

Los pros y contras de la dolarización total

ANDREW BERG Y EDUARDO BORENSZTEIN¹

Resumen

Los puntos de vista expresados en este Documento de Trabajo son aquellos del (los) autor (es) y no necesariamente representan los del FMI o las políticas del FMI. Los Documentos de trabajo describen la investigación realizada por el (los) autor (es) y son publicados para generar comentarios y posterior debate.

Nosotros analizamos los costos y beneficios de la dolarización total comparada con la alternativa más cercana: una caja de conversión, cuantificando dichos costos y beneficios para la Argentina. Las ventajas potenciales incluyen costos más bajos en los préstamos y una integración más profunda en los mercados mundiales. Uno de los costos es la transferencia del señoreaje hacia los Estados Unidos. El país también puede perder la "opción de salida" de la devaluación para hacer frente a importantes choques. De igual forma, inclusive un país con una caja de conversión puede perder alguna facultad para actuar como prestamista de última instancia para el sistema bancario. Hemos revisado cómo las características de varios países influyen en el balance de los argumentos expuestos.

Abstract

The views expressed in this Working Paper are those of the author(s) and do not necessarily represent those of the IMF or IMF policy. Working Papers describe research in progress by the author(s) and are published to elicit comments and to further debate.

We analyze the costs and benefits of full dollarization compared to its closest alternative, a currency board, quantifying for Argentina where possible. Potential advantages include lower borrowing costs and deeper integration into world markets. One cost is the transfer of seigniorage to the United States. The country may also lose the "exit option" to devalue in the face of major shocks. Similarly, even a country with a currency board may lose some ability to act as lender of last resort to the banking system. We review how various country characteristics influence the balance of arguments.

I. Introducción

Existe un antiguo chiste que dice que las preguntas de examen en economía permanecen iguales todos los años – solo las respuestas cambian. En realidad, el debate sobre el mejor régimen cambiario ha estado con nosotros desde siempre, sin

¹ Deseamos agradecer a los Señores Tomás Baliño, Zeljko Bogetic, Guillermo Calvo, Menzie Chinn, Rudiger Dornbusch, David Goldsbrough, Steven Kamin, Andrew Powell y a los participantes en la sesión de la Asociación Financiera Americana en Boston, Massachusetts, de enero del 2000 y en el seminario sobre dolarización del FMI llevada a cabo el 21 de enero del 2000, por sus valiosos comentarios y a Christian Broda y en forma especial a la Señora Grace Juhn por su ayuda en su excelente investigación.

embargo nuevas respuestas siguen apareciendo. La respuesta más nueva a la pregunta sobre cuál régimen cambiario deben escoger los países, es “ninguno”. Es decir, los países deben desistir de utilizar su propia moneda totalmente y adoptar como moneda legal una moneda extranjera estable, la más común el dólar de los Estados Unidos. El ex presidente Carlos Menem de Argentina sugirió el año pasado que Argentina debe adoptar el dólar de los Estados Unidos – es decir, “dolarizar” – como la última solución para su larga historia de dificultades con la política cambiaria y monetaria. Recientemente, el Ecuador ha anunciado su intención de adoptar el dólar, dentro del contexto de una profunda crisis económica y política. Destacados economistas han comenzado a discutir que esencialmente todos los países en desarrollo deben también dolarizarse (ver Calvo y Reinhart, 1999). Sin embargo, no solamente los países en desarrollo, están considerando la dolarización. En parte impulsados por el ejemplo de adopción del euro este año, algunos han sugerido que Canadá debe adoptar el dólar de los Estados Unidos también.

Nuevas respuestas a la pregunta del tipo de cambio aparecen debido a que el mundo continuamente presenta nuevos problemas para los diseñadores de la política económica, mientras que las respuestas viejas muchas veces se retiran. Durante la década de 1980, la mayor parte del debate sobre regímenes cambiarios para países en desarrollo se centró en el papel de los tipos de cambio fijos en los programas de estabilización-inflación. Dos aspectos característicos de la década de 1990 han cambiado los temas de discusión. Primero, el problema de la inflación que se ha reducido notablemente; y el segundo, que el grado de circulación de capital y la escala de flujos de capital han aumentado rápidamente, lo que también ha incrementado la aparente frecuencia y severidad de las crisis monetarias. Y muchas de las víctimas de estos violentos ataques especulativos mantenían algún tipo de régimen cambiario fijo. Justamente y debido a estas crisis, la idea de la dolarización ha producido un gran interés. La visión emergente es que en un mundo de alta circulación de capital, el tipo de cambio fijo es una invitación a los ataques especulativos y que únicamente alternativas extremas – un tipo de cambio firme tal como una caja de conversión o una flotación libre – son viables.

Los defensores de la dolarización no están de acuerdo con estas dos alternativas. En el caso de las flotaciones libres, sostienen que no son viables para muchos países ya que dan por resultado una volatilidad excesiva en el tipo de cambio o un *soft peg* de facto si las autoridades deciden actuar para evitar los movimientos en el tipo de cambio. Mientras tanto, está claro que inclusive las cajas de conversión no están inmunes a los costosos ataques especulativos. Argentina y Hong Kong han sufrido episodios de contagio en los últimos años que han dado por resultado tanto repentinos incrementos en las tasas de interés como recesiones.

La dolarización promete una manera de evitar crisis monetarias y de balanza de pagos. Sin una moneda nacional no existe la posibilidad de una depreciación aguda

y las salidas de capitales motivadas por temores de devaluación son descartadas. La dolarización también puede traer otros beneficios. Una integración más cercana con los Estados Unidos y la constitución de economías globales sería fomentada por costos de transacción más bajos y una segura estabilidad de precios en términos de dólares. Y, al rechazar definitivamente la posibilidad del financiamiento inflacionario, la dolarización también puede fortalecer instituciones y crear un ambiente positivo hacia la inversión.

Sin embargo, los países pueden ser reacios a abandonar sus propias monedas. En primer lugar, porque la moneda es un símbolo nacional y las propuestas de compartir una unión monetaria (o directamente adoptar el dólar de los Estados Unidos) pueden ocasionar preguntas y críticas de algunos partidos políticos. Desde un punto de vista económico, el derecho de emitir la moneda de un país proporciona a su gobierno ingresos de señoreaje, ya que la moneda y algunas veces toda la base monetaria (las obligaciones monetarias del banco central) es una deuda que no devenga intereses. Estos ingresos de señoreaje se consideran como ganancias del banco central que son transferidas al gobierno. Esto se perdería en los países que adopten la dolarización de sus economías, a menos que los Estados Unidos decidiera compartir parte del señoreaje adicional que obtendría. Además, un país dolarizado estaría cediendo cualquier posibilidad de tener una política cambiaria y monetaria autónoma, incluyendo el uso del crédito del banco central para proporcionar apoyo de liquidez a su sistema bancario.

Por consiguiente, ¿es la dolarización un mejor régimen cambiario para los países en desarrollo? Dos consideraciones hacen a esta pregunta difícil de contestar. Primero, la virtual ausencia de experiencias históricas para evaluarlas. Panamá es el único país de considerable tamaño que en la actualidad utiliza una moneda extranjera como moneda de curso legal – los otros países que han hecho esto, la mayoría tienen economías muy pequeñas. Inclusive Panamá es una economía bastante pequeña con vínculos históricos, políticos y económicos muy estrechos con los Estados Unidos. Segundo, la dificultad de revertir la dolarización dicta que el análisis debe considerar una perspectiva de más largo plazo que la usual para evaluar las opciones del régimen de tipo de cambio y régimen monetario adecuado.

Para simplificar la discusión, comparamos los méritos de la dolarización con aquellos de su “rival” más cercano – la caja de conversión. Este enfoque es más manejable y capta las principales implicaciones de la dolarización y cómo sus efectos difieren de aquellos de adoptar un tipo de cambio firme antes que una cuestión más general de elegir un régimen cambiario. Además si tuviéramos que concluir que una caja de conversión es por lo menos equivalente a la dolarización, en términos de costos y beneficios, entonces una caja de conversión debe ser la alternativa para los países que buscan un régimen cambiario anclado ya que *conserva el señoreaje y es más sencillo establecerla*.

Los fundamentos de una caja de conversión y de la dolarización son bastante similares, sin embargo un ejercicio de comparación resulta revelador. Para empezar, la dolarización implica la pérdida de ingresos por señoreaje para el gobierno. No obstante la característica principal de la dolarización es que es permanente o en todo caso casi permanente. Probablemente sería más difícil dar marcha atrás en la dolarización que modificar o abandonar un régimen de caja de conversión. Con unas pocas excepciones, los países que introducen sus propias monedas lo han hecho dentro del contexto de recobrar independencia nacional, como sucede con los países de la antigua Unión Soviética. Además, estas monedas casi siempre reemplazan a una moneda débil y no convertible. En realidad los grandes beneficios de la dolarización provienen de la credibilidad unida a esta, precisamente debido a que es casi irreversible. Ahora veamos más de cerca los beneficios y costos de la dolarización total.

II. Principales beneficios y costos de la dolarización

A. Por qué Dolarizar?

El principal atractivo de la dolarización total es que la sola expectativa de eliminación del riesgo a ajustes importantes en el tipo de cambio ocasionaría flujos de capital internacionales más estables. Un nivel de confianza más alto por parte de inversionistas internacionales se traduciría también en un margen más bajo para los operaciones de préstamos internacionales, lo que reduciría los costos fiscales y fomentaría la inversión y el crecimiento. Además, la dolarización estimularía una integración económica y financiera más cercana con los Estados Unidos y con la economía global, lo que contribuiría a acelerar la convergencia a los niveles de ingreso de economías avanzadas. El impacto real de estos factores es difícil de cuantificar, particularmente por aquellos efectos que dependerían de los cambios institucionales que podrían resultar de una mayor integración financiera.

