

11

Desdolarización forzada: La versión extrema

Daniel C. Hardy y Ceyla Pazarbasioglu¹

11.1. Introducción

Existe amplio consenso acerca de que la dolarización parcial puede magnificar las vulnerabilidades de un país (véase Gulde *et al.* 2004).^{2,3} Éstas se relacionan con la balanza de pagos, el sector bancario y sus deudores y con la sostenibilidad fiscal del país. Hay también un amplio acuerdo respecto de que la dolarización es en gran medida el producto de la inestabilidad macroeconómica o de la amenaza de ella, lo que ha llevado a un debilitamiento de la confianza en la moneda nacional.⁴ Por lo tanto, la dolarización puede incrementar las vulnerabilidades de un país ya proclive a choques exógenos o políticas erróneas.

Cómo son afectadas las vulnerabilidades depende del tipo de dolarización. Se ha hecho una distinción útil entre la “dolarización de pasivos”, en la que los bancos tienen pasivos en moneda extranjera con ahorristas en la forma de depósitos en moneda extranjera –DME–; la “dolarización de activos”, en la que los bancos otorgan créditos en moneda extranjera a los residentes –inclusive quizá al gobierno–; la “dolarización real”, que implica que los contratos –incluidos los del sector no financiero– se denominan en moneda extranjera, aun si las transacciones se liquidan en moneda local; y la “dolarización de pagos”, en la que éstos se liquidan en moneda extranjera. Es posible tener varias combinaciones de estos tipos de dolarización, pero la “dolarización de pasivos” es probablemente la más común, mientras que la “dolarización real” y “de pagos” se ven como formas más profundas de la dolarización.

La dolarización parcial no sólo eleva las vulnerabilidades; también trae consigo otras ventajas y desventajas (De Nicoló, Honohan e Ize 2005; Ize, capítulo 2 de este libro). No obstante, la mayoría de comentaristas y gobiernos nacionales ven la alta dolarización como indeseable. Por tanto, mucha de la literatura académica se centra en cómo minimizar los efectos nocivos de la dolarización –por ejemplo, modificando las reglas prudenciales y ajustando la conducción de la política macroeconómica–, y en cómo desvincular los efectos de la dolarización sobre la economía (véase, Ize y Powell 2004; Herrera 2004).

Las políticas recomendadas para la desdolarización están diseñadas con el fin de incrementar el atractivo relativo de la moneda nacional, de tal forma que los agentes

económicos regresen voluntariamente a ella. Sin embargo, aunque los países muy dolarizados, especialmente en América Latina, pudieron bajar la inflación y establecer bancos centrales independientes y credibilidad, su éxito con la desdolarización ha sido limitado. Se reconoce que la desdolarización voluntaria es un proceso prolongado porque la dolarización se caracteriza por la histéresis, es decir, el proceso de dolarización crea nuevas instituciones, mecanismos y conciencia y no es posible regresar al *statu quo* anterior (véase Havrylyshyn y Beddiés 2003; Uribe 1997).⁵ La economía puede alcanzar un equilibrio local estable caracterizado por un alto grado de dolarización (Ize, capítulo 2 de esta publicación). Los casos exitosos de desdolarización gradual y voluntaria son raros (véase el recuadro 11.1).

Recuadro 11.1 **Casos de desdolarización gradual**

Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) han señalado que Israel, México, Pakistán y Polonia son los únicos casos entre 86 países en los que la reversión en gran escala y persistente de la dolarización de depósitos –medida como proporción de los DME en los depósitos totales– tuvo un efecto insignificante sobre la intermediación financiera. Galindo y Leiderman (2003) señalan los de Chile, Israel y Polonia como casos exitosos de desdolarización. Pakistán es, por el contrario, un caso de desdolarización forzada (explicado en detalle más adelante). En todos estos países, la estrategia de desdolarización formó parte de un programa de estabilización más extenso que incluyó la creación de activos con formas alternativas de indexación –en el caso de Israel y Chile– o con elevadas tasas de interés reales *ex post* para los activos en moneda local (México y Polonia).^{1,2} La dolarización de los depósitos disminuyó en Israel desde niveles superiores a 50 por ciento a mediados de la década de 1980 a menos de 10 por ciento a mediados del decenio siguiente, tras una década de inflación baja y estable y con una consolidación fiscal como telón de fondo.

