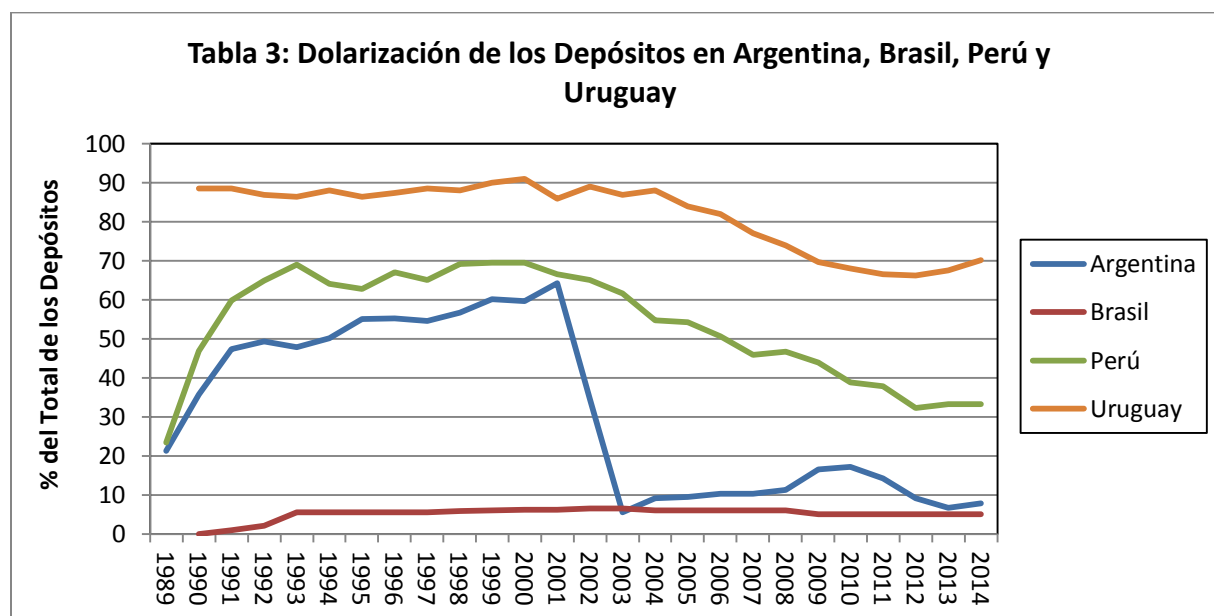


Tabla 2: Dolarización de los Depósitos en los países Latinoamericanos



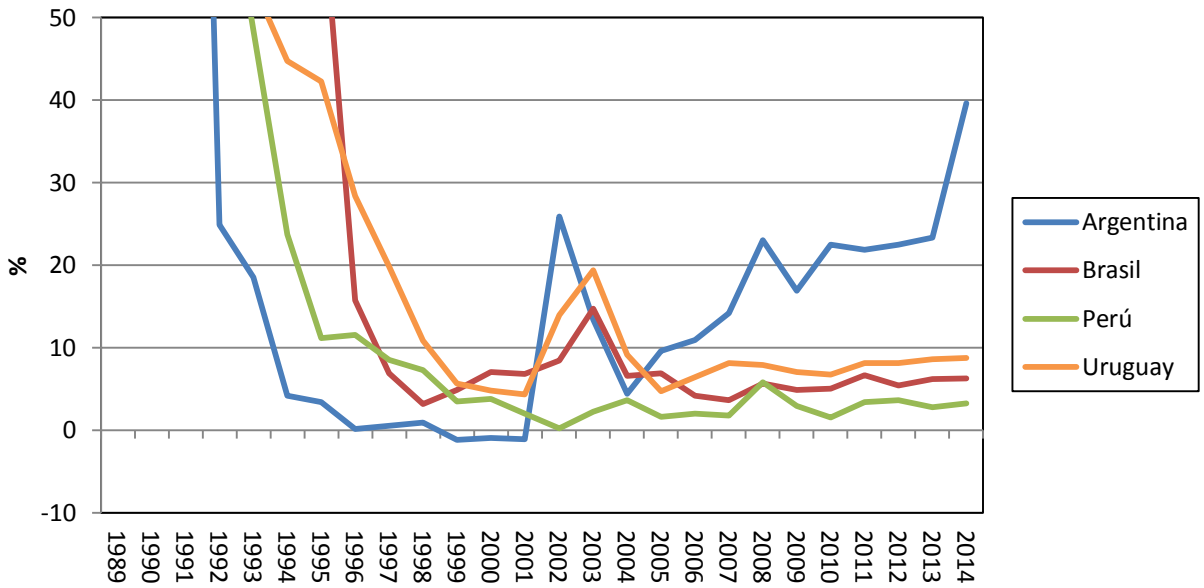
La dolarización ayuda a estabilizar y mantener baja la inflación

