

# 1

---

## Dolarización financiera: Un panorama general

*Adrián Armas, Alain Ize y Eduardo Levy Yeyati*

### 1.1. Introducción

Este libro ofrece una colección de ensayos, comentarios y discusiones sobre las raíces, riesgos e implicancias de política económica de la dolarización financiera de facto. El análisis y las conclusiones se basan en una exhaustiva revisión de la literatura teórica y empírica acerca del tema, así como en contribuciones originales sobre las causas y riesgos de la dolarización financiera. A partir de estas ideas y la revisión de algunas experiencias de países, se extraen lecciones para el manejo de la política económica en entornos altamente dolarizados.

La agenda de política económica es bastante amplia y comprende: (i) *el manejo macroeconómico*, principalmente en términos de política monetaria, pero también de política fiscal y de deuda pública; (ii) *el manejo prudencial*, dirigido a reducir la vulnerabilidad del sector financiero respecto del riesgo crediticio y el riesgo de liquidez inducidos por el descalce de monedas; (iii) *el manejo de crisis*, incluyendo cómo atenuar el costo y la probabilidad de una crisis de liquidez; y, (iv) *las políticas de desdolarización*, en particular si mecanismos de mercado —como la indexación a precios— son suficientes para promover el uso de la moneda local, o si se necesita poner en práctica acciones más agresivas para internalizar por completo los riesgos de la dolarización y desalentar el uso de la moneda extranjera.

En este capítulo introductorio, se revisan brevemente los temas principales relativos a la dolarización financiera tratados en el libro. Siguiendo la estructura del libro, este panorama general se organiza en cuatro secciones. La sección 1.2 da una visión general de la teoría y la evidencia de las raíces de la dolarización financiera. Las secciones 1.3 y 1.4 abordan los problemas principales que las autoridades monetarias y prudenciales enfrentan en una economía dolarizada. La sección 1.5 sintetiza la discusión sobre la factibilidad de desdolarizar y revisa varios caminos alternativos hacia ese fin. Por último, la sección 1.6 resume las principales medidas y los desafíos que se presentan en el futuro.

## 1.2. ¿Qué causa la dolarización?

Las raíces de la dolarización financiera se analizan extensamente tanto en el marco analítico presentado por Ize en el capítulo 2 cuanto en la amplia revisión de la literatura realizada por Ize y Levy Yeyati en el capítulo 3. En estos capítulos se concluye que la dolarización financiera es, sobre todo, el resultado de un equilibrio de mercado en el que los proveedores y los demandantes de fondos eligen una composición óptima de monedas. En este proceso surgen tres motivaciones básicas: (i) *la maximización del retorno corregido por volatilidad* (en presencia de aversión al riesgo) la cual favorece a la moneda más estable y a la que goza de mayor credibilidad, particularmente en el largo plazo; (ii) *la minimización del riesgo crediticio* que favorece a la moneda que minimiza la probabilidad de incumplimiento (en el caso de un acreedor único o de información perfecta) o de pérdida esperada en caso de incumplimiento de pago (en el caso de acreedores múltiples e información imperfecta); y, (iii) *la maximización del valor de la opción de rescate o de una garantía de depósitos* que promueve equilibrios impulsados por el riesgo moral en los que la moneda preferida es la que maximiza los costos esperados del asegurador. Por tanto, la dolarización tenderá a prevalecer en entornos en los que se percibe que la política monetaria es débil –incrementando la volatilidad de los retornos reales de los activos en moneda local– y está orientada a limitar las fluctuaciones del tipo de cambio (reduciendo el riesgo de otorgar préstamos en moneda extranjera respecto de concederlos en moneda local); y en los que los depositantes y deudores en moneda extranjera esperan que el gobierno venga a rescatarlos en caso no se pueda evitar una gran devaluación.

El capítulo 2 ofrece una serie de importantes aportes adicionales respecto de cómo interactúa la política económica con distintas fuentes de dolarización, para lo cual desglosa los problemas que afectan la política monetaria en tres aspectos que, no obstante ser conceptualmente distintos, están interrelacionados: (i) falta de credibilidad; (ii) suavizamiento de las fluctuaciones en el tipo de cambio (miedo a flotar); y, (iii) asimetría (la falta de credibilidad en el suavizamiento de las fluctuaciones de la tasa de cambio no permite que el tipo de cambio nominal se aprecie en tiempos de bonanza, aun cuando se espera que se deprecie en los malos). El capítulo muestra que la falta de credibilidad reflejada en el efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios cumple una doble función. Por un lado, en la dolarización impulsada por la aversión al riesgo, el efecto traspaso define la combinación de monedas que minimiza la volatilidad de los retornos reales en las carteras de los inversionistas, es decir, la cartera de mínima varianza (CMV); mientras que, en la dolarización impulsada por el riesgo crediticio, define la composición de las deudas que minimiza los descalses de monedas de los demandantes de crédito.