Egipto es otro caso exitoso de desdolarización gradual, ya que la proporción de DME en los depósitos totales disminuyó de 56 por ciento en 1991 a 22 por ciento en 1999 y, tras permanecer estable durante unos cuantos años, disminuyó aun más –hasta 18 por ciento– en 2004.³ Hasta principios de la década de 1990, el sistema bancario egipcio se caracterizó por controles de las tasas de interés, límites al crédito y normas de encaje diferenciadas –25 por ciento para las obligaciones en moneda local y 15 por ciento sobre los DME–. A comienzos de 1991, las autoridades iniciaron una serie de reformas fiscales y monetarias para reducir la inflación y permitir la asignación de créditos a partir de mecanismos de mercado. Las tasas bancarias activas y pasivas fueron liberalizadas, se eliminaron los topes a los préstamos bancarios, y se disminuyó y unificó el encaje para todas las monedas.⁴ El programa tuvo una serie de efectos positivos: la inflación se redujo significativamente y las tasas de interés reales en moneda local se hicieron positivas. La mayor confianza en el programa de reformas permitió aminorar la dolarización de los depósitos.

1. Véase el caso de Israel en Bufman y Leiderman (1995), y el de Polonia en Chopra (1994).
2. Las tasas de interés reales *ex ante* pueden haber sido menores en la medida en que se asignó una probabilidad de fracaso al programa de estabilización con un nuevo aumento de la inflación. En algunos casos, los activos en moneda local pueden haber sido deprimidos por restricciones normativas anteriores al programa de estabilización.
3. Egipto no es mencionado ni por Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) ni por Galindo y Leiderman (2003), ya que los primeros emplean una definición diferente de desdolarización –DME respecto de M2– y los últimos fijan un umbral de 20 por ciento.
4. Véase Alexander, Baliño y Enoch (1995), Handy (1998) y otros. El programa de reformas también incluyó normas prudenciales para los bancos y el fortalecimiento de la supervisión bancaria (véase FMI 2004a).

Dadas las dificultades que es necesario afrontar para lograr la desdolarización gradual y voluntaria, se puede pensar en un enfoque más drástico e intervencionista: la conversión obligatoria de valores denominados en moneda extranjera a moneda local. En este sentido, nos podemos preguntar:

- ¿Qué circunstancias han llevado a la desdolarización forzada?
- ¿Cuáles son los costos de la desdolarización forzada y cómo se pueden minimizar?
- ¿Cuándo logra la desdolarización forzada una desdolarización permanente y que no se pueda revertir una vez que se levantan las restricciones?

Este capítulo trata sobre estos temas y se concentra en particular en el caso en el que un choque muy adverso –acentuado por las vulnerabilidades de la dolarización– trae como consecuencia que las autoridades requieran la “pesificación” de algunos activos u otras obligaciones denominados en moneda extranjera. La desdolarización gradual y voluntaria ya no es posible, y se escoge el camino de la desdolarización “a la fuerza” como la mejor opción disponible. Sin embargo, también se considera la posibilidad de este tipo de desdolarización en épocas normales, aunque, hasta donde se sabe, esto nunca se ha llevado a cabo.

Como los episodios de desdolarización forzada son heterogéneos y limitados en número, la evidencia principal proviene del análisis de estudios de casos de países. En la siguiente sección se revisan varias situaciones de desdolarización forzada fallida, porque la política se abandonó muy pronto o porque la economía se redolarizó rápido. Otras instancias también pueden ser calificadas como exitosas porque la economía se recuperó en un tiempo breve del choque que ocasionó la desdolarización forzada y la dolarización se redujo permanentemente. Estos casos se revisan en las secciones 11.3 y 11.4. La sección 11.5 extrae algunas lecciones relacionadas con las preguntas formuladas más atrás. Y la sección 11.6 presenta las conclusiones.