Para demostrar que la dolarización ayuda a estabilizar las economías altamente inflacionarias, comenzamos analizando las experiencias de Argentina, Brasil y Perú. Luego, incluiremos referencias a las experiencias de Bolivia, Ecuador, Paraguay y Uruguay. En los gráficos, Uruguay está incluido para la subsecuente discusión en relación a cómo lidiar con crisis financieras, pero por el momento puede ser ignorado.



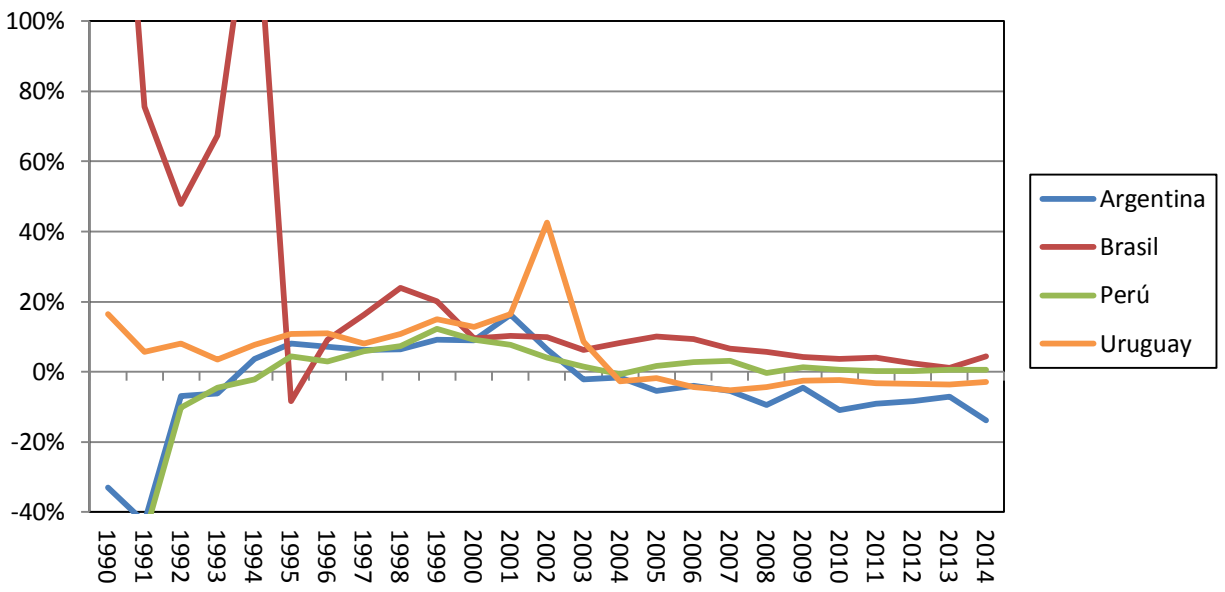
Las experiencias de Argentina, Brasil y Perú muestran que la dolarización puede ser de mucha ayuda para implementar un programa de estabilización. En economías con una tasa de inflación muy alta, la clave para lograr la estabilización es encontrar maneras efectivas de estabilizar el tipo de cambio. Cualquier compromiso con una política monetaria que busque la estabilización del tipo de cambio es mucho más creíble si se les permite a los residentes mantener sus ahorros en activos financieros denominados en dólares ya que significa que el gobierno acepta límites en la recolección del impuesto inflacionario. Este punto puede observarse claramente en la comparación de las experiencias de Brasil y la de Argentina (hasta 2001) y Perú (todo el período). Esto se muestra en la tabla 4. La mayor inflación en la Argentina después del 2002 está relacionada con la desdolarización compulsiva decidida dicho año por el gobierno.