B. La Prima de Riesgo

Un beneficio inmediato de la eliminación del riesgo de la crisis monetaria sería una reducción en la prima del riesgo-país y consecuentemente una baja en las tasas de interés. Tasas de interés más bajas y más estabilidad en el flujo de capital internacional darán como resultado una significativa baja en el costo fiscal en el pago de la deuda pública y también un nivel más alto de inversión y crecimiento económico.

Es difícil calcular la magnitud de esta ganancia potencial. En Argentina, la persistencia de un diferencial entre la tasa de interés del peso y la tasa de interés del dólar podría ser evidencia de la presencia residual del riesgo de abandonar el tipo de cambio fijo. Así mismo, las tasas de interés de los papeles en dólares del gobierno (y también del sector privado) exceden a aquellas en las deudas de los países desarrollados, reflejando un riesgo de cobro o "*riesgo soberano*" sobre aquellos valores. Con la dolarización, el efecto sobre las tasas de interés debido al riesgo de devaluación desaparecerían, pero no ocurre lo mismo con el riesgo soberano. Además, el que el gobierno o el sector privado pidan prestado en moneda extranjera o en moneda nacional es ya y en gran parte un asunto de libre elección en una economía fuertemente dolarizada como Argentina. Esto implica el que los prestatarios pueden efectivamente eliminar el efecto directo del riesgo de devaluación en los costos de la deuda, lo que deja como pregunta clave el efecto de la dolarización en el costo del préstamo en dólares.

En Argentina, las tasas de interés tanto en pesos como en el dólares tienden a bajar desde que el plan de convertibilidad (caja de conversión) fue implementado en 1991; sin embargo, estas mismas tasas se han elevado en momentos de turbulencia en el mercado. En la ilustración 1, que muestra el rendimiento, de los bonos del gobierno de Argentina en dólares y pesos emitidos (pero de las mismas características) en los mercados internos, se pueden observar picos al momento de la crisis "tequila" (a fines de 1994, principios de 1995), en la moratoria rusa (agosto 1998), y en la crisis brasilera (enero 1999), con un subida más pequeña al momento del fallido ataque sobre el dólar en Hong Kong en octubre de 1997. Sin embargo, se debe advertir que los incrementos en las tasas de interés tendieron a ser más pequeños y breves en los más recientes incidentes que en el "tequila".

En este contexto, la pregunta clave es si la dolarización total, al eliminar el riesgo cambiario, reduciría considerablemente la prima de riesgo en una deuda en dólares. Los rendimientos en los bonos con distintas características pueden ayudar a desenredar el riesgo soberano y el riesgo de devaluación, que perciben los mercados. El riesgo soberano puede ser medido por el margen de los bonos del estado en dólares argentinos sobre los valores del tesoro de los Estados Unidos. Este margen tiende a bajar con el tiempo, pero alcanzó un promedio de 3.3 puntos porcentuales durante 1997/1998. El riesgo de devaluación puede ser medido por el margen entre los Euro bonos en pesos y en dólares, que alcanzaron un promedio de 2.5 por ciento durante el mismo período, (la ilustración 2 muestra estos rendimientos desde 1994).

Una sorprendente característica demostrada en la ilustración 2 son los rendimientos más altos en los bonos Brady que en el de los Euro bonos. Esto plantea la pregunta de cuál es el costo pertinente del endeudamiento para Argentina. La discrepancia parece en cierto modo un rompecabezas; después de todo, los dos

son bonos adeudados por el mismo prestatario, el estado argentino.² Esta aparente anomalía se debe a la percepción de que los países asignarían prioridad a los Euro bonos sobre los bonos Brady a fin de fortalecer el acceso al mercado. Los Euro bonos son una nueva fuente de financiamiento a los que ellos desearían recurrir nuevamente en el futuro, mientras que los Bradys³ son el resultado de un convenio de reprogramación de la deuda (Petas and Rahman (1999)).¹ En realidad, los rendimientos en los bonos Brady son claramente similares a los rendimientos en otros bonos argentinos denominados en dólares, los BOCONs, que fueron emitidos también dentro del contexto de un convenio de reprogramación, en este caso para pagar atrasos a los distribuidores y jubilados nacionales (Kiguel (1998)). En cualquier caso, como el mercado de los Eurobonos es la fuente de nuevos financiamientos para los mercados emergentes, sería apropiado tomar el rendimiento en este tipo de bonos como representante del costo marginal del endeudamiento que en la actualidad enfrenta Argentina.

Riesgo monetario y riesgo país

El riesgo de una devaluación puede incrementar el riesgo soberano por varias razones. Primero, los gobiernos que intentan evitar crisis cambiarias pueden tomar medidas que incrementen el riesgo de incumplimiento. Por ejemplo, un intento para defender la moneda puede hacer que el gobierno emita muchos bonos denominados en dólares o bonos indexados en dólares, como en México en 1994. Un gobierno también puede imponer controles de capital con el interés de defender la moneda, con lo cual provoca que otros deudores se retrasen en los pagos en la deuda denominada en dólares. Rusia escogió, por ejemplo, en 1998 imponer controles cambiarios para prohibir esencialmente a los deudores privados rusos que se habían endeudado en moneda extranjera el acceso a las divisas para pagar sus obligaciones.

Los riesgos de mora pueden surgir con el riesgo de devaluación debido a las pérdidas fiscales que se derivan de la devaluación. Los ingresos del gobierno están en gran parte relacionados con los precios internos, por lo que un gran nivel de endeudamiento de un gobierno en dólares implica que éste se está colocando en una posición de alta vulnerabilidad debido al riesgo de tipo de cambio que esto conlleva. Una gran devaluación comprometería el fortalecimiento financiero de un gobierno que está considerablemente endeudado en dólares, especialmente si éste enfrenta grandes pagos de deuda a corto plazo.

² La misma discrepancia existe para otros países que han emitido bonos Brady.

³ El vencimiento más largo de los Bradies y el efecto del colateral existente sobre solo la parte del capital puede también explicar parte de esta diferencia en el rendimiento.

La presión que una devaluación puede ejercer en el sector financiero proporciona un vínculo adicional desde la devaluación hacia el incumplimiento de pagos. Como se trata más adelante, es difícil para los bancos aislarse del riesgo de devaluación en economías altamente dolarizadas (de facto). Los gobiernos de turno pueden soportar el peso del sistema bancario en peligro, elevando el riesgo de incumplimiento en otras obligaciones.

Sin embargo, no todos los riesgos de incumplimiento de pagos surgen del riesgo de una crisis cambiaria. Los incumplimientos de pago soberanos pueden resultar de una posición fiscal no sustentable o por una crisis política. Los inversionistas pueden abandonar rápidamente los activos nacionales, obligaciones gubernamentales o el país en general, en la medida en que el gobierno tenga problemas pagando su deuda. Ciertamente, la dolarización no puede prevenir el apareamiento de este tipo de crisis.

Además, una devaluación del tipo de cambio puede mejorar la economía interna y la posición fiscal y de este modo reducir el riesgo de incumplimiento. En realidad, este ha sido el caso con algunas devaluaciones de la moneda en el Sistema Monetario Europeo. Inclusive devaluaciones que inicialmente han tenido efectos de reducción de la actividad comercial, pueden mejorar el panorama a largo plazo y así reducir el riesgo de incumplimiento soberano. La importancia o inclusive la existencia de este efecto variaría fuertemente de país a país.⁴ Sin embargo, la eliminación de una caja de conversión bajo una fuerte presión de mercado, indudablemente afectaría muchísimo la economía interna

Existen hasta ahora argumentos en ambas partes de la pregunta de cuánto del riesgo de incumplimiento se debe atribuir al riesgo de devaluación. A pesar de que el riesgo soberano y el riesgo de devaluación se mueven juntos (cuadro 2), no se establece un enlace causal del riesgo de devaluación al riesgo soberano (o viceversa).⁵ En realidad, una explicación razonable es que la correlación observada entre los márgenes en tasas de interés denominadas en dólares y el diferencial en el margen se debe a factores comunes que afectan tanto al margen del peso como al del dólar. Por ejemplo, una “fuga hacia la calidad” generalizada incrementaría tanto al riesgo por “default” o de incumplimiento como al riesgo por devaluación. En este caso la dolarización no ayudaría a reducir mucho los márgenes en dólares.

⁴ La ponencia vuelve a este tema más abajo.

⁵ La crisis ERM nos da un ejemplo donde la dirección de la causalidad fue aparentemente de la devaluación al incumplimiento. Para Italia, el margen de bonos en liras a largo plazo sobre los bonos gubernamentales Alemanes (en marcos alemanes) subieron aproximadamente en 200 puntos básicos en 1992, mientras que el margen en bonos de la República Italiana denominados en dólares (no afectados por una potencial devaluación de la lira) también subieron como 60 puntos básicos.

$p(cc)$ = es la probabilidad de una crisis cambiaria, y

$p(d/ncc)$ = es la probabilidad de un incumplimiento dado que no existe una crisis cambiaria.

Nosotros estamos interesados en calcular $p(d/ncc)$. Esta probabilidad, que mide el riesgo de incumplimiento restante si el riesgo de crisis cambiaria desaparece, es igual a:

$$p(d/ncc) = \frac{d - p(d/cc)p(cc)}{[1 - p(cc)]}$$

Podemos deducir el valor de la probabilidad de incumplimiento total, d y de la probabilidad de crisis cambiaria, $p(cc)$, desde la fijación de precios de varios bonos, a pesar de que esto requiere de la adopción de algunas hipótesis. Dependiendo de esas hipótesis, podemos calcular la reducción en el margen de la tasa de interés que puede ser logrado por medio de la dolarización.