11.2. Experiencias fallidas de conversión forzada

A principios de la década de 1980, la inflación crónica y la inestabilidad macroeconómica trajeron como resultado una dolarización amplia de los activos financieros en Bolivia y el Perú, porque los agentes privados buscaban proteger su riqueza de las pérdidas de capital y no estaban dispuestos a ahorrar en activos que tenían retornos reales inciertos. En noviembre de 1982 las autoridades bolivianas convirtieron *de facto* los depósitos existentes en dólares –que representaban en esa época 43 por ciento del agregado monetario M2– en pesos bolivianos al tipo de cambio oficial (véase el gráfico 11.1). Las autoridades también declararon que era ilegal abrir nuevas cuentas bancarias en moneda extranjera. El Perú promulgó medidas similares para forzar la conversión de DME en moneda nacional en agosto de 1985 –el año anterior, los DME eran alrededor de 58 por ciento de los depósitos totales–. En ambos casos la imposición de controles de moneda extranjera fue acompañada de una gran devaluación que deterioró la riqueza de los residentes medida en dólares.

Luego de varios años de extrema inestabilidad macroeconómica, sin embargo, eventualmente ambos países permitieron la apertura de cuentas de depósitos en dólares a medida que la intermediación en moneda local declinaba fuertemente y la mayoría de depósitos se canalizaba hacia el extranjero.⁶

Bolivia levantó las restricciones a los DME nacionales en 1985, luego del episodio de hiperinflación. Las autoridades peruanas adoptaron una medida similar en setiembre de 1988.⁷ En ambos casos, estas medidas fomentaron una rápida redolarización de la economía, que ha persistido hasta hoy a pesar de la reducción significativa de la inflación.

Gráfico 11.1 Bolivia y Perú: Participación de los depósitos en moneda extranjera, 1975-2004 (en porcentaje).



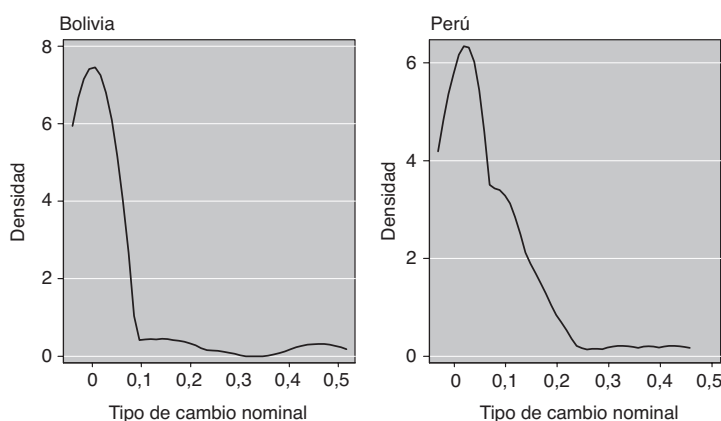
Fuente: Money and Banking Database (MTBS), World Economic Outlook (WEO) y Savastano (1992).

De las fracasadas experiencias del Perú y de Bolivia para combatir la dolarización se pueden extraer varias lecciones. Primero, las medidas aplicadas para reducir la dolarización *de facto*, sin resolver las causas de las preferencias de moneda extranjera por parte del sector privado, están destinadas al fracaso (véase el recuadro 11.2). Todos los DME de los residentes en estos países reflejaban intentos de ahorrar en una moneda que tuviese un poder adquisitivo estable y predecible, es decir, que los asegurara contra el riesgo de inflación. En los casos del Perú y Bolivia, sin embargo, no se eliminaron las condiciones subyacentes que llevaron a la dolarización: inestabilidad monetaria causada por la falta de instituciones que promovieran credibilidad monetaria y consolidación fiscal. Así, el sistema bancario se redolarizó rápidamente una vez que se volvieron a permitir los DME.⁸

Recuadro 11.2 Fluctuaciones del tipo de cambio e incentivos a la dolarización.