Tabla 4: Tasa de Inflación en Argentina, Brasil, Perú y Uruguay

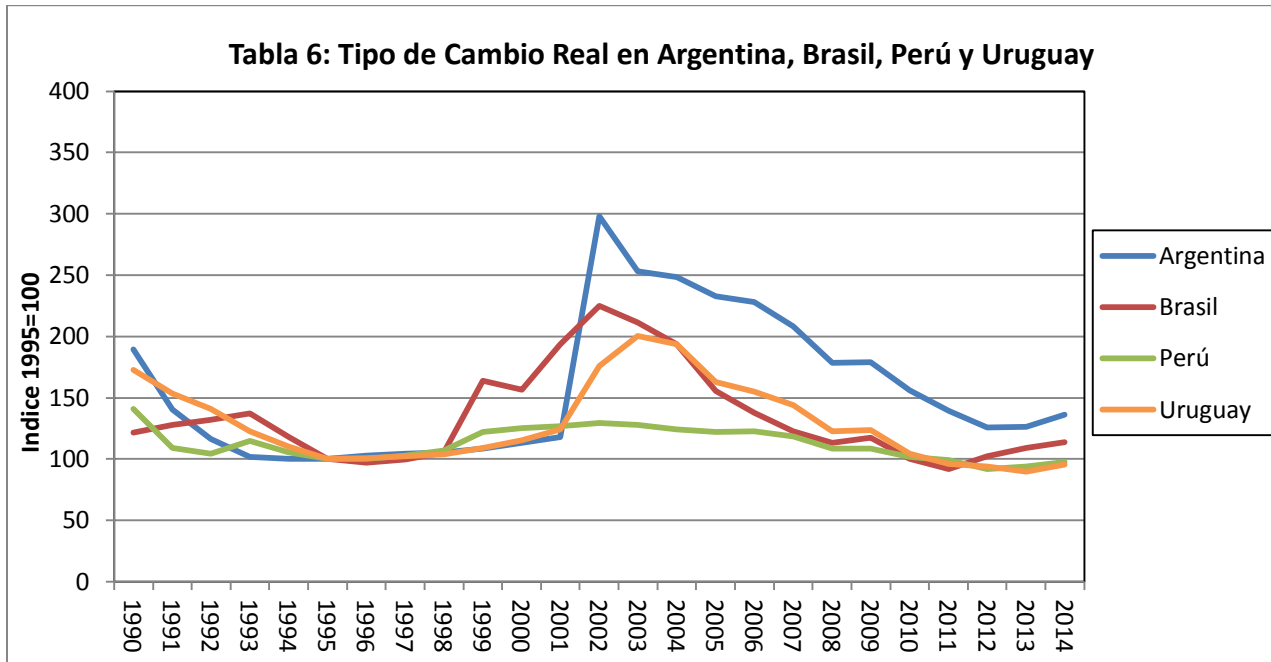


Como se muestra en la tabla 5, Brasil necesitó mantener tasas de interés reales mucho más altas que Perú y Argentina para lograr la estabilización y mantener la inflación baja. Las economías altamente dolarizadas pueden estabilizar sus niveles de precios y mantener la inflación baja con menores tasas de interés reales.