Sin embargo, una prima apreciable en moneda local (resultante de una moneda nacional sobrevaluada y una política monetaria asimétrica) puede permitir que el dólar domine la CMV de acuerdo con el paradigma de riesgo crediticio. Además, cuando el miedo a flotar refleja preocupaciones por la fragilidad financiera asociada con una economía altamente dolarizada, la política monetaria puede convertirse en rehén de la dolarización y hacer que múltiples equilibrios sean posibles. Una fuerte dolarización genera miedo a flotar, lo que limita el riesgo de los préstamos en moneda extranjera y valida la preferencia por esa moneda. Por el contrario, una baja dolarización permite a las autoridades monetarias

seguir una política cambiaria más flexible, limitando el riesgo de los préstamos en moneda local y reforzando la preferencia por esta moneda.

De acuerdo con el paradigma del riesgo moral, el miedo a flotar induce también una preferencia por la moneda extranjera porque permite a los bancos (y a los deudores) aprovechar el financiamiento barato cuando se mantiene estable el tipo de cambio —el escenario más probable—, así como descontar el resultado menos probable en que se devalúa la moneda local y los bancos pierden su capital. Equilibrios múltiples, posibles en un rango de valores de capital para los cuales existe equilibrios con dolarización tanto baja como alta, resultan posibles también cuando la política monetaria es endógena a la dolarización.

El capítulo 3, por su parte, enfatiza que la dolarización puede reflejar fallas de política económica o fallas de mercado. Fallas de política ocurren cuando las autoridades monetarias o prudenciales no pueden comprometerse de antemano a mantener precios estables, a permitir la flotación cambiaria o a evitar rescates financieros en una crisis. En tales casos, la dolarización es resultado de la respuesta óptima de los agentes a un entorno económico subóptimo. Por otro lado, fallas de mercado ocurren cuando la falta de información conduce a fallas de coordinación en las que los acreedores individuales encuentran un incentivo para desviarse del óptimo social. Asimetrías de mercado, tales como mercados de dólares con mayor profundidad o marcos legales extranjeros más eficaces, también pueden promover el uso del dólar, como lo ilustra una reciente experiencia de Costa Rica, tal como lo explica Francisco de Paula Gutiérrez en el capítulo 13. Ciertamente, esas asimetrías —asociadas en parte con efectos de red y retornos a escala crecientes— subyacen en buena parte la literatura del “pecado original” que, a diferencia de los artículos que componen este libro, se centra casi exclusivamente en equilibrios financieros entre residentes y no residentes.

Las contribuciones empíricas sobre las fuentes de dolarización que se resumen en el capítulo 3 proporcionan un amplio apoyo a la visión de CMV. Las estimaciones que presentan Robert Rennhack y Masahiro Nozaki en el capítulo 4 corroboran los resultados obtenidos en trabajos anteriores de que un incremento de 10 por ciento en la CMV se traduce en un aumento de 5 por ciento en la dolarización de los depósitos. Rennhack y Nozaki, así como otros autores, también encuentran que indicadores de calidad institucional contribuyen a explicar la dolarización de los depósitos. Sin embargo, encuentran que estas variables ya no son significativas cuando se excluye a los países de la OCDE, lo que sugiere la necesidad de mejorar significativamente la calidad de las instituciones para reforzar la confianza en la moneda.

Utilizando medidas alternativas de asimetría de la política monetaria para aproximar la prima de moneda local, Rennhack y Nozaki también intentan probar la existencia de una preferencia por el dólar inducida por el riesgo crediticio. Los resultados son mixtos. Encuentran que es significativa la medida del sesgo que asigna un valor más alto a los meses de depreciación de la moneda que a los meses de apreciación de la moneda. Sin embargo, una medida alternativa, basada en la asimetría de la distribución de las depreciaciones de la moneda (para reflejar que los países dolarizados que han experimentado episodios de

alta inflación y elevada depreciación deberían tener distribuciones más asimétricas con colas superiores más largas), no produce resultados significativos. Un estudio similar, aunque no respaldado econométricamente, es el de Hardy y Pazarbasioglu, que se analiza en el capítulo 11, el cual ilustra y contrasta la historia del tipo de cambio en países con alta y baja dolarización.

Sin embargo, como enfatiza Roberto Chang en sus comentarios sobre el capítulo 3, se necesitan mayores esfuerzos para identificar plenamente las causas y la dinámica de la dolarización, especialmente porque el carácter endógeno de las políticas constituye una complicación importante para identificar correctamente la dirección de la causalidad entre política monetaria y dolarización. Estos comentarios son un recordatorio saludable tanto de las limitaciones a las cuales se enfrenta uno en este tipo de pruebas cuanto de la precaución que se requiere para extrapolar conclusiones de políticas desde paradigmas teóricos. Los comentarios de Olivier Jeanne al capítulo 2 apuntan en la misma dirección. En algunas circunstancias, al limitar la prima en moneda local, el miedo a flotar podría promover el uso de la moneda local en vez del dólar.