El análisis del perfil de distribución histórica de las fluctuaciones del tipo de cambio puede brindar algunas ideas sobre los incentivos que llevan a la dolarización de los depósitos. Como muestran los gráficos a continuación, en los casos de Bolivia y el Perú la probabilidad de grandes depreciaciones de la moneda era significativamente mayor que la probabilidad de una gran apreciación. Ello puede haber alimentado la percepción de “apuestas unilaterales” a favor de los depósitos en dólares y creado fuertes incentivos para el ahorro en activos denominados en moneda extranjera.

Periodo: Antes de la conversión forzada



Nota: Los gráficos trazan los estimados kernel de densidad de las fluctuaciones porcentuales trimestrales del tipo de cambio nominal de Bolivia y el Perú. La estimación de densidad univariada kernel se realiza utilizando un kernel Epanechnikov. El periodo muestral abarca desde 1970 hasta el último trimestre previo a la conversión forzada en cada país. Las series resultantes en ambos países durante este periodo muestran una curtosis excesiva y un sesgo positivo, indicando gruesas colas a la derecha y asimetría.

Este análisis destaca la noción de que la desdolarización es un proceso prolongado; el perfil de distribución de las fluctuaciones de tipo de cambio sólo varía gradualmente, como parte de un proceso acumulativo. Se afirma, por tanto, que cualquier plan abrupto para reprimir el uso del dólar –como las conversiones forzadas en el Perú y Bolivia– probablemente fracasarán en la medida en que no atacan las razones subyacentes de las preferencias monetarias de los agentes.

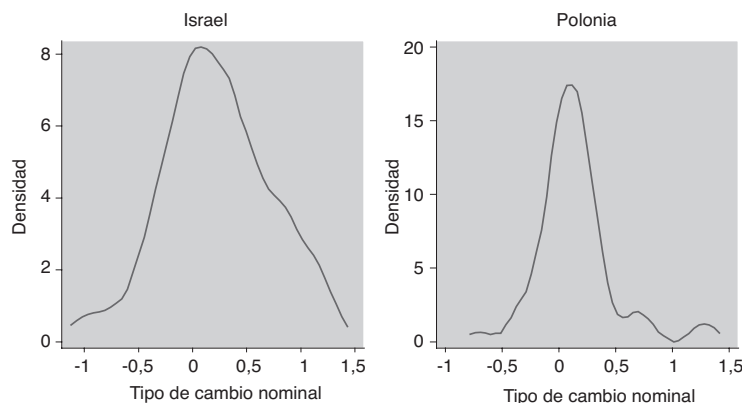
Los DME se mantuvieron elevados en Bolivia y el Perú, incluso después de que la inflación fue controlada, aunque la dolarización ha estado disminuyendo en los últimos años. Por su parte, Israel y Polonia lograron una reducción sostenida de la dolarización de los depósitos después de estabilizar

Continúa

Continúa

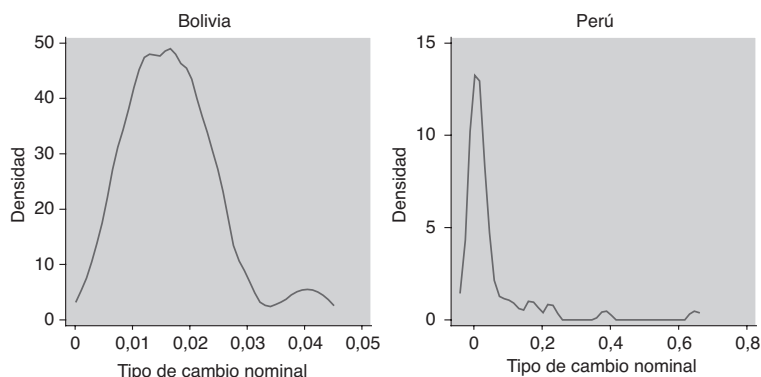
sus economías. Ize y Levy Yeyati (2003) emplean un análisis de cartera que explica este enigma y destaca el comportamiento estocástico de los precios y tipos de cambio como motores principales de las decisiones de toma de cobertura de los agentes con aversión al riesgo. Aquí se amplía el análisis de la distribución de las fluctuaciones del tipo de cambio para explicar las diferentes experiencias de Bolivia, el Perú, Israel y Polonia (véanse los cuadros y gráficos que se presentan a continuación).