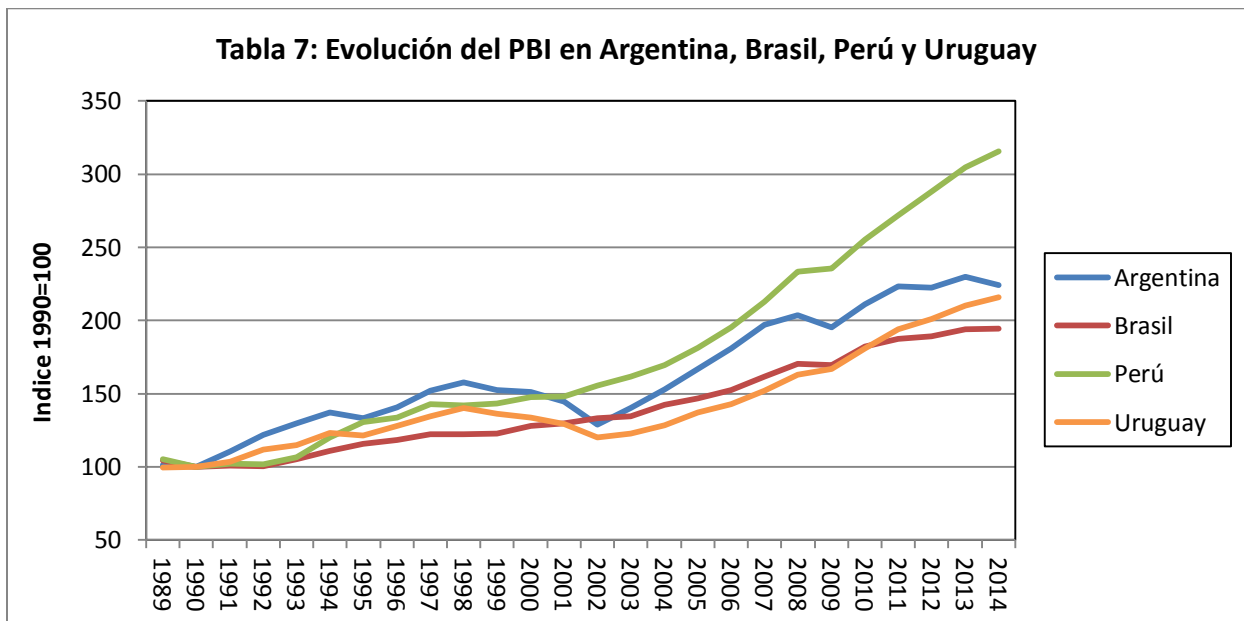
Tabla 5: Tasas de interés real de Argentina, Brasil, Perú y Uruguay



Como puede observarse en la tabla 6, el tipo de cambio real fue mucho más estable en las economías altamente dolarizadas (Perú a lo largo de todo el período, Argentina hasta el 2001) que en las no dolarizadas (Brasil en todo el período y Argentina desde el 2002).



Como se muestra en la tabla 7, la performance de crecimiento fue superior en las economías altamente dolarizadas. Esto podría estar relacionado, entre otras cosas, con el hecho de que las tasas de interés reales pueden ser mantenidas más bajas en las economías dolarizadas.



A pesar de que no se muestran en las tablas, las experiencias de Bolivia, Ecuador y Paraguay corroboran la conclusión de que la dolarización financiera ayuda a lograr y mantener baja la inflación.

La dolarización incrementa el riesgo de crisis financieras

Desafortunadamente, de la misma manera que ayuda a estabilizar, cuando la economía sufre un “sudden stop” en el flujo de capital extranjero, la dolarización financiera incrementa el riesgo de crisis financieras. Esto sucede debido a que la dolarización financiera generalmente facilita la emergencia de desequilibrios de moneda y de problemas de balances, particularmente cuando el flujo de ingresos y los pagos de deuda están denominados en diferentes monedas.

Adicionalmente, como la autoridad monetaria local tiene muy poco margen para actuar como prestamista de última instancia, cuando los bancos se enfrentan a problemas de liquidez como consecuencia de una corrida sobre los depósitos en moneda extranjera, los problemas de liquidez rápidamente pueden transformarse en problemas de insolvencia, agravando la crisis. Esto se vio claramente en el momento de la crisis de Argentina del 2001 y la de Uruguay en el 2002.

Se ha argumentado que la dolarización completa, la caja de conversión y uniones monetarias reducen los riesgos asociados con la inestabilidad de la moneda en las economías parcialmente dolarizadas. Pero esto es una ilusión. Los mismos shocks domésticos y externos que en las economías parcialmente dolarizadas revelan los descalces de moneda y los problemas de balance vía devaluación, en las economías totalmente dolarizadas inducen a la deflación como mecanismo para ajustar el precio relativo de los bienes transables en relación a los no transables. La deflación crea exactamente los mismos desbalances entre ingresos y servicios de deuda que los que generan los desequilibrios de moneda en las economías parcialmente dolarizadas.