Una medida de la probabilidad de incumplimiento total, d , puede ser deducida del margen de la tasa de interés entre los bonos argentinos denominados en dólares y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Por tanto :

$$(1 - \alpha)d = \frac{i_A^{us} - i_{US}^{us}}{1 + i_A^{us}}$$

en donde i_A^{us} es el rendimiento en dólares de los bonos argentinos y i_{US}^{us} es el rendimiento en los bonos del Tesoro de los Estados Unidos; α es el valor recuperado (fracción) esperado del bono en caso de incumplimiento. La idea es que los incumplimientos casi nunca son completos; inclusive los bonos Zaristas Rusos mantuvieron algún valor positivo.

Una estimación directa de la probabilidad de crisis cambiaria, $p(cc)$, puede ser obtenida del diferencial entre las tasas de interés del peso y dólar en bonos argentinos de similares características. Suponiendo que el margen de interés es igual a la fluctuación esperada en el tipo de cambio, tenemos:

$$(1 + i_A^{us}) * (1 - \Delta e * p(cc)) = (1 + i_A^{us})$$

Representando el lado izquierdo de la ecuación la rentabilidad esperada en dólares sobre un activo en pesos y el lado derecho la rentabilidad esperada sobre el activo similar expresado en dólares, y donde Δe es el tamaño de la devaluación esperada (medido como un descuento) en el caso de una crisis monetaria.

Se puede medir directamente el diferencial de tipos de interés y estimar el tamaño esperado de la devaluación en el caso de una crisis cambiaria, lo que permite estimar $p(cc)$ como:

$$p(cc) = \frac{(i_A^{peso} - i_A^{us})}{\Delta e(1 + i_A^{peso})}$$

Necesitamos hacer un supuesto más, sobre la probabilidad de incumplimiento en el caso de una crisis cambiaria, $p(d/cc)$. Habiendo realizado esta última suposición y habiendo calculado la probabilidad de incumplimiento en la ausencia de una crisis monetaria, $p(d/ncc)$, de la fórmula anterior, podemos calcular lo que sería el margen en los bonos denominados en dólares en la ausencia de un riesgo de crisis cambiaria para Argentina.

La prima de riesgo en los Euro bonos argentinos denominados en dólares alcanzó un promedio de 3.3 puntos porcentuales durante 1997 y 1998. ¿Cuánto de esto puede ser atribuido al riesgo de devaluación? El cuadro 1 demuestra cómo las variaciones en el supuesto I (Δe , el tamaño de la devaluación en el caso de una crisis cambiaria) y en el supuesto II ($p(d/cc)$, (la probabilidad de incumplimiento en el caso de una crisis cambiaria) afectan el cálculo del margen en el tipo de interés que permanecería luego de la eliminación de un riesgo de crisis cambiaria. Si, por ejemplo, una crisis cambiaria da por resultado una probabilidad del 20 por ciento que Argentina incumpla en sus eurobonos, mientras que una crisis cambiaria daría por resultado un 30 por ciento de devaluación, entonces la eliminación del riesgo de una crisis cambiaria reduciría los márgenes en 138 puntos base del diferencial y el diferencial resultante sería de 182 puntos base.⁸

⁸ Algunos atajos han sido tomados al realizar estos cálculos. En particular, estamos deduciendo probabilidades de riesgo de incumplimiento anual sobre la base de diferenciales que se aplican a los bonos multi anuales con la presunción implícita que aquellas probabilidades permanecerán constantes a través del tiempo

Cuadro No. 1

**Argentina: Reducción del margen en dólares
luego de la eliminación del riesgo monetario**

Supuesto I: Tamaño de la Devaluación en el caso de una Crisis Monetaria (porcentaje)					
		20	30	40	50
Supuesto II: Probabilidad	10	103	85	77	72
De incumplimiento en el	20	186	138	116	103
Caso de una crisis	30	271	182	155	133
<i>cambiaria (porcentaje)</i>					

Nota: Sobre la base de un promedio del margen en eurobonos de 330 puntos base durante 1997-98. Asume una recuperación fraccionada luego del incumplimiento de 25 por ciento.

C. Estabilidad e Integración

La dolarización puede ofrecer otros beneficios tan importantes como son los márgenes de riesgo, que a pesar de que no se puedan observar inmediatamente, pueden proporcionar grandes beneficios a través del tiempo. Para los países en desarrollo, el principal atractivo de la dolarización total es la perspectiva de eliminar la crisis cambiaria. Para empezar, las crisis cambiarias no son costosas solo porque su posible aparición amplía la prima de riesgo, sino debido a las terribles consecuencias para la economía interna.⁹ En México, el PIB bajó 7 por ciento en 1995 y los países Asiáticos afectados por crisis cambiarias presenciaron recesiones en el rango de 7 a 15 por ciento del PIB en 1998. La mayoría de los países severamente afectados en la reciente crisis devaluaron e hicieron flotar su tipo de cambio, sin embargo países con cajas de conversión tales como Hong Kong y Argentina sufrieron terribles ataques especulativos que, a pesar de que no tuvieron éxito sí afectaron seriamente el desenvolvimiento de sus economías.

Se debe hacer hincapié nuevamente en que la dolarización no eliminaría el riesgo de una crisis externa, ya que los inversionistas pueden huir debido a los problemas de sostenibilidad en la posición fiscal o de solvencia del sistema financiero, y la tal "crisis de deuda" puede ser del mismo modo perjudicial.¹⁰ No obstante, la dolarización mantiene la promesa de un concepto de mercado más

⁹ Ver WEO (1998) para estimaciones del costo de quiebras monetarias.

¹⁰ En realidad Panamá ha tenido varias crisis y un gran número de programas del Fondo.

estable, ya que la eliminación del riesgo en el tipo de cambio tendría el efecto de limitar la incidencia y magnitud de crisis y episodios de contagio. Además, grandes oscilaciones en los flujos de capital internacionales originan inesperadas fluctuaciones en el ciclo económico dentro de las economías emergentes inclusive cuando no involucran crisis en la balanza de pagos.

Otro argumento fuerte pero en cierto modo hipotético para la dolarización total, legalmente establecida, es que el cambio en el régimen monetario puede establecer una base firme para un sector financiero solvente, que proporcionaría la base para un crecimiento económico constante y fuerte. El punto aquí es que la dolarización podría ser percibida como algo más que la simple adopción de una moneda extranjera; se la puede identificar con la intención de llevar adelante un cambio institucional irreversible hacia niveles de inflación bajos, responsabilidad fiscal y transparencia. Esta percepción sería reforzada, en particular, si la dolarización legal es establecida no como una acción unilateral sino a través de algún tipo de acuerdo monetario con los Estados Unidos.

Además, la dolarización puede contribuir a la integración económica con los Estados Unidos hasta un punto en el que no sea posible de lograrlo de otra manera. Una cantidad de estudios han encontrado evidencia que las provincias Canadienses tienden a estar más integradas (en términos de volumen comercial y en los de diferencias del nivel de precios) entre ellas que con aquellas de los Estados Unidos con las que están más cerca geográficamente. Las provincias Canadienses comercian más de 20 veces más entre ellas que con los Estados Unidos, luego de rectificar por otras variables que explican el comercio a través de las provincias o estados (McCallum (1995)). Los precios de productos similares presentan 50 por ciento más variabilidad para las ciudades a lo largo de la frontera de los Estados Unidos y Canadá que para las ciudades dentro de un país (Engel y Rogers (1996)).

El uso de una moneda común puede ser un factor explicativo importante de este patrón de integración del mercado nacional, dados los bajos costos de transacción y restricciones para comerciar a lo largo de la frontera de los Estados Unidos con Canadá. La diferencia de precios a lo largo de la frontera, por ejemplo, se debe a los precios "inflexibles" (o salarios) en la moneda interna, para que las fluctuaciones en el tipo de cambio nominal den por resultado cambios en los precios relativos de los productos (no transables) en las ciudades a lo largo de la frontera. Una hipótesis similar fue propuesta por Mussa (1986) quien notó la más alta discrepancia del tipo de cambio real entre las distintas ciudades de Canadá y Estados Unidos (utilizando los niveles de precio local en el cálculo) cuando existen tipos de cambio flotantes entre los Estados Unidos y Canadá. Dentro de poco, la adopción de una moneda común podría originar en estos términos una integración económica más cercana en los mercados de productos.

La dolarización también puede originar una integración más cercana en los mercados financieros. Uno de los efectos más profundos atribuidos a la dolarización

en Panamá es la estrecha integración de su sistema bancario con el de los Estados Unidos y en realidad con el resto del mundo, particularmente desde la gran liberalización en 1969-1970. El riesgo cambiario puede ser una fuente importante de vulnerabilidad en los sistemas financieros, particularmente cuando existen grandes volúmenes de activos y pasivos denominados en dólares. La eliminación de esa fuente de vulnerabilidad puede contribuir a edificar un sistema más sólido que puede más fácilmente ser una parte activa de los mercados financieros internacionales. La dolarización también haría que la imposición de controles de capital sea más difícil ya que sería posible convertir todos los activos en dólares en efectivo. Por esto, la dolarización hace que la integración sea más fácil y el aislamiento del sistema financiero interno más difícil.

D. Señoreaje

Un país que adopta una moneda extranjera como moneda de curso legal renuncia a sus derechos por señoreaje. El señoreaje son las ganancias acumuladas para las autoridades monetarias de su derecho a emitir moneda de curso legal. Se puede pensar en el dinero como una deuda que no devenga intereses; la posibilidad de emitir esta deuda que no devenga intereses es una fuente de ingresos para las autoridades monetarias. Además, los requerimientos de la reserva legal en bancos pueden no devengar intereses (o ser remunerada más abajo de los niveles del tipo de mercado) y por ende contribuir al señoreaje. Por esto, el flujo anual del señoreaje se mide frecuentemente como el incremento en la base monetaria (la suma del dinero en circulación más las reservas bancarias). Las autoridades monetarias pueden utilizar al señoreaje para comprar activos (típicamente reservas en divisas extranjeras, bonos del Estado y préstamos al sector bancario) o para “gastarlo” financiando un déficit fiscal. La medida del señoreaje se explica en más detalle en el recuadro 1.