### **1.3. El manejo monetario en economías altamente dolarizadas**

Ize y Levy Yeyati en el capítulo 3, y Rennhack y Nozaki en el capítulo 4, enfatizan que la dolarización no ha sido un impedimento para la estabilidad de precios. En términos de inflación, a los países dolarizados les va igual de bien, cuando no mejor, que a los países no dolarizados. Sin embargo, tal como señala Juan Antonio Morales en el capítulo 13, este buen desempeño se ha sustentado por lo general en un ancla cambiaria. Rennhack y Nozaki ilustran este punto mostrando que los países dolarizados de América Latina exhiben mucho menos flexibilidad cambiaria que los países no dolarizados.

Leonardo Leiderman, Rodolfo Maino y Eric Parrado proporcionan información más detallada sobre este último punto en el capítulo 5, y muestran que la función de reacción de la autoridad monetaria en algunos países altamente dolarizados de América Latina difiere significativamente de la de algunos países no dolarizados que se utilizan como referencia. Mientras que los bancos centrales de los países dolarizados se preocupan de la inflación, le dan mayor importancia a las fluctuaciones del tipo de cambio nominal; y en algunos casos utilizan al tipo de cambio nominal en vez de la tasa de interés como meta operativa principal. Además, intervienen mucho más en el mercado cambiario y permiten que las reservas internacionales –antes que el tipo de cambio– desempeñen un papel más activo como amortiguador principal contra los choques.

Así, surgen dos preguntas claves: (i) ¿la rigidez del régimen cambiario tiene costos significativos en términos del manejo monetario o prudencial?; y, (ii) ¿cómo pueden los países dolarizados migrar desde un ancla cambiaria hasta un régimen de metas de inflación?

En relación con la primera pregunta, en principio un régimen cambiario más rígido debería limitar la capacidad anticíclica de la política monetaria. Sin embargo, aunque existe cierta evidencia de una volatilidad mayor del producto en los países dolarizados,

ésta no es abrumadora. En el capítulo 3, Ize y Levy Yeyati argumentan que la desventaja principal de la rigidez cambiaria es más indirecta. Al promover la dolarización hace al sector financiero más frágil (por medio del efecto hoja de balance) y limita la capacidad de las autoridades monetarias para hacer frente a grandes crisis de liquidez y choques reales. El trabajo estadístico de los capítulos 6 y 7 demuestra que la calidad de las carteras de préstamos en las economías dolarizadas se deteriora rápidamente con una depreciación y apoya esta conclusión. En el capítulo 12, Philip Turner enfatiza la importancia de los descalces de moneda en la interrupción de los contratos financieros y propone una medida simple y operacionalmente atractiva de vulnerabilidad inducida por el descalce de monedas, basada en el coeficiente de la deuda en moneda extranjera respecto de la participación de transables en el PBI.

Es importante recordar, sin embargo, que la dolarización financiera es (aunque no siempre) una respuesta óptima de manejo de riesgo en el entorno de política económica en el que operan los agentes económicos. Por lo tanto, tal como enfatizan Ize en el capítulo 2 y Kevin Cowan en sus comentarios del capítulo 4, las economías financieramente dolarizadas sólo pueden volverse vulnerables si están expuestas a grandes cambios inesperados de su régimen monetario. También se deduce que una desdolarización forzada probablemente no reduzca el riesgo, salvo que esté acompañada por un cambio en el régimen de política económica.

Con respecto a la segunda pregunta, Armas y Grippa ilustran con bastante nitidez, en el capítulo 6, la factibilidad y beneficios de adoptar un esquema de metas de inflación en una economía dolarizada, a partir de la reciente experiencia del Perú. Los autores muestran el éxito alcanzado en mantener la inflación cercana a la meta, al mismo tiempo que se ha fortalecido la credibilidad de la moneda peruana (el nuevo sol) y se ha contribuido a desarrollar los mercados en moneda local. Muestran asimismo que el cambio de una meta operativa monetaria (reservas bancarias) a una meta de precios (la tasa de interés *overnight*) fue muy importante para ayudar a estabilizar las tasas de interés en moneda local, mejorando así la capacidad de transmisión de la política monetaria y ayudando a desarrollar una curva de rendimiento en moneda local.

Una conclusión relacionada se puede extraer del capítulo 5, en el que Leiderman, Maino y Parrado encuentran que el cambio al esquema de metas de inflación en el Perú ha reducido el efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios (un resultado que parece aplicarse a todos los bancos centrales con metas de inflación, tal como lo nota Klaus Schmidt-Hebbel en sus comentarios) mientras que ha incrementado el efecto de transmisión de la tasa de interés de política monetaria hacia las tasas de interés bancarias. Al inducir cambios en el comportamiento que acomodan a los cambios de política, este interesante resultado sugiere que la reforma de políticas puede autopromoverse.