Lo que es aún más, en las economías totalmente dolarizadas la autoridad monetaria local tiene las mismas limitaciones para actuar como prestamista de última instancia que en las economías parcialmente dolarizadas. Esto se ha visto en gran cantidad de países de la eurozona, particularmente en Grecia, Portugal, España e Italia. En Ecuador, el problema no sucedió como consecuencia de que hasta el año pasado el Dólar se estaba debilitando, pero las preocupaciones han comenzado, como en los países de la CEI, ahora que el Dólar comenzó a apreciarse y el precio del petróleo colapsó. Entonces, la dolarización completa no parece ser aconsejable para los países de la CEI.

El manejo de la crisis y la solución en las economías altamente dolarizadas

En el momento de una crisis financiera en las economías dolarizadas, los gobiernos y, a veces, expertos y consejeros extranjeros, llegan a la conclusión de que la solución es el default de la deuda pública y simultáneamente forzar una desdolarización de la economía mediante la conversión de contratos en moneda extranjera a moneda local mediante la aplicación de un nivel del tipo de cambio previo al que prevalece tras la devaluación. Esto es conocido como la solución “a la Argentina” de la crisis. Nouriel

Roubini y menos explícitamente, Paul Krugman, recomendaron esta solución a Grecia y a otros miembros de la Eurozona que han sufrido crisis financieras severas desde el 2010. He utilizado la experiencia de Argentina y Uruguay, las que describo en las próximas dos secciones, para argumentar que una desdolarización forzada no es una buena manera de resolver las crisis financieras. En el momento de la discusión de la crisis en Grecia yo expliqué mi visión, confrontando con la de Roubini². Más recientemente, decidí traer esta discusión a Kazajistán y Turquía porque ambos países han dolarizado sus economías y podrían sufrir crisis financieras en el futuro (espero que no, pero es mejor estar preparado, por si las dudas)³.

La desdolarización compulsiva no es una buena solución

La experiencia de la Argentina del 2002 muestra que una desdolarización compulsiva para lidiar con las crisis financieras es muy costosa en términos de inflación futura. Después de la desdolarización compulsiva, Argentina, que había tenido una performance mejor que la de Brasil en términos de estabilidad de precios antes del 2002, se convirtió nuevamente en una economía inflacionaria de dos dígitos. Durante los 90's, la Argentina derrotó a la hiperinflación e inauguró un período de estabilidad y crecimiento en base a una economía de mercado, bien integrada con el comercio internacional y con los flujos de capitales, con una regla monetaria muy estricta que fue fortalecida permitiendo a los residentes de Argentina ahorrar y llevar a cabo cualquier tipo de transacción no solamente en pesos sino también en dólares. La economía fue altamente dolarizada "de facto" durante la hiperinflación pero como una estrategia deliberada de estabilización, la dolarización fue permitida "de jure". En el momento de un fuerte deterioro de los términos del intercambio, entre 1999 y 2001, esta estrategia no ayudó a prevenir que la recesión se convirtiera en deflación y que alimentara un problema de deuda.

Desafortunadamente, en vez de arreglar el problema de la deuda de una manera ordenada y cambiando la regla monetaria para permitir un inflation targeting más flexible, las nuevas autoridades que emergieron de la crisis política del 2001 optaron por un default de la deuda totalmente desordenado y un cambio del régimen monetario. El nuevo régimen monetario comenzó con la destrucción de la base contractual de la economía mediante la conversión forzosa a pesos de todos los contratos denominados en dólares.