Existen dos componentes para la pérdida del señoreaje implicado por la dolarización. Primero, existe un costo inmediato de “existencias”; del stock de moneda existente en el momento *t*. Para adoptar el dólar y retirar la moneda interna de circulación cambiándola por el dólar de los Estados Unidos, las autoridades monetarias tendrían que “comprar” esta existencia de moneda nacional en posesión del público (y bancos), devolviéndoles el señoreaje acumulado que se ha ganado a través del tiempo. Segundo, las autoridades monetarias renunciarían a las ganancias futuras del señoreaje proveniente del flujo de nueva moneda impresa cada año para satisfacer el incremento en la demanda de dinero. Nótese que inclusive con la dolarización, el banco central (o su institución sucesora) conservará todavía la posibilidad de imponer requerimientos de reserva a los bancos.¹¹ Por lo tanto, la inevitable pérdida del señoreaje abarca solo al dinero.

¹¹ En la actualidad, los requerimientos de liquidez depositados en el Banco Central de Argentina ganan un tipo de interés comparable a los niveles del mercado. Pero la decisión de mantener o cambiar esa política es independiente de la dolarización.

Recuadro No. 1
Medición del Señoreaje

El flujo anual del señoreaje es simplemente el incremento en el volumen del dinero nacional, suponiendo que existen requerimientos de reservas no remuneradas sobre los bancos. Como contraparte de la emisión de dinero, el banco central adquiere activos que sí devengan intereses, tales como reservas en moneda extranjera, garantías del gobierno y préstamos a los bancos privados. En un sistema de caja de conversión, por ejemplo, los bancos centrales deben adquirir divisas en un monto equivalente a la emisión de la moneda nacional. Como resultado de la emisión de pasivos que no genera obligación (emisión monetaria) y el mantenimiento de activos que generan intereses (reservas en divisas extranjeras, etc.), el banco central obtiene una utilidad (bruta), la cual a menudo los bancos centrales denominan señoreaje.

La relación entre el señoreaje (el incremento en volumen del dinero nacional) y las utilidades del banco central resultantes pueden crear alguna confusión. Es útil demostrar entonces que estas dos cantidades son equivalentes a valor presente descontado. En el caso de la caja de conversión, esto se puede hacer de la siguiente forma. Primero el valor actual del incremento anual en moneda es igual a:

$$S_1 = M_t - M_{t-1} + \frac{M_{t+1} - M_t}{(1+i)} + \frac{M_{t+2} - M_{t+1}}{(1+i)^2} + \dots$$

Segundo, las utilidades (brutas) del banco central son el interés devengado en las reservas (equivalente, en dinero), que en valor presente son iguales a:

$$S_2 = \frac{iM_t}{(1+i)} + \frac{iM_{t+1}}{(1+i)^2} + \frac{iM_{t+2}}{(1+i)^3} + \dots$$

Reordenando el lado derecho de la primera ecuación da como resultado:

$$S_1 = -M_{t-1} + \frac{iM_t}{1+i} + \frac{iM_{t+1}}{(1+i)^2} + \frac{iM_{t+2}}{(1+i)^3} + \dots = S_2 - M_{t-1}$$

que demuestra que las dos medidas son equivalentes en el sentido de valor actual, excepto por la existencia inicial de dinero, M_{t-1} (O que son totalmente equivalentes si el cálculo comienza desde el principio de la economía, cuando el dinero fue emitido por primera vez).

En el caso de Argentina, el primer costo de dolarización sería el de la sustitución de las existencias o del *stock* que implicaría hacer un desembolso de alrededor de USD 15 mil millones en moneda nacional que son mantenidos fuera del banco central. Además, se debe considerar el flujo del señoreaje que resulta del incremento de dinero a través del tiempo. Este incremento anual de dinero promedió USD 1.0 mil millones o alrededor de 0.35 por ciento del PIB entre 1993-98, a pesar que fue seriamente afectado por la crisis tequila.¹² Viendo hacia delante, inclusive en la ausencia de la crisis, el incremento anual del dinero es probable que disminuya mientras que el avance tecnológico permita el uso creciente de medios alternativos de pago.

Para los países G7, el promedio anual de incremento en el dinero fue equivalente a 0.3 por ciento del PIB durante los últimos 10 años. Asumiendo que el incremento anual en dinero para Argentina también llegará a 0.3 del PIB durante los próximos años, la pérdida del señoreaje a causa del incremento en la demanda de dinero aumentaría aproximadamente en USD 1.0 mil millones adicionales. Por esto, el costo del señoreaje sería de USD 15 mil millones iniciales más la pérdida anual de USD 1 mil millones a causa del incremento en la demanda del dinero. Equivalentemente, se puede estimar la pérdida potencial del señoreaje de la dolarización como el interés devengado actualmente en las reservas ya que estas circularán como dinero. (Esta medida es semejante a las medidas de utilidades del banco central descritas en el recuadro 1). Los intereses anuales devengados sobre la existencia de reservas internacionales, que es la contraparte de la existencia de moneda nacional, se estiman en alrededor de 700 millones de dólares por año, o 0.2 por ciento del PIB.¹³ Estos intereses devengados aumentarían con el tiempo a causa del incremento en la demanda del dinero; bajo los supuestos anteriores, el flujo de utilidades por intereses duplicaría el monto original en 10 años.

Para los países que todavía no tienen suficientes reservas extranjeras para comprar su moneda nacional y por lo tanto dolarizar, la adquisición de un stock inicial puede acarrear algunos costos indirectos.¹⁴ Si el país enfrenta una restricción de acceso al crédito y no puede pedir prestado, estaría forzado a llevar a cabo un superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente para acumularlos. Esto podría representar un costo importante en términos de la inversión perdida, como es probable para muchos de los países en desarrollo, donde la política óptima

¹² Argentina percibió un señoreaje mucho más alto, un promedio de 2.2 por ciento del PIB, durante los últimos 20 años, que resultó en una inflación alta.

¹³ Bajo las reglas de la caja de conversión se requiere al gobierno el mantenimiento de suficiente reserva extranjera para respaldar la moneda nacional, y por ende no puede "gastar" la emisión anual de moneda financiando el gasto público, por ejemplo.

¹⁴ Sobre estos puntos ver Fischer (1982). Para Argentina, la existencia de reservas disponible es suficiente para comprar la base monetaria pendiente.

involucraría de otra manera algún déficit en la cuenta corriente. Inclusive si el país podría pedir prestado el respaldo requerido, el incremento resultante en deuda externa del estado puede incrementar la prima de riesgo enfrentada por el país y por lo tanto las tasas de interés internas y en general podría aumentar el riesgo de crisis de la deuda cuesta abajo.

Los Estados Unidos, de su lado, obtendría más señoreaje por efectos de la adopción de la dolarización por parte de otros países. Por lo tanto, se presentaría el caso para las autoridades de los Estados Unidos de compartir parte de todas estas ganancias adicionales del señoreaje con las economías que adopten el dólar de los Estados Unidos. Existe un precedente a esto en los acuerdos entre África del Sur y otros tres estados que usan el rand (Lesotho, Namibia, y Swaziland). Los Estados Unidos no tiene un acuerdo de participación con Panamá o cualquier otra economía dolarizada legalmente, a pesar de que las autoridades de los Estados Unidos hasta ahora no han rechazado esta posibilidad en conexión con nuevos países en el Hemisferio Occidental dispuestos a adoptar el dólar de los Estados Unidos.

E. Autonomía de la Política Monetaria y la “Opción de salida”

Una dolarización total implica un abandono completo de la política monetaria y del tipo de cambio. Parecería que no hay diferencia al respecto entre los acuerdos de la caja de conversión y una dolarización completa, ya que un país con un acuerdo de caja de conversión no puede devaluar. Sin embargo, una caja de conversión implica alguna oportunidad de salida del tipo de cambio vinculado, solo bajo circunstancias extremas. En realidad, la eliminación del riesgo de esta clase de ajuste es el propósito principal de una dolarización total. Mientras es posible, en principio, introducir de nuevo una moneda nacional, esto parecería ser un proceso largo y complejo, particularmente cuando la nueva moneda pueda ser asumida como más débil que el dólar. Con pocas excepciones recientes, países que introdujeron su propia moneda lo han hecho en circunstancias políticas excepcionales, específicamente en el contexto de una nueva independencia nacional ganada. Además, ellos casi siempre han reemplazado una moneda débil e inconvertible.¹⁵ Si la dolarización es establecida a través de un convenio con los Estados Unidos, sería aun más difícil terminar el status legal de libre circulación del dólar de los Estados Unidos. Por esto, una dolarización total es algo así como una caja de conversión sin opción de salida.

¹⁵ La excepción principal a la regla que nuevas monedas reemplazan a las débiles es Slovakia después de la ruptura de Checoslovaquia y la República Federal Slovaca en 1993, mientras que la presentación de la propia moneda de Botswana en 1976, primeramente circulando a la par con el rand y luego siguiendo una canasta de monedas, es una excepción a ambas generalizaciones.