Armas y Grippa también reconocen, sin embargo, que la alta dolarización continúa afectando la conducción de la política monetaria. En particular, remarcan que las autoridades monetarias siguen preocupadas por el impacto financiero de fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio. Estas preocupaciones se reflejan en: (i) un uso más amplio de las intervenciones en el mercado cambiario; (ii) un alto nivel de reservas internacionales

como un mecanismo auto-asegurador contra los riesgos de la dolarización, así como altos requerimientos de encaje para los pasivos en dólares de los intermediarios financieros; y, (iii) el recurso (transitorio) a los cambios en las tasas de interés para atenuar las presiones en el tipo de cambio.

En este contexto, en el capítulo 5 Leiderman, Maino y Parrado enfatizan que se necesita pensar más en cómo adaptar el esquema de metas de inflación para incorporar intervenciones más frecuentes en el mercado cambiario y explicar mejor al público las restricciones de política impuestas por la dolarización. En sus comentarios, Klaus Schmidt-Hebbel expresa reservas al uso frecuente de las intervenciones cambiarias en esquemas de metas de inflación. En particular, manifiesta la preocupación de que esas intervenciones puedan diluir la credibilidad de la meta de inflación y ser vulnerables a presiones políticas.

#### **1.4. Manejo prudencial y de la crisis**

En su fascinante descripción del reciente “retorno del infierno” del Uruguay, Julio de Brun y Gerardo Licandro discuten, en el capítulo 7, los peligros de la dolarización. Documentan la crisis persistente de liquidez a la que estuvo expuesto el Uruguay a raíz de la crisis bancaria y monetaria ocurrida en la Argentina. Mientras que el sistema bancario uruguayo se benefició inicialmente de los depósitos provenientes de la Argentina, la situación se revirtió y se deterioró rápidamente a medida que se manifestaban los efectos del contagio. Las reservas en dólares disminuyeron y la asistencia rápida del FMI pareció insuficiente para restaurar la confianza. La flotación cambiaria acentuó el estrés financiero y minó la capacidad de pago de los deudores de dólares con ingresos en moneda local. De Brun y Licandro también enfatizan que la devaluación complicó en importante medida el manejo de la situación fiscal y la deuda pública, ya que la mayor parte de la deuda estaba dolarizada y el sistema bancario, gran parte del cual era público, se benefició de garantías oficiales implícitas. A su vez, la situación fiscal y de deuda pública empeoró y contribuyó a socavar aun más la confianza. La crisis fue superada sólo cuando la convertibilidad de los depósitos se suspendió parcialmente. En particular, esto implicó que cuando las obligaciones de los depósitos no pudieron ser respaldadas por los bancos, éstos se liquidaron o, en el caso de los bancos públicos, se reprogramaron sus depósitos no transaccionales.

De Brun y Licandro extraen un gran número de lecciones de la crisis: (i) la fijación de metas cambiarias y las garantías a los depósitos promueven la dolarización al limitar artificialmente los riesgos de los instrumentos financieros en dólares; (ii) al introducir un componente variable e impredecible, la dolarización de la deuda pública complica tanto la medición de la situación fiscal cuanto la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública; (iii) modificar el régimen cambiario en medio de una crisis puede complicar en gran medida su manejo; y, (iv) para compensar la capacidad limitada como prestamista de última instancia en dólares, los depósitos en esta moneda deberían estar sujetos a elevados requerimientos de encaje.

En el capítulo 8, Jorge Cayazzo, Antonio García Pascual, Eva Gutiérrez y Socorro Heysen, hacen una revisión integral de las reformas prudenciales necesarias para internalizar

mejor los riesgos, limitar la vulnerabilidad de los sistemas bancarios dolarizados y abrir el camino para una política monetaria más flexible. Los autores basan sus conclusiones en una revisión de las pautas de Basilea I y II y en una investigación de las actuales prácticas de regulación prudencial en diecisiete países con niveles de dolarización muy diferentes. Encuentran que todos los países han introducido regulaciones para tratar el riesgo cambiario y que la mayoría ha implementado medidas para reducir las vulnerabilidades de los sistemas financieros respecto al riesgo de liquidez. Sin embargo, sólo una pequeña minoría ha establecido regulaciones específicas para el riesgo crediticio inducido por el descalce de monedas, y, de ellos, muy pocos son altamente dolarizados. Además, la mayor parte de estas reformas son muy recientes, tienen un alcance limitado o todavía no han sido implementadas plenamente. Por lo tanto, aunque la mala noticia es que todavía hay mucho por hacer, la buena es que las cosas están comenzando a moverse. La mayor preocupación por los peligros de la dolarización surge en parte a raíz de las numerosas crisis bancarias recientes en las que la dolarización desempeñó un papel importante.