El default y la conversión forzosa de los contratos provocaron una devaluación extrema del peso y abrieron la puerta a un muy dañino congelamiento de las tarifas de servicios públicos, controles de precios, impuestos distorsivos y todo tipo de intervenciones administrativas pensadas como sustitutos de una regla monetaria de inflation targeting. La política fiscal expansiva fue, al principio, muy útil para reactivar la economía y reanudar el crecimiento, incluso sin inversiones significativas en sectores claves

² Vea mi paper "Greece should restructure its debt but stay in the Euro" en <http://www.cavallo.com.ar/wp-content/uploads/2011/10/Greece-should-restructure.-revised.pdf>

³ Vea mis siguientes papers:

1) "Financial Dollarization: Help or Hindrance in Maintaining Stability?" en <http://www.cavallo.com.ar/wp-content/uploads/2013/11/Financial-dollarization1.pdf>

2) "Forced de-dollarization is not a good option to speed up growth" en <http://www.cavallo.com.ar/wp-content/uploads/2014/05/Financial-Dollarization.-Version-for-Istanbul-Forum-1-11.pdf>

de la economía que habían sido muy bien capitalizados durante la década previa. Pero con la mejora significativa en los términos del intercambio desde el 2003, el gobierno encontró en los impuestos distorsivos introducidos durante el periodo de emergencia, particularmente en los impuestos a las exportaciones, un instrumento muy útil en términos políticos para financiar las políticas populistas y acumular poder político. La bonanza externa permitió al gobierno financiar políticas que están en claro contraste con los principios básicos del buen manejo económico. No hay dudas de que en el largo plazo estas políticas no son sustentables.

La desdolarización forzosa “a la Argentina del 2002” debería ser descartada. La conclusión de que la desdolarización compulsiva es una mala solución se refuerza por la experiencia negativa de países que han llevado a cabo una conversión forzosa de depósitos en dólares en depósitos en moneda local, antes que la experiencia argentina del 2002, incluyendo México y Bolivia en 1982 y Perú en 1985. Como está documentado en Savastano (1996) y Baliño et al. (1999), lo más relevante de estas experiencias fue la contracción brutal de la intermediación local y una aceleración de la inflación sin ninguna ganancia en términos de crecimiento económico.⁴

La solución es llevar a cabo una reestructuración ordenada de la deuda

Uruguay muestra que cuando ocurre una crisis financiera, puede ser resuelta sin una desdolarización forzada. También muestra que resolver la crisis financiera manteniendo al dólar como una moneda alternativa para las intermediaciones financieras ayuda a mantener baja la inflación sin sacrificar el crecimiento. Vean nuevamente las tablas desde la 3 a la 7, pero presten ahora atención a Uruguay en comparación con Brasil y Argentina.

Esto es, una comparación entre las performances de Brasil y la de dos economías altamente dolarizadas originalmente que sufrieron crisis financieras en 2001-2002: Argentina y Uruguay. Argentina llevó a cabo un default de su deuda pública e implementó una desdolarización forzada; Uruguay llevó a cabo una reestructuración ordenada de la deuda y mantuvo su economía semidolarizada.

Como puede observarse en la tabla 4, a pesar de que la devaluación provocó un salto en la tasa de inflación en 2002 y 2003, desde 2004 en adelante, la tasa de inflación fue siempre de un dígito. Esto es, el hecho de que Uruguay llevó a cabo una reestructuración ordenada de la deuda y mantuvo la dolarización ayudó a evitar la aceleración de la inflación observada en Argentina desde el 2004.

Como puede observarse en la Tabla 5, la tasa de interés real pudo ser mantenida, la mayor parte del tiempo, mucho más baja que en Brasil. La tasa de interés real más alta en 2002 y 2003 fue la consecuencia de la crisis financiera importada desde la Argentina y fue necesaria para evitar una devaluación extrema como la que sufrió la Argentina en 2002. Como consecuencia, el tipo de cambio

⁴ Savastano, Miguel, 1996. “Dollarization in Latin America-Recent Evidence and Some Policy Issues,” en P. Mizen and E. Pentecost (eds.), *The Macroeconomics of International Currencies*, Edward Elgar Publishing.