Los grandes choques, pueden necesitar ajustes considerables del tipo de cambio real. Sin una flexibilidad en el tipo de cambio, el ajuste a estos impactos puede necesitar la reducción de salarios nominales y de ciertos precios, lo cual no puede ser factible sin una recesión substancial, especialmente para economías con mercados laborales poco flexibles.¹⁶ Vale la pena recordar también, que una deflación prolongada (caída en el nivel de precios) correspondiente a una caída obligada en el tipo de cambio real tendría otros problemas. Una deflación así, si no es esperada, resultaría en tasas de interés reales altas con las consecuentes grandes transferencias de deudores a acreedores. Al mismo tiempo, la deflación limitaría el grado al cual las tasas de interés reales pueden caer para compensar la baja de la producción total. Este grupo de circunstancias puede ser tan estresante para el sistema financiero como una devaluación severa.¹⁷

Experiencias tales como las salidas del patrón oro y la devaluación del franco CFA, sugieren que una opción de salida de hecho puede tener algún valor real en la presencia de impactos extremos. La Gran Depresión es tal vez el ejemplo más importante en este siglo de un impacto negativo extremo que justificó una salida del régimen de tipo de cambio fijo de aquella época, el patrón oro. Efectivamente, Argentina comenzó a seguir una política monetaria activa que esterilizó el impacto monetario de salidas de capitales desde 1931 (después de abandonar la convertibilidad un par de años antes), y esta política ha sido considerada ventajosa para lograr un impacto relativamente menor de la Depresión en Argentina (della Paolera y Taylor (1998)). Además existe un consenso de que países avanzados que tuvieron una salida temprana del patrón oro les fue mejor durante la Gran Depresión (Eichengreen y Temin (1997) y Eichengreen y Sachs (1985)).¹⁸

Los países de la zona franca CFA de Africa del Oeste y Africa Central representan ejemplos recientes de países con tipo de cambio fijo firme que escogieron devaluar haciendo frente a severos impactos externos y un resultado de crecimiento deficiente. El régimen se asemeja en algunos aspectos a una caja de conversión, con una moneda completamente convertible y un tipo de cambio fijo con el franco francés sostenido desde 1948 hasta 1994. La Convertibilidad está garantizada por provisiones para sobregiros en el Departamento del Tesoro Francés y por un requerimiento de que un porcentaje de las obligaciones monetarias locales estén respaldadas por reservas extranjeras depositadas en el Departamento del

¹⁶ Un mecanismo de ajuste alternativo, típico en los estados norteamericanos durante las recesiones, es la migración laboral. Véase Blanchard y Katz (1992).

¹⁷ Calvo (1999) hace esta observación. Nótese que ajustes vía devaluación también generan severas ganancias o pérdidas de capital para agentes que tienen posiciones diferentes en divisas del exterior.

¹⁸ Salidas del patrón oro por Argentina en otros tiempos, durante crisis financieras por ejemplo, no fueron suficientes para evitar consecuencias de recesión serias.

Tesoro Francés.¹⁹ Durante la segunda mitad de la década de los 80's y a comienzos de la década de los 90's, un empeoramiento prolongado de los términos de intercambio y un aumento exorbitante en los costos laborales, combinado con una apreciación nominal del franco francés en contra del dólar de los Estados Unidos, condujo a una considerable apreciación del tipo de cambio efectivo real del franco CFA y contribuyó al estancamiento de la producción real. En 1994, los 14 países de la zona dejaron de depender exclusivamente de medidas de ajuste internas y devaluaron su moneda común en un 50%. Esta realineación del tipo de cambio condujo a un giro significativo en la actividad económica de la zona, con una producción, exportaciones, e inversión creciendo rápidamente durante 1994-1997 y una pequeña transmisión a la inflación.²⁰

Estos ejemplos sugieren que proceder a la opción de salir de un acuerdo de tipo de cambio fijo haciendo frente a grandes impactos puede implicar costos sustanciales, particularmente para países que están en una mejor posición para beneficiarse de una devaluación. Por ejemplo, algunos países tienen mayores opciones para enfrentar grandes impactos que requieren un ajuste del tipo de cambio real. Adicionalmente, países que tienen mano de obra local y mercados de productos altamente inflexibles van a encontrar muy duro manejar una devaluación real sin una devaluación nominal. Finalmente, los diseñadores creíbles de las políticas van a estar en una posición más favorable para tomar ventaja de la opción de devaluar, ya que los efectos negativos de la devaluación en las expectativas inflacionarias van a ser más bajos.

Bajo diferentes condiciones, va a ser difícil para países usar con éxito la opción de devaluar. En la medida en que la política monetaria haya sido manejada deficientemente y las expectativas inflacionarias sean altamente sensibles al tipo de cambio, una devaluación probablemente tendrá un alto grado de transmisión en los precios internos, haciendo difícil conseguir cambios en el tipo de cambio real por este medio. De igual forma, en países que están altamente dolarizados, donde el dólar es de hecho la unidad de cuenta, van a tender a encontrar una rápida transmisión de la devaluación en precios internos, limitando la efectividad de las devaluaciones. De hecho, éstas fueron las razones principales del por qué Argentina adoptó una caja de conversión.²¹

¹⁹ Para una descripción de los trabajos de la Zona Franca CFA, revisar Clement et al. (1996).

²⁰ Esta descripción se explica ampliamente en Hernández-Catá et al. (1998).

²¹ Nótese, sin embargo, que Cavallo (1999) ha sugerido que las cajas de conversión sean solo la primera etapa en el desarrollo de una moneda sana, y que una moneda regional multinacional (a la *curo*) podría ser la siguiente etapa una vez que las instituciones y la credibilidad hayan alcanzado el grado necesario de maduración.

Un alto grado de dolarización de los activos financieros y de las obligaciones son otra razón del por qué algunas economías no se beneficiarían de las devaluaciones. Si un país recibe ingresos sustanciales en forma de préstamos en dólares de bancos o corporaciones, una devaluación empeora drásticamente el balance de estos bancos y firmas internas. Aún cuando los bancos otorguen préstamos a firmas nacionales en dólares, y de este modo contrarresten los riesgos en términos de moneda en sus libros, ellos todavía corren un riesgo de depreciación de la moneda. Si ocurre una depreciación sustancial de la moneda nacional, algunos de los clientes de los bancos experimentarán una baja aguda en el valor de sus ingresos en términos de dólares, y no les será posible hacer frente a sus deudas en dólares. Esto es, que en economías altamente dolarizadas (de hecho), finalmente resulta difícil para los bancos aislarse de los riesgos de la devaluación. Así, una devaluación puede resultar en una mayor desorganización en el sector financiero. Como se ha observado en una variedad de recientes crisis monetarias desde México en 1994 hasta la crisis de Asia Oriental en 1997, las devaluaciones, en un contexto de sistemas bancarios débiles y una gran exposición de divisas extranjeras en el sector privado, pueden afectar la salud financiera de bancos y firmas, interrumpiendo agudamente la actividad real.²² Esto implica que una devaluación como una opción de política puede ser prohibitivamente costosa para economías altamente dolarizadas, y el movimiento a una dolarización no ocasionaría la pérdida de una herramienta importante de política.²³

Finalmente, cabe mencionar que, mientras Estados Unidos disfruta ahora de una buena reputación por su estabilidad monetaria y el dólar de los Estados Unidos es mundialmente aceptado y anhelado, esta situación podría cambiar eventualmente. Dos o tres década atrás, el dólar de los Estados Unidos era visto en una posición más débil que la del marco alemán, por ejemplo, a pesar de que esto no afectó significativamente la demanda mundial por el dólar. Por lo tanto, una opción de salida de un sistema de caja de conversión es el cambiar la moneda a la cual la moneda interna está fijada. Mientras el dólar de los Estados Unidos continúe siendo una moneda “deseada” en el futuro previsible, una decisión como la dolarización, de naturaleza casi permanente, a través de un acuerdo bilateral o multinacional, es digna de consideración.

F. La función de prestamista de última instancia y la Estabilidad del Sistema Financiero

Se ha discutido ya que uno de los beneficios de la dolarización total puede ser la eliminación del desajuste cambiario y de sus efectos sobre la economía en general;

²² Léase Lane et al. (1999) para una revisión de la crisis Asiática.

²³ Esto está señalado en Calvo (1999). También revise Hausmann et al (1999) por otros argumentos en contra de el uso de una política de tipo de cambio en el caso de América Latina.

con ella se evitan devaluaciones agudas que puedan causar o agraven las crisis bancarias, como fue el caso en varias crisis monetarias recientes.²⁴ Sin embargo, una dolarización total puede perjudicar la función del prestamista de última instancia (PUI) del banco central y su capacidad de respuesta frente a emergencias del sistema financiero.

Aquí es importante distinguir el rol del banco central operando una ventanilla de descuento para dar liquidez a corto plazo, de su rol de garante final de la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos en el caso de una corrida bancaria sistémica. La dolarización no debería detener la facultad de las autoridades de proveer de liquidez a corto plazo al sistema o asistencia a bancos individuales (pequeños) en apuros. El banco central (o su sustituto) necesita “ahorrar” los fondos necesarios por anticipado o quizás obtener líneas de crédito con bancos internacionales.

En contraste, las autoridades perderán alguna facultad de responder a una corrida rápida de depósitos bancarios si ocurre en todo el sistema. En el caso de una pérdida de confianza generalizada, las autoridades no podrán garantizar todo el sistema de pagos o respaldar completamente los depósitos bancarios. Finalmente, la facultad de imprimir moneda cuando sea necesario permite al banco central garantizar sin ninguna duda que todos los reclamos (en moneda interna) serán totalmente cubiertos bajo cualquier circunstancia. Una vez que la facultad de imprimir moneda deja de existir, aparecen limitaciones a la función del PUI.