Cayazzo, García Pascual, Gutiérrez y Heysen presentan un argumento sólido en apoyo de un enfoque más proactivo para internalizar los riesgos de la dolarización. Aunque las medidas que proponen son plenamente consistentes con el espíritu de las pautas de Basilea (en particular con las de Basilea II), indican que la implementación completa de las pautas de Basilea I sería insuficiente para resolver de manera adecuada las vulnerabilidades específicas de las economías altamente dolarizadas. Por lo tanto proponen que: (i) los límites de la posición de cambio se ajusten específicamente para reflejar la dolarización de los balances de los bancos; (ii) la supervisión del riesgo crediticio inducido por el descalce de monedas se fortalezca con una mejor información y divulgación, así como de pruebas de vulnerabilidad más sistemáticas basadas en parámetros determinados por el supervisor; (iii) el marco regulatorio sea específico por monedas, con mayores requerimientos de capital o de provisiones para préstamos denominados en moneda extranjera a deudores que no reciben sus ingresos en moneda extranjera; y, (iv) el uso de los requisitos de liquidez se generalice para limitar la exposición del sistema bancario a un riesgo sistémico de liquidez.

En sus comentarios, Turner indica que una reforma prudencial es absolutamente necesaria. Enfatiza que el marco de referencia de Basilea II debería ayudar hacia este objetivo. En particular, se debería promover el desarrollo de una cultura de evaluación de riesgos cuantitativos que esté plenamente sustentada en la historia estadística. Turner también enfatiza la necesidad de mejorar la divulgación al mercado de los riesgos relacionados con la dolarización. Asimismo, resalta que alentar el ingreso de bancos extranjeros en los mercados nacionales contribuiría a limitar la dolarización y sus riesgos al permitir que los bancos extranjeros presten internamente en moneda local en vez de en moneda extranjera desde el exterior.

El capítulo 9, elaborado por Alain Ize, Miguel Kiguel y Eduardo Levy Yeyati, completa la discusión de los temas prudenciales debatiendo sobre cómo manejar crisis de liquidez sistémicas del tipo de las que experimentaron la Argentina y el Uruguay. Los autores proponen tres puntos principales. Primero, mientras que los seguros de liquidez en dólares son caros en los países en los que las primas por riesgo-país son altas (caso típico de los

países muy dolarizados), un seguro externo que garantice el acceso a la liquidez según sea necesario probablemente será tan caro como un autoseguro, una vez que *se haya ajustado su precio por su cobertura efectiva de riesgo*. Además, su disponibilidad en cantidades suficientes es incierta. Los grandes paquetes de seguros que se han creado recientemente para México y la Argentina mostraron ser decepcionantes en su mayor parte y no fácilmente reproducibles.

Segundo, proveer liquidez sistémica en dólares por medio de reservas centralizadas depositadas en el banco central desalienta a los bancos a mantener su propia liquidez, subsidia la intermediación del dólar y favorece a los bancos más riesgosos a expensas de los más conservadores. En cambio, es óptimo imponer requisitos de activos líquidos (RAL) por los depósitos en dólares.

Tercero, una buena parte de las implicancias legales y fiscales de detener corridas sistémicas de depósitos a través de reestructuraciones forzadas de los mismos se podrían evitar con mecanismo pre-establecidos de interrupción de pago (MIP). El objetivo de los MIP sería suspender automáticamente la convertibilidad de los depósitos a plazo sin romper contratos legales, asegurando un acceso continuo a los depósitos a la vista. Los autores concluyen que si los MIP se introdujeran en periodos tranquilos y de forma no amenazante, y fueran acompañados por políticas prudenciales apropiadas (incluyendo RALs y un marco de resolución bancaria eficiente), se podrían limitar las corridas desestabilizadoras sobre el sistema bancario o reducir su costo una vez que éstas ocurran.

## **1.5. El camino a la desdolarización**

Los capítulos 2 y 3 proporcionan las razones teóricas que explican el porqué uno puede esperar que la dolarización esté sujeta a una inercia considerable y que sea proclive a histéresis en economías que ya están muy dolarizadas. Por ello, desdolarizar puede resultar difícil, incluso si se siguen políticas aparentemente “buenas” y ya se ha estabilizado la inflación.