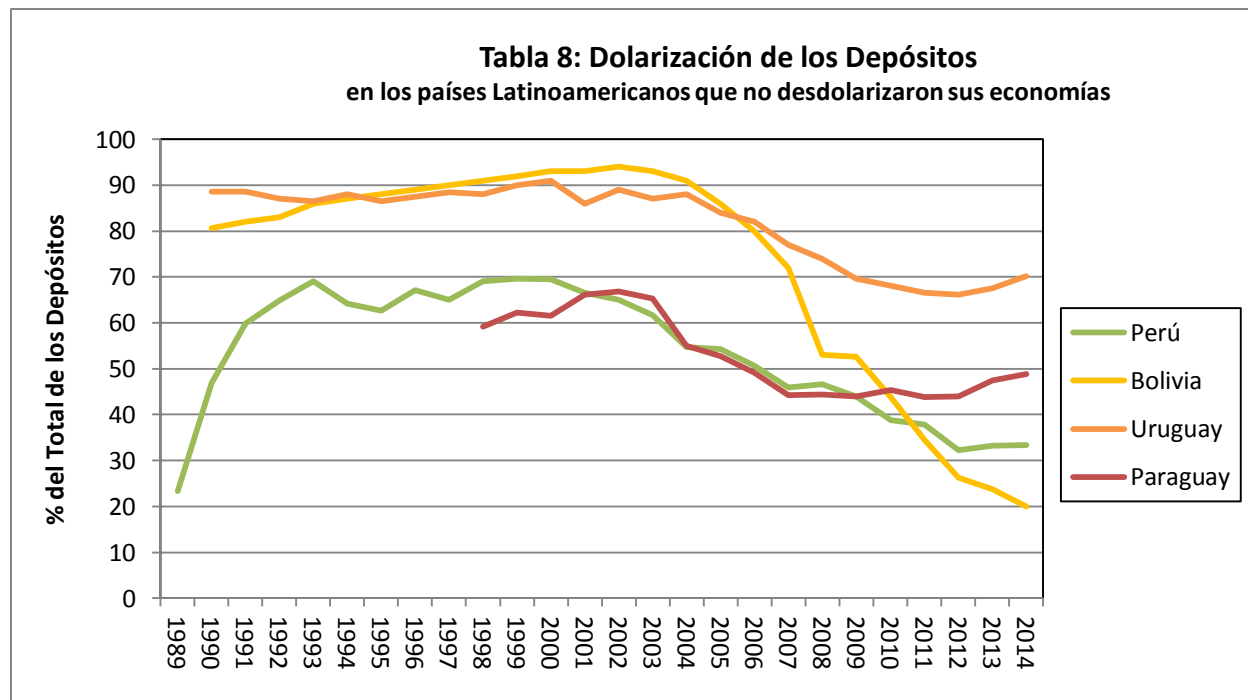
Baliño, Tomas, Adam Bennet, and Eduardo Borensztein, 1999. “Monetary Policy in Dollarized Economies,” IMF Occasional Paper 171.

real subió en el 2002 y en el 2003, pero menos que en Argentina y Brasil. Esto puede ser observado en la Tabla 6.

Y finalmente, de la Tabla 7, se puede concluir que el crecimiento del PBI fue ligeramente superior que en Brasil y menor que el de la Argentina. La mayor parte de la diferencia con la Argentina se explica por lo sucedido en los 90's cuando Argentina implementó una mayor cantidad de reformas pro crecimiento que Uruguay.

La experiencia de los países de la CEI

La experiencia de los países de la CEI difiere de la de los países de Latinoamérica que quedaron parcialmente dolarizados: mientras Bolivia, Perú, Paraguay y Uruguay muestran una reducción gradual y suave en el grado de dolarización, la mayoría de los países de la CEI, después de una caída antes de la crisis global de 2008-2009, reanudaron la tendencia ascendente en el grado dolarización que fue acentuada durante el 2014 y los primeros meses del 2015. Esto puede observarse claramente al comparar las Tablas 1 y 8.



La mayoría de los países de la CEI sufrieron por lo menos una crisis financiera desde finales de los 90's. Afortunadamente, ninguno de ellos aplicó la solución "a la Argentina del 2002". En cambio intentaron reestructurar sus deudas de manera ordenada. Esto explica porque ha habido alzas y bajas en el grado de dolarización sin una tendencia clara hacia la desdolarización. Es la misma razón por la que Uruguay mantiene un nivel de dolarización más alto que Perú, Bolivia y Paraguay. La experiencia de estos tres países latinoamericanos, y particularmente, la de Perú, la más exitosa, ofrecen lecciones relevantes y recomendaciones para los países de la CEI.