La facultad de responder a una corrida bancaria en una economía dolarizada también dependerá de la naturaleza del choque. Si la corrida involucra una fuga hacia la calidad dentro del sistema bancario interno, esta puede ser ajustada por acción de las autoridades monetarias al retirar la liquidez de los bancos fuertes y dársela a las instituciones débiles. Sin embargo, si la emergencia involucra una corrida de todo el sistema bancario interno a capitales en dólares mantenidos en el exterior, se requerirá que las autoridades mantengan grandes capitales en dólares líquidos en relación con el total de las obligaciones del sistema bancario. En el último caso, una economía totalmente dolarizada tendría menos flexibilidad de responder si ésta opera con menos reservas internacionales (como sería el caso, otras cosas igual, si las reservas en divisas han sido “gastadas” para recuperar las reservas de moneda interna).

²⁴ Las crisis bancarias pueden, de hecho, ser una causa de una crisis monetaria, pero generalmente la causalidad va en ambas direcciones. En estas “crisis gemelas”, revise Kaminsky y Reinhart (1999).

Las cajas de conversión pueden alterar la base monetaria solo hasta el punto de que ellas acumulen las reservas necesarias de respaldo, por lo que están casi tan limitadas como lo estarían las autoridades monetarias en una economía dolarizada. Es significativo, sin embargo, que en importantes casos de cajas de conversión las autoridades sí se han permitido algún grado de flexibilidad para producir dinero que no esté completamente respaldado en el límite, en parte, para poder manejar justamente situaciones de crisis bancarias. Esto crea la facultad de aliviar las condiciones de liquidez en situaciones donde las presiones puedan ser mayores y los canales de ajuste normales de las cajas de conversión (a través del sector externo) operen relativamente despacio. A pesar de que el margen para este tipo de operaciones a través de un banco central va a ser necesariamente limitado, éstas pueden ser de mucha ayuda en una situación de tensión de los mercados financieros. En el caso de la corrida del peso argentino durante la crisis "tequila" de 1995, por ejemplo, las autoridades monetarias argentinas pudieron cubrir la salida de los depósitos en pesos argentinos a dólares mantenidos en el exterior así como a efectivo en dólares.²⁵ Reduciendo temporalmente su fondo de reserva, ellos pudieron incrementar la entrega de efectivo en dólares y dar los créditos en dólares a los bancos que necesitaban permanecer a flote.

Como resultado del ataque de 1997 al dólar de Hong Kong, las autoridades monetarias de Hong Kong (AMHK) crearon en septiembre de 1998 una ventanilla de descuento para dar liquidez a corto plazo a los bancos de una forma más flexible y a un costo menor que en acuerdos anteriores. Con el nuevo sistema se espera reducir la volatilidad de las tasas de interés internas a corto plazo. Sin embargo, el volumen máximo de redescuentos es limitado y las AMHK respaldan totalmente los redescuentos con divisas del exterior.

El campo de acción en crisis financieras bajo un esquema de caja de conversión es inevitablemente restringido. De hecho, aún sin las restricciones impuestas por un sistema de caja de conversión, la facultad de un banco central de encontrar una forma de salir de una crisis financiera recurriendo a la sola impresión de moneda es limitada. La inyección de liquidez en el sistema bancario para mantenerlo libre del no pago a los depositantes simplemente puede conducir a una presión mayor en las reservas extranjeras o en el tipo de cambio. Las reservas de divisas del exterior generalmente no serán suficientes para financiar una mayor salida de depósitos.

Por otra parte, la dolarización puede hacer menos probable una corrida bancaria. Con todos los activos monetarios ya dolarizados y sin desajustes cambiarios significativos en las posiciones de los bancos, los depositantes pueden tener mayor

²⁵ Véase Baliño, Bennett y Borensztein (1999).

confianza en el sistema bancario interno. Un papel dominante de bancos del exterior grandes y sólidos en el sistema bancario, los cuales presumiblemente estarían fortalecidos por la dolarización, también reduciría el peligro de un PUI débil, ya sea porque esos bancos indirectamente podrían traer respaldo de bancos centrales del exterior, y porque la confianza de los depositantes en la garantía bancaria de esas instituciones sería significativamente mayor. Estos efectos pueden ser más fuertes que la facultad más limitada de ejecutar las funciones del PUI bajo ciertas circunstancias.

Algunas medidas pueden ser tomadas para fortalecer el sistema bancario y hacerlo más flexible a corridas.²⁶ Por ejemplo, el establecimiento de requerimientos de liquidez superiores y asegurando un crédito eventual, pueden ayudar a mejorar la facultad de responder a retiros de fondos de depósitos. El sistema bancario en Argentina tiene unos niveles de liquidez muy altos en estos días; este podría resistir la pérdida del 27% de depósitos de sus fondos financieros disponibles sin problemas, y más si los requerimientos de liquidez fueran inferiores.²⁷ (cuadro 2).

Sin embargo, existen costos a este tipo de medida. Al imponer requerimientos de liquidez superiores se eleva el costo de la intermediación financiera y finalmente se reduce la cantidad de crédito disponible para su uso. Además, las líneas de crédito de bancos internacionales probablemente jugarían un pequeño papel en el caso de una crisis generalizada. Hasta ahora la experiencia con esta clase de financiamiento ha sido limitada, pero sugiere que las obligaciones tendrían duraciones de corto plazo y los bancos podrían disponer de medios alternativos para reducir su exposición durante los periodos de crisis cuando las líneas fuesen reactivadas.²⁸

Parece inherente a la naturaleza de una crisis bancaria que solamente el apoyo público estuviese firmemente disponible en el caso de ser necesario. Esto indica que alguna forma de asistencia oficial con la función del PUI puede ayudar a moderar esta clase de riesgo. Esta puede ser brindada por organizaciones internacionales o, inclusive, por los Estados Unidos. Una sugerencia ha sido establecer un mecanismo para aplicar el retorno de señoreaje por los Estados Unidos para la creación de un fondo que provea las funciones del PUI.

²⁶ Por supuesto, mejorar la supervisión y regulación ayudará a fortalecer el sistema bancario, pero esas son iniciativas que deberían ser seguidas ya sea en una economía dolarizada o no.

²⁷ Durante el "tequila", los depósitos bancarios bajaron a menos del 20%.

²⁸ Véase FMI, 1999a.

Cuadro No. 2

Argentina: Recursos líquidos en el Sistema Financiero

	Diciembre 1994		Junio 1999	
	En billones de US dólares	Como % de depósitos	En billones de US dólares	Como % de depósitos
Recursos totales	13,4	29,0	33,9	42,5
Requerimientos líquidos	7,7	16,7	16,5	20,7
Efectivo en bancos en pesos y dólares (A)	3,0	6,5	2,9	3,7
Redescuentos en el Banco Central (B) (1)	2,7	5,9	7,8	9,7
Acuerdos Repo con bancos internacionales (C)	0,0	0,0	6,7 (2)	8,4
Pérdida máxima de cobertura de depósitos	6,8	14,8	21,8	27,2
Items Memorando:				
Total depósitos	46,2		79,9	
En pesos	22,8		34,3	
En dólares	23,5		45,6	
Depósitos en bancos extranjeros	7,54	16,3	39,6	49,6

Fuente: FMI estimaciones del personal y Estudio Broda.

(1) Asumiendo el uso total del 33% de la base monetaria, que puede ser respaldada con bonos del gobierno denominados en dólares.

(2) Incluyendo los préstamos del Banco Mundial y BID de \$ 1.0 billon por "el llamado margen".

(3) Calculado como $(A+B+C)/(1-tasa \text{ de requerimientos de liquidez})$.

III. La dolarización y el Mercosur

El desarrollo de los convenios de comercio regionales como el Mercosur agrega otra dimensión al tema de la dolarización y a la elección de un régimen de tipo de cambio en forma más general. En particular, el tema que ha sido presentado es si la dolarización de Argentina sería compatible con la profundización de la integración económica a través del Mercosur cuando el socio mayor del Mercosur, Brasil, mantiene un tipo de cambio flotante. La disparidad de los sistemas de tipo de cambio lleva a la volatilidad en los tipos de cambio reales bilaterales de los países miembros que puede ser problemática en los campos político y económico.

El tipo de cambio bilateral real de Argentina y Brasil, los socios mayores del Mercosur, presentan un grado variante de volatilidad en los años recientes (figura

4).²⁹ Las amplias desalineaciones estaban relacionadas a episodios de inflación alta y estabilización en ambos países, y a la crisis monetaria más reciente que forzó a la flotación del real. Durante 1994-98, el tipo de cambio real bilateral estuvo sin embargo, relativamente estable. En este período, las monedas de ambos países estuvieron, en una mayor o menor medida, vinculadas al dólar de los Estados Unidos. Mientras que es difícil anticipar la volatilidad de este índice bilateral después de la flotación del real, uno hubiera esperado que la volatilidad fuera mayor que en el período cuando ambos países estaban vinculados al dólar de los Estados Unidos pero mucho menor que durante los períodos de mayor volatilidad que ocurrieron en el contexto de las hiperinflaciones o de crisis cambiarias. Algún grado de flexibilidad en tipos de cambio bilaterales reales es deseable para conseguir cambios en los precios relativos y en el balance macroeconómico. Los tipos de cambio responden a condiciones macroeconómicas y, si las coyunturas no están sincronizadas en los dos países, se espera que el tipo de cambio real entre sus monedas muestre un grado de variabilidad razonable. Es posible ilustrar empíricamente este asunto para un grupo dado de países mediante la generación de estimaciones de choques de oferta y demanda en cada país y preguntando en qué medida estos choques están correlacionados en estos países. Si están altamente correlacionados, es necesario un pequeño ajuste del tipo de cambio real bilateral en sus cuentas. Hemos visto que la volatilidad del tipo de cambio real bilateral de Argentina-Brasil en años recientes parece estar asociada con programas anti-inflacionarios, del tipo del choque de demanda. Se puede esperar que una política de tipo de cambio unificado elimine la mayoría de este tipo de choques y por ende esta justificación de fluctuaciones del tipo de cambio real bilateral. El modelo de choques de oferta, sin embargo, es más probable que sea el mismo bajo diferentes regímenes de tipo de cambio y por lo tanto es de mayor interés. La evidencia sugiere que ni los choques de demanda ni los de oferta están positivamente correlacionados en los países del Mercosur. Esto implica que modificaciones dentro de los tipos de cambio del Mercosur puedan ser las respuestas apropiadas a este tipo de impactos.³⁰ Alternativamente, la sugerencia es que fijar estos tipos de cambio podría aumentar la volatilidad del producto real.³¹