Una primera línea de razonamiento tiene su origen en el enfoque de cartera de la dolarización. En un régimen monetario restringido –por ejemplo, uno de tipo de cambio fijo–, la dolarización es una función de la política monetaria que el público espera siga el banco central en caso de que el régimen cambiario colapse, sin tener en cuenta cuán improbable sea este colapso. Los depositantes que esperan que la inflación erosione los activos en moneda local, preferirán mantener dólares. A su vez, las expectativas inflacionarias probablemente se traducirán en un alto efecto traspaso, alimentando la reticencia de las autoridades monetarias a dejar flotar el tipo de cambio e impidiendo así que vayan poco a poco ganando credibilidad en su manejo monetario. En consecuencia, aun cuando las autoridades hayan progresado en cuanto a estabilidad de precios, les puede resultar difícil capitalizar sobre este logro y reducir la dolarización.

Los paradigmas del riesgo crediticio y moral proveen ejemplos igualmente impactantes de histéresis de la dolarización. En particular cuando la economía está en



un “mal equilibrio” (en el que el dólar domina la CMV), las mejoras en la credibilidad monetaria no tendrán ningún impacto en la elección de la moneda si no se traducen en una flexibilización efectiva del régimen cambiario.

La alta inercia de la dolarización es corroborada en el capítulo 4, elaborado por Rennhack y Nozaki. Con base en datos de panel y estimaciones dinámicas, estos autores encuentran una persistencia considerable de la dolarización. Una mejora de 10 por ciento en la CMV induce una reducción de la dolarización de sólo 0,3 por ciento después de un año. Encuentran que la persistencia es particularmente alta en la región latinoamericana. Sin embargo, lo más relevante de sus resultados es que los cambios en volatilidades relativas –hacia precios más estables y tipos de cambio más volátiles– a la larga deberían tener buenos resultados. Asimismo, encuentran que su modelo tiene un poder predictivo significativo.

El punto de vista “optimista” según el cual la dolarización debería responder a las buenas políticas es compartido por Cowan en sus comentarios cuando enfatiza que la dolarización se ha estabilizado o ha declinado en todos los países de la región latinoamericana –excepto en dos países– en esta década. También sugiere que, debido a problemas de identificación, la respuesta a cambios radicales creíbles de política económica puede ser mucho más rápida que las que parecen implicar las estimaciones de Rennhack y Nozaki.

Que un buen manejo monetario rinde resultados en materia de desdolarización y de desarrollo del mercado de moneda local es uno de los mensajes claves que surge de la experiencia peruana, explicada por Armas y Grippa en el capítulo 6 y por Renzo Rossini en el capítulo 13. En el Perú, la dolarización se ha reducido significativamente a lo largo de los últimos años, y los mercados de moneda local –incluyendo aquéllos de bonos nominales de mediano plazo– han crecido rápidamente con el actual esquema de metas de inflación.

En el capítulo 11 se proporciona evidencia adicional a favor de las buenas políticas. Allí, Hardy y Pazarbasioglu citan las experiencias exitosas de desdolarización gradual de Israel, México y Polonia, países que se han desdolarizado sustancialmente (aunque sus niveles nunca alcanzaron los del Perú o Bolivia) luego de adoptar esquemas de metas de inflación. También sostienen que la liberalización financiera puede ayudar a desdolarizar a aquellos países en los que los mercados de moneda local han sido reprimidos. Los casos de Egipto y Pakistán ilustran el punto.

El hecho de que buenas políticas parezcan funcionar a pesar de que pueden requerir de mucho tiempo para ser efectivas plantea importantes preguntas estratégicas. ¿Es que todos los países dolarizados deberían seguir la misma ruta y beneficiarse de la desdolarización como un efecto secundario de un cambio hacia esquemas de metas de inflación, o podrían seguir rutas alternativas?

En el capítulo 10, Allison Holland y Christian Mulder presentan un camino alternativo que se basa en la promoción de instrumentos de deuda pública indexados que ayudan a

limitar su costo y riesgo e incentivan el crecimiento de “sustitutos financieros al dólar”. Los citados autores sostienen que los instrumentos indexados no deberían verse como sustitutos imperfectos de aquéllos de renta fija que sólo deban ser usados por aquellos países que no han logrado un rápido progreso en la credibilidad de sus monedas. Muestran que los instrumentos indexados se han desarrollado extensamente en la mayoría de los países industrializados. Si bien reconocen que la liquidez de los instrumentos indexados es a menudo más limitada que la de aquéllos de renta fija –para vencimientos similares– enfatizan que la indexación a precios puede ser la única manera de extender rápidamente el vencimiento de los instrumentos en moneda local en países altamente dolarizados. También hacen hincapié en que, en comparación con los instrumentos de renta fija, los instrumentos indexados reducen el costo de la deuda pública en periodos de desinflación y limitan el incentivo para monetizar la deuda pública. Por lo tanto, su introducción debería mejorar la credibilidad de la política monetaria.