Conclusiones y recomendación para Kazakhstán

La dolarización no debería ser vista como un problema en Kazakhstán pero debería buscarse una natural desdolarización. La dolarización permitirá al Tengue convertirse a lo largo del tiempo en una moneda mucho más creíble. Y, mientras esto sucede, la utilización de la divisa estadounidense será dejada de lado de manera natural. La tendencia hacia la reducción de la dolarización en Kazakhstán era una tendencia evidente hasta el 2013 y ha venido sucediendo desde mediados de los 90's en Perú. Las preocupaciones acerca del mayor grado de dolarización han reemergido durante 2014 y en los meses iniciales del 2015 como consecuencia de que la depreciación del rublo y la caída de los precios de las commodities de exportación indujeron un incremento en la demanda de activos en dólares dentro de Kazakhstán.

Políticas macroeconómicas prudentes y regulaciones eficientes deberían continuar siendo implementadas como forma de evitar la reemergencia de crisis financieras pero incluso si una crisis financiera sucede, Kazakhstán debería evitar la conversión compulsiva de los activos denominados en dólares en otros denominados en Tengues.

La creación de una unidad monetaria para la unión aduanera podría reemplazar al Tengue pero no al Dólar, por lo menos hasta el momento en el que el Rublo se convierta en una moneda tan creíble como el Dólar. Siendo ese el caso, no es evidente que haya significativas ventajas en la creación de una moneda común. La manera de detectar el momento en el que el Rublo se convierte en una moneda convertible tan creíble como el Dólar sería el de incentivar la utilización doméstica del Rublo, no sólo del Dólar, en la intermediación doméstica de Kazakhstán y en otras economías altamente dolarizadas de la CEI.

Para retomar el curso natural hacia la desdolarización que prevaleció hasta el 2013, Kazakhstán debería tratar de minimizar las fuentes domésticas de inestabilidad provenientes de los flujos financieros transfronterizos. Esto implica evitar grandes déficits fiscales, incentivar el ahorro privado doméstico y mantener a la economía abierta al comercio exterior y a la inversión.

El Banco Central debería controlar la creación de crédito por parte del sistema bancario tanto en moneda doméstica como extranjera mediante la utilización de requerimientos de reservas y mediante el establecimiento de reglas de asignación del crédito de manera tal de evitar desequilibrios de moneda entre ingresos y servicios de deuda. Por ejemplo, los préstamos en moneda extranjera deberían estar prohibidos o limitados a familias y empresas cuyos ingresos no están altamente correlacionados con el valor de la divisa extranjera.

El Banco Central debería tratar de mantener un alto nivel de reservas externas financiado mediante superávits fiscales y no mediante la creación de crédito doméstico. Las tasas de interés y la creación monetaria, controladas por el Banco Central, deberían tener como objetivo una baja tasa de inflación pero al mismo tiempo deberían tratar de suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio nominal sin evitar los cambios en el tipo de cambio real que son necesarios cuando ocurren cambios en los términos del intercambio y otros shocks exógenos reales.

El manejo de los requerimientos de reservas y los diferenciales de las tasas de interés entre los depósitos en dólares y en moneda nacional deberían estar configurados de tal manera de favorecer los depósitos en moneda local. La indexación de los precios (no del Dólar) para los depósitos y préstamos de largo plazo en moneda local deberían ser permitidos e incentivados como una manera alternativa a la de fijar altas tasas de interés nominal sobre los depósitos y préstamos en moneda local.

La promoción de la utilización de dinero bancario (tarjetas de crédito y débito, cheques y transferencias electrónicas) más que pagos en efectivo por sobre cierto monto (ej: 1000 USD) ayudaría a mantener tanto los depósitos en moneda local y en dólares dentro del sistema financiero formal y reduciría el riesgo de corrida contra los bancos. Un instrumento que ha probado ser eficiente en la promoción del dinero bancario en algunos países fue la de limitar las deducciones impositivas tanto al IVA como al impuesto a las ganancias corporativas a las compras y al pago del costo con dinero bancario. Las compras y los costos pagados en efectivo no serían deducibles, y, por lo tanto serían desincentivados.

-