Tipos de cambio reales bilaterales muy volátiles pueden no obstante ser problemáticos para economías que están muy integradas en el contexto de un acuerdo de comercio regional, ya sea por razones económicas o políticas. El

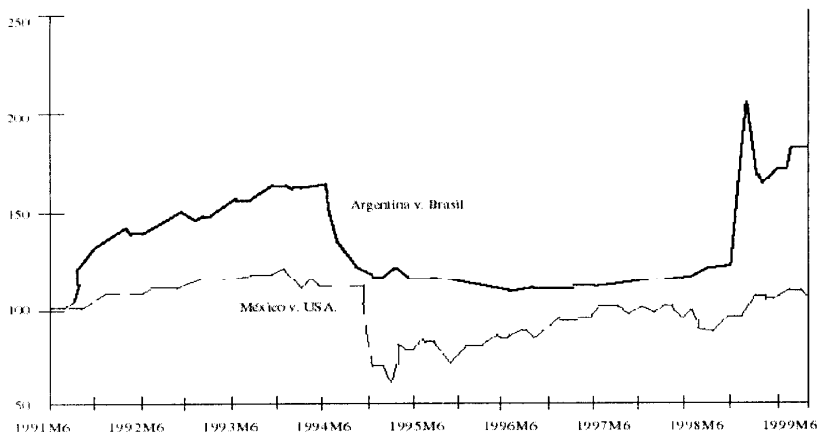
29 La unión de aduanas de los países del Mercosur comenzó en enero 1 de 1995. El levantamiento de las barreras comerciales dentro de la región, sin embargo, comenzó tan pronto como en 1986 con una aceleración significativa después del Tratado de Asunción en 1991.

30 La metodología es la de Bayoumi y Eichengreen (1994), actualizada con la información durante 1998 de Arora (1999).

31 El mismo análisis indica que también existe una base frágil para una zona monetaria óptima incluyendo a los Estados Unidos y otros países en el hemisferio.

Figura No. 4

**Tipos de cambio reales bilaterales, Junio 1991-Octubre 1999
(Junio 1991= 100)**



impacto de la volatilidad cambiaria real bilateral depende de cuan extensivos sean los enlaces comerciales entre las economías. Mientras que las economías del Mercosur alguna vez estuvieron bastante próximas, esto ha ido cambiando rápidamente en la última década. Sin embargo la tendencia hacia la “regionalización” del mercado internacional en esta zona no es tan fuerte como comúnmente se cree, especialmente si uno toma 1995 como la fecha de inicio del Mercosur. Mientras que las exportaciones de los países del Mercosur a la región se han extendido considerablemente desde el lanzamiento del acuerdo, no ha ocurrido un aumento significativo en la participación en el mercado en los mercados de importación de los países miembros.³² En otras palabras, las exportaciones dentro de la región del acuerdo han crecido bastante de acuerdo con el crecimiento de las importaciones por los países miembros, pero la participación de los países del Mercosur en las importaciones de los países del Mercosur ha crecido solo moderadamente (cuadro 3). El crecimiento en importaciones es mucho más significativo, sin embargo, si se considera una fecha anterior como el punto de partida, reflejando parcialmente el hecho de que algunas reducciones de aranceles fueron acordadas antes de la unión aduanera. Inclusive desde una perspectiva de largo plazo, el proceso se desaceleró significativamente en años recientes.

³² Véase, por ejemplo, Levy Yeyati y Sturzenegger (1999).

Cuadro No. 3

Distribución del comercio en el Mercosur, período: 1980 – 1998
(Porcentaje del total del comercio por país)

	1980			1985			1990			1995			1998		
	Exp.	Imp.	Total	Exp.	Imp.	Total	Exp.	Imp.	Total	Exp.	Imp.	Total	Exp.	Imp.	Total
Argentina	18,6	17,2	17,8	10,1	30,6	16,5	19,1	30	21,8	40	25,6	33	43,7	28	35,1
Bolivia	31,8	21,6	27,3	57,4	40,9	49,1	38,2	40,8	30,3	16,7	78,7	73,2	16,2	50,2	39,7
Brasil	12,1	6,6	8,9	5,5	6,6	5,9	6,3	13,2	9,4	16,9	16,1	16,5	20,7	17,8	19,1
Chile	16,9	11,9	14,3	8,4	12,7	10,3	9,1	15,7	12,3	11,9	17,5	14,6	11,6	15,6	13,8
Paraguay	44	51	48,6	29,3	54,6	44,6	38,9	32,3	35,2	61,2	43,1	47,1	58,9	52	53,6
Uruguay	35,2	30,3	32,2	25,3	32,5	28,6	35,4	42,5	38,5	48,9	47,9	48,3	55,3	41	46,5

FUENTE: Dirección de Estadística de comercio, FMI.

El impacto de las fluctuaciones del tipo de cambio bilateral también dependen de la estructura del comercio entre los países. Si el comercio incluye mayoritariamente productos básicos u otros productos homogéneos con un mercado mundial bien integrado, las fluctuaciones en los tipos de cambio bilaterales no tendrían mucho impacto. Pero si el comercio bilateral toma lugar en sectores que producen productos similares y compiten por cuotas de mercado en los mercados nacionales de ambos países (mercado industrial interno), cambios mayores en el tipo de cambio real tendrían un impacto rápido en la rentabilidad y resultados de los productores afectados. Esta volatilidad afectaría la inversión y crecimiento en los sectores implicados y también puede dar lugar a presiones proteccionistas. A pesar de que las fluctuaciones en el tipo de cambio real bilateral representan un ajuste a las condiciones macroeconómicas variables en los respectivos países, la integración estrecha en el contexto de un acuerdo de comercio todavía puede dar lugar a tensiones políticas. En efecto, las fricciones comerciales entre Argentina y Brasil se han incrementado considerablemente después de la depreciación del real a comienzos de 1999.

En cuanto a la compatibilidad de los acuerdos del Mercosur con la dolarización, dos puntos deben ser señalados. Primero, la dolarización no alterará significativamente la situación actual, con Argentina manteniendo un nivel estable frente al dólar de los Estados Unidos y Brasil teniendo un tipo de cambio variable. Tal vez la diferencia principal sería en términos de una cercana irreversibilidad de la dolarización comparada con un acuerdo de la caja de conversión. Segundo, el grado de integración entre las economías de Argentina y Brasil puede aumentar considerablemente en el futuro. Mientras que el acuerdo es actualmente una unión de aduanas (con excepciones especiales) existen planes para ampliarlo hacia la formación de una sola economía de mercado, al estilo de la Unión Europea. Si la región alcanza este nivel de integración económica, se necesitará considerar el tema de la necesidad de una moneda común.³³

³³ Este punto lo hace Eichengreen (1999)

IV. Conclusiones

¿Cuál es el balance de los costos y los beneficios de una dolarización total? Nuestro análisis tal vez haya sido frustrantemente en dos direcciones. En nuestro punto de vista, esto es inevitable, dada la complejidad del tema y el estado actual del conocimiento acerca del tema. Por lo menos podemos estimar los beneficios potenciales de las tasas de interés bajas y el costo de ingresos por señoreaje pasados. Pero algunas de las consideraciones más importantes, como es el valor de mantener una opción de salida, son las menos cuantificables.

¿Cuáles países tienen una mayor probabilidad de beneficiarse de la dolarización? El primer grupo de candidatos está formado por países que están altamente integrados con los Estados Unidos en el comercio y las relaciones financieras (y son candidatos a formar lo que la literatura económica llama un área monetaria óptima). Todavía la mayoría de los países en América Latina son muy diferentes de los Estados Unidos en su estructura económica y probablemente no se beneficiarían mayormente de la dolarización a no ser que ésta se realice en el contexto de una integración profunda del mercado (al estilo de la Unión Europea). La discusión actual (y este artículo) se centra en un grupo diferente de candidatos: las economías de los mercados emergentes expuestas a fugaces salidas de capitales pero no necesariamente cerradas, en un sentido económico, a los Estados Unidos. Para este grupo, mientras más se use el dólar de los Estados Unidos en sus productos internos y mercados financieros, menor es la ventaja de mantener una moneda nacional. Para una economía que ya está extremadamente dolarizada, los ingresos por señoreaje serían menores (y el costo de comprar el stock restante de moneda nacional también sería menor), los riesgos de los bancos y negocios harían que la devaluación sea financieramente riesgosa, y el tipo de cambio no serviría como un instrumento de política porque los precios serían “inflexibles” en dólares. En estos casos, la dolarización podría ofrecer más beneficios que costos.