Ize presenta un argumento relacionado en el capítulo 2. Al limitar la vulnerabilidad del sector financiero a las fluctuaciones cambiarias, un cambio de los instrumentos en dólares a instrumentos indexados puede facilitar la flexibilización del régimen cambiario, lo que a su vez, es una condición previa para fomentar la demanda de instrumentos de renta fija en moneda local. La indexación de precios puede constituir de esta manera un “puente” hacia el desarrollo de mercados de moneda local en términos nominales, tal como lo ha ilustrado la reciente experiencia chilena con la “unidad de fomento (UF)”.

Augusto de la Torre presenta una visión un poco menos optimista en sus comentarios sobre la parte IV. Enfatiza que el éxito de la indexación de contratos financieros a precios probablemente sea dependiente de la ruta que se siga. El hecho de que esta indexación haya sido exitosa para prevenir la dolarización en Chile ofrece poca garantía de que también sea útil para revertir la dolarización en países donde la dolarización ya está bien arraigada. Cuando los mercados de dólares ya están desarrollados, la indexación a precios podría ya no ser tan atractiva para los participantes del mercado. Los comentarios de Luis Óscar Herrera, basados en la experiencia chilena, expresan reservas similares. Él enfatiza que la promoción de la UF en Chile fue parte de una estrategia integral muy persistente de “indexación completa” que sería difícil replicar. Herrera también advierte sobre el impacto potencialmente adverso de la indexación en la inercia inflacionaria (una preocupación a la que Leonardo Leiderman se suma en el capítulo 13) y las dificultades que la indexación podría ocasionar en una etapa posterior cuando los mercados financieros locales e internacionales necesiten integrarse (Morales hace un comentario al respecto, sugiriendo que la dolarización es la mejor vía para integrarse a los mercados internacionales). Por lo tanto, Herrera sugiere que los países que ya han logrado estabilizar sus precios deberían continuar directamente hacia la “nominalización” (desarrollar instrumentos de renta fija en moneda local).

Claudio Irigoyen, en sus comentarios, aunque expresa algunas reservas sobre la potencial iliquidez de los instrumentos indexados, presenta un punto de vista intermedio. Está en desacuerdo con la visión de que la indexación en sí misma fomenta la inercia inflacionaria. En cambio, justifica la necesidad de emitir deuda indexada como parte de una estrategia integral de cartera que es aplicable incluso con políticas monetarias con total credibilidad.

El capítulo 11 de Hardy y Pazarbasioglu, presenta el caso opuesto de una desdolarización rápida por medio de conversiones forzadas. Mientras que, con razón, enfatizan que las desdolarizaciones forzadas podrían no ser atractivas políticamente durante tiempos tranquilos, el argumento a su favor parecería más sólido de lo que se reconoce usualmente tanto desde el punto de vista teórico cuanto desde el empírico. Tal como se subraya en los capítulos 2 y 3 y en los comentarios de Jeanne, una conversión forzada podría ser la única manera efectiva de asegurar la coordinación necesaria para una salida exitosa y rápida desde un equilibrio malo de alta dolarización hacia un buen equilibrio de baja dolarización. De hecho, Hardy y Pazarbasioglu muestran que la conversión forzada de Pakistán fue aparentemente exitosa y sostenida. Si bien se requiere alguna cautela en el caso de la Argentina, donde el impacto de la conversión forzada en el largo plazo aún no está totalmente claro, hasta el momento, la experiencia parece estar evolucionando positivamente.

Las experiencias aparentemente exitosas de Pakistán y la Argentina muestran un fuerte contraste con aquéllas no exitosas de Bolivia y el Perú en la década de 1980. Hardy y Pazarbasioglu justifican los distintos resultados principalmente por políticas macroeconómicas posconversión radicalmente diferentes. También enfatizan que políticas que limiten la dolarización de contratos de préstamos, como fue el caso en Pakistán, probablemente limitarían el alcance de la dolarización y, facilitarían una conversión forzada si ésta fuese requerida.

## **1.6. ¿Qué tenemos por delante?**

El mensaje principal del libro es que es tiempo de tomar un enfoque más proactivo hacia la dolarización financiera y sus riesgos. Aunque no es perfecto, nuestro entendimiento del fenómeno de la dolarización ha mejorado mucho. Además, las experiencias iniciales en las reformas de políticas económicas son suficientemente alentadoras para permitir la formulación de una agenda integral de política.

Como lo notan Agustín Carstens, Juan Antonio Morales, Francisco de Paula Gutiérrez y Markus Rodlauer en el capítulo 13, la consolidación fiscal es un requisito previo para cualquier estrategia de desdolarización. Sin ella hay pocas esperanzas de contar con una política monetaria fuerte e independiente. Sin embargo, una vez que se tiene un buen fundamento fiscal, un cambio de régimen hacia la flexibilidad cambiaria y esquemas de metas de inflación es factible incluso en países altamente dolarizados. Esto debería proporcionar, aunque quizá no inmediatamente, los primeros incentivos hacia la desdolarización. Las intervenciones en el mercado cambiario no pueden ser descartadas en estos momentos pero se deben divulgar y explicar de tal manera que el mercado pueda entenderlas y predecirlas (tal como lo enfatizan Leiderman y Rossini en el capítulo 13). Sin embargo, como lo señala Schmidt-Hebbel, estas intervenciones deberían ser abandonadas.