Referencias

- Arora, Vivek, 1999, "Exchange Rate Arrangements for Selected Western Hemisphere countries", unpublished, International Monetary fund.
- Baliño, Tomás J., Adam Bennett, and Eduardo Borensztein, 1999, *Monetary Policy in Dollarized Economies*. Occasional paper 171. Washington: International Monetary Fund.
- Bayoumi, Tamim and Barry Eichengreen, 1994, "One Money or Many?" *Princeton Studies in International finance*.
- Blanchard, Olivier Jean and Lawrence Katz, 1992, "Regional evolutions", *Brookings Papers on Economic Activity (U.S.)*; No. 1:1-75.
- Bogetic, Zeljko, 1999, "Official or Full Dollarization: Current experiences and Issues," International Monetary Fund, June; mimeographed.
- Calvo, Guillermo A., 1999, "On Dollarization," mimeo, University of Maryland, April.
- Cavallo, Domingo F., 1999, "The Quality of Money", paper presented at the occasion of the Award Ceremony of the Doctorate Honoris Causa presented by the University I-Pantheon Sorbonne.
- Clement, Jean A.P. and others, 1996, *Aftermath of the CFA Franc Devaluation*, IMF Occasional Paper No. 138 (Washington: International Monetary Fund).
- Collings, F.d' A., 1983, "The Rand Monetary Area" IMF Paper DM/83/6, (Washington: International Monetary Fund).
- Courchene, Thomas H. and Richard G. Harris, 1999, "From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency Integration," C.D. Howe Institute Commentary.
- Engel, Charles and John H. Rogers, 1996, "How Wide is the Border?" *American Economic Review*, Vol. 86 (December) pp. 1112 – 1125.
- Eichengreen, Barry and Peter Temin 1997, "The Gold Standard and the Great Depression," NBER Working Paper No. 6060. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

- Eichengreen, Barry, 1998, "Does Mercosur Need A Single Currency?" NBER Working Paper No. 6821. (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- _____ and Jeffrey Sachs, 1985, "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s" *Journal of Economic History*, 45, pp. 925 – 46.
- Fischer, Stanley, 1982, "Seigniorage and the Case for a National Money," *Journal of Political Economy*, Vol. 90, pp. 295 – 313, April.
- _____, 1993, "Seigniorage and Official Dollarization." In Nissan Liviatan, editor, *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, pp. 6 – 10. World Bank Discussion Paper 207 (Washington: World Bank).
- Frankel, Jeffrey, 1999, "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at All Times," Graham Lecture, Princeton University, April 20.
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger C. Wolf, 1998, "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?," NBER Working Paper No. 5874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Hausmann, Ricardo, Michael Gavin, Carmen Pages-Serra, and Ernesto Stein, 1999, "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime." Working Paper. (Washington: Inter-American Development Bank).
- Hernández-Catá, Ernesto and others, 1998, *The West African Economic and Monetary Union: Recent Developments and Policy Issues*, IMF Occasional Paper No. 170 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund, 1999a, *International Capital Markets Report* (Washington: International Monetary Fund, September).
- Kaminsky and Reinhart, 1999, "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems," *American Economic Review*; 89:473-500, June.
- Kiguel, Miguel, 1998 "Debt Management: Some Reflections Based on Argentina," Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper No. 364 (Washington: American Development Bank).
- Lane, Timothy, and others, 1999, *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand*, IMF Occasional Paper No. 178 (Washington: International Monetary Fund).

- Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger, 1999, "The Euro and Latin America-III: Is EMU a Blueprint for Mercosur?" paper presented at the "Desarrollo Político Comparado de Argentina y Brasil" Seminar at Universidad Torcuato Di Tella, April.
- McCallum, John, 1995, "National Borders Matter: Regional Trade Patterns in North America," *American Economic Review*, June, 85(3), pp. 615-23.
- Moreno-Villalaz, Juan Luis, 1999, "Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration." Forthcoming in *Cato Journal*. Vol. 18, No. 3 (Winter).
- Mussa, Michael, 1986, "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchanges Rates: Evidence and Implication," *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Autumn, 25, pp. 117-214.
- Paolera, Gerardo della, and Alan Taylor, 1999, "Economic Recovery From the Argentine Grad Depression: Institutions, Expectations and the Change of Macroeconomic Regime," NBER Working Paper No. 6767 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Petas, Peter and Rashique Rahman, 1999, "Sovereign Bonds-Legal Aspects that Affect Default and Recovery" *Global Emerging Markets*, Deutsche Bank, vol. 2, No, 3, May.

Comentarios

MATÍAS VERNENGO

Hay tres cosas en las que estoy plenamente de acuerdo con la presentación de E. Borensztein, la primera de ellas es el énfasis puesto al carácter evolutivo de la economía y de que en tal virtud se ve a la dolarización como una respuesta a los cambios que se producen en el campo de la economía. Esta visión está completamente de acuerdo con el tipo de tradición asociada al estructuralismo y la gente como Lance Taylor que pone justamente énfasis en este tipo de perspectiva.

El segundo punto y que no había visto en ningún otro *paper* de la dolarización es el énfasis en los efectos que una devaluación tendría en términos de crisis tipo “*debt deflation*” a la Irving Fisher o sea que ese sería uno de los principales problemas de inestabilidad causados por una depreciación o una devaluación. Y, finalmente el tercer punto es la forma de medir el riesgo soberano.

Por otro lado tengo algunos puntos más en términos de dudas y de preguntas que en desacuerdos y que están asociados básicamente a la cuestión fiscal y a la de cuenta corriente. En concreto al peso relativo que se da a estos aspectos de la economía en las crisis externas así como también a la depreciación y controles de capital como instrumentos para la gestión de la política económica.

En la presentación se resalta la conexión que existiría entre el menor riesgo cambiario asociado al régimen de dolarización o de cualquier esquema de “*hard peg*” con la reducción de las tasas de interés domésticas lo que tendría un efecto fiscal positivo y también un efecto sobre la inversión y sobre el crecimiento económico. Esta conexión resulta interesante más aún cuando implica que se dispondrían de recursos fiscales para reducir algunos de los efectos negativos de las políticas de liberación que generalmente van junto con los programas de estabilización.

En relación con la afirmación de que la re-introducción de controles de capital trae la posibilidad de riesgos de *default*, sería importante revisar la experiencia Asiática donde varios países como la China, la India o Malasia lo hicieron y el efecto sobre *default* no fue tan grave como podría haberse esperado al menos en relación con otros países que no lo hicieron con resultados menos alentadores.

La utilización de una medida basada en una regla de paridad de interés para advertir u observar la probabilidad de una crisis externa, no parece ser la única ni la más recomendada. Por ejemplo, se podría intentar medidas más asociadas a la cuenta corriente y en concreto al diferencial entre la tasa de cambio efectiva y la tasa de cambio que equilibra la cuenta corriente; así como a indicadores que expliquen la interacción de estas mismas variables. Cualquier distancia entre estos indicadores advertiría claramente la insostenibilidad de la cuenta corriente.

Se insiste en el hecho de que las crisis externas están básicamente asociadas a problemas fiscales; sin embargo y nuevamente los casos asiáticos e incluso el propio ejemplo de Brasil, ponen en duda la existencia de esta relación. Más bien parecería ser que están relacionados a los clásicos problemas de cuenta corriente y de su peso relativo como causa esencial de la crisis de estos países.

Finalmente, se hace referencia a otros varios autores que han demostrado que los países que devaluaron primero fueron los que obtuvieron recuperaciones más rápidas como en el período de la gran depresión. Pero es también verdad que luego de la segunda guerra mundial fueron las políticas fiscales activas las que eliminaron todo los problemas del desempleo; y que, el consenso que surgió de esa experiencia fue de que era necesario no devaluar porque las devaluaciones competitivas podían ser peligrosas y que más bien había que mantener cambios relativamente fijos con controles de capital. Si esta experiencia no es válida para hoy en día y por el contrario si lo es la de las devaluaciones exitosas; se debe explicar este tratamiento diferenciado. O se podría concluir que no porque las devaluaciones tuvieron un efecto específico en ese período éstas resuelven todos los problemas de la economía en cualquier momento en el tiempo.

Respuestas

EDUARDO BORENSZTEIN

Las experiencias sobre la conexión entre reformas que dan mayor solvencia fiscal o si se quiere mayor disponibilidad de recursos fiscales son variadas y dependen también de la situación fiscal al momento en que se las está adoptando. El caso de Asia, como bien se menciona, fue prácticamente el único caso de esa envergadura y de esa cobertura regional donde hubo crisis cambiarias que no estaban para nada relacionadas a la situación fiscal. Los países asiáticos pese a haber tenido un *shock* fiscal negativo porque de golpe tuvieron que hacerse cargo de pérdidas en el sector financiero, a veces en el orden del 20 - 30% del producto bruto, partieron de una situación fiscal fuerte; de forma tal que pudieron introducir al mismo tiempo sistemas de seguridad social y en algunos casos bastante generosos. Es decir, este tema depende tanto de la voluntad como de las restricciones concretas presupuestarias.

En general, el supuesto es que todos los países tienen más deuda en dólares que lo óptimo recomendable y no hay mercados como para que puedan tener deuda externa en su propia moneda con muy pocas excepciones y este es el tema que obsesiona a Ricardo Haushman. La evidencia empírica sugiere entonces que el grado de deuda es tal que supera a los ingresos por exportaciones u otros ingresos que están ligados al dólar.

Sobre el tema del efecto de los controles de capital sobre posibles *default* sobre la deuda se toma de la experiencia que surgió con la crisis de la deuda de los años 80, en la que los países entraron en una situación donde les costaba mucho hacer frente a los pagos y se decidió inmediatamente socializarla en el sentido de que el gobierno asumiera toda la deuda privada cuando podría haber habido y seguramente había alguna de las empresas o deudores privados que podían haber seguido pagando sus deudas normalmente pero, como parte del sistema de hacer frente a la crisis no se les permitió hacerlo; y, esto con el beneplácito de los bancos internacionales, lo cual considero que fue un error muy serio. En el caso asiático el único ejemplo que hay es el de Malasia porque China e India no reimpusieron controles de capitales, ya los tenían. India ya los está reduciendo gradualmente y China no. En el caso de Malasia sin embargo, éste país no tenía mucha deuda externa, el flujo de capitales que había recibido había sido bajo la forma de inversión directa y algo de inversión de portafolio pero muy poco en deuda externa; por esto el caso de Malasia es un caso interesante a discutir pero en sí mismo porque tiene ciertas particularidades.