Esto no significa necesariamente que todos los países deberían adoptar de inmediato un esquema completo de metas de inflación. Tal como lo enfatizan Ize y Levy Yeyati en el

capítulo 3, algunos países quizá no poseen los requisitos estructurales o institucionales para apoyar un cambio de política tan radical, y la elección de un régimen cambiario podría responder a otros objetivos diferentes a la desdolarización. Esto tampoco significa que los países tengan que limitarse a elegir entre la flexibilidad cambiaria y la baja inflación, por un lado, y la dolarización completa, por el otro. De hecho, puede ser preferible mantener un sistema monetario con dos monedas, incluso cuando la dolarización financiera es muy alta, si esto incrementa la flexibilidad del tipo de cambio real (Leiderman, Maino y Parrado argumentan que éste es el caso de Bolivia).

Con respecto a la política prudencial, el mensaje principal es que hace falta hacer más, independientemente de las intenciones de las autoridades monetarias y las raíces de la dolarización. En particular, los riesgos de liquidez y solvencia a los que están expuestos los sistemas bancarios muy dolarizados deben internalizarse mejor. Aunque esto debería ayudar a igualar las condiciones para la moneda local, el objetivo principal de una reforma prudencial no es la desdolarización en sí misma sino limitar la vulnerabilidad de los sistemas bancarios de una manera consistente con la eficiencia del mercado y el régimen monetario prevaleciente. En este sentido, la exposición cambiaria asociada con la dolarización debe tratarse como cualquier otra fuente de fragilidad bancaria y resolverse como corresponde. Sin embargo, como se subraya en el capítulo 8, una reforma prudencial probablemente sea mucho más difícil de vender en economías muy dolarizadas. Hacer más restrictivas las normas prudenciales sobre contratos en dólares podría provocar una desintermediación financiera. Esto no es necesariamente malo si refleja una determinación más precisa del precio del riesgo, pero que como lo enfatiza de la Torre, podría también promover formas de intermediación alternativas igualmente (o más) riesgosas.

Al enfrentar estos desafíos, las autoridades prudenciales van a requerir tanto las habilidades necesarias para llevar a cabo reformas cuanto un suficiente apoyo político. Como señala Julio de Brun en sus comentarios, también van a necesitar suficiente autonomía con respecto a la autoridad monetaria de forma tal que no se mezclen las señales de política cuando se fijan los parámetros para evaluar la exposición de los bancos al riesgo cambiario crediticio.

Las reformas monetarias y prudenciales deben complementarse claramente con políticas que ayuden a promover el desarrollo de los mercados en moneda local, lo cual constituye el tercer pilar principal de una agenda integral de política. En particular, un buen manejo de la deuda pública y el desarrollo de un mercado de bonos del Tesoro en moneda local hacen posible construir una curva de rendimiento que se puede utilizar como referencia para emisiones del sector privado. Que esto se lleve a cabo con bonos indexados con un índice de precios al consumidor (IPC) o con bonos nominales dependerá de la credibilidad de la moneda local, en particular de la prima por expectativas de inflación de largo plazo. En muchos casos quizá sea preferible una combinación de valores a corto plazo nominal y a largo plazo indexado. Tal como de la Torre y de Paula Gutiérrez lo subrayan, el interés de los inversionistas por los instrumentos indexados probablemente se materialice más en el caso de los instrumentos de plazo más largo, como las hipotecas, que ofrecen a los fondos de pensiones y a los proveedores de pensiones vitalicias la cobertura de riesgo que necesitan para cubrir sus pasivos de largo plazo indexados al IPC.

Finalmente, las relaciones entre la dolarización de pagos, la dolarización real (es decir, la dolarización de contratos de sueldos y precios) y la dolarización financiera son también importantes al diseñar una estrategia final de desdolarización. Como lo anotan Morales y Rossini en el capítulo 13, el limitar el uso del dólar como medio de pago y unidad de cuenta por medio de reformas legales o regulatorias –esto es, revertir las políticas implementadas en el pasado que acabaron promoviendo la dolarización bajo el supuesto que era necesario para alentar una profundización financiera a bajo costo– debería favorecer el uso de la moneda local y, a la larga, contribuir a la desdolarización financiera.

En resumen, aunque las buenas políticas macroeconómicas son un pre-requisito importante, la experiencia reciente muestra que pueden no ser suficientes. Para vencer una dolarización amplia y fuertemente arraigada es necesaria una estrategia integral que también incluya aspectos microeconómicos y de promoción de mercados.