Los patrones de fluctuación del tipo de cambio de Israel y Polonia, países que lograron reducir la dolarización, sugieren un riesgo de tipo de cambio bidireccional, así como una menor probabilidad de cambios abruptos en el tipo de cambio.



Periodo: 1990-2004

Por el contrario, en Bolivia las variaciones del tipo de cambio han sido sobre todo depreciaciones de la moneda local. Esta evidencia probablemente refuerza la percepción de que el tipo de cambio presenta una flexibilidad sólo unidireccional, de manera que favorece los ahorros en dólares frente a los ahorros en moneda nacional. En el caso peruano, las series de retorno sugieren una elevada probabilidad relativa de un colapso del sistema de tipo de cambio—es decir, una devaluación en gran escala—. Esto implica que los agentes exigirían una mayor prima de riesgo por sus depósitos en moneda nacional. Los agentes con aversión a repentinas pérdidas de capital preferirán activos en dólares, lo que explica parcialmente la persistencia de una elevada dolarización a pesar de la disminución del nivel y volatilidad relativa de la inflación y la existencia de instrumentos ligados a la inflación.



La evidencia empírica sugiere que una mayor flexibilidad del tipo de cambio podría actuar como barrera a los DME al crear un riesgo de tipo de cambio bidireccional. Así, se modificarían los riesgos relativos a favor de la moneda nacional, al eliminar la “apuesta unilateral” que a menudo acompaña a los tipos de cambio fijos o con bandas.

Una segunda lección que se puede extraer de las experiencias de Bolivia y el Perú es que la dolarización normalmente está tan enraizada, que los intentos de reducirla de la noche a la mañana pueden inducir una desintermediación financiera masiva y una fuga de capitales. La dolarización es una forma de adaptación contractual, y su reversión requiere un cierto periodo durante el cual los agentes revisan sus expectativas sobre el riesgo cambiario y por consiguiente ajustan su cartera de ahorro.

En tercer lugar, los intentos de superar la dolarización desconociendo los términos de los contratos financieros –como ocurrió en el Perú y Bolivia– probablemente tengan efectos duraderos sobre la intermediación financiera nacional, incluso si los DME se vuelven a autorizar posteriormente. Tal como lo han señalado Baliño, Bennett y Borenztein (1999), las conversiones forzadas implican una pérdida sustancial de credibilidad en el gobierno, lo que incrementa el riesgo de confiscación percibido por los residentes locales. En el caso de Bolivia, por ejemplo, luego de que se reintrodujeron los DME, el diferencial sobre LIBOR en depósitos locales en dólares, que alcanzó más de 900 puntos base en 1987, seguía por encima de 400 puntos al final de 1996. Sin embargo, es difícil separar el impacto de la conversión forzada de la pérdida de confianza sobre la moneda local luego de la hiperinflación.

En cuarto lugar, los intentos de reducir la dolarización prohibiendo completamente el uso del dólar no incrementan en realidad la fortaleza de la economía, especialmente en países pequeños y abiertos. Los activos en moneda extranjera se convierten en una cobertura natural contra el riesgo de inflación en el caso de un alto efecto traspaso de tipo de cambio a precios.

Así, un cierto nivel de dolarización no sólo es inevitable, sino deseable para mitigar el riesgo monetario de la economía –especialmente para aquellos agentes cuyos ingresos se denominan o indexan respecto del dólar–.

Por último, las estrategias de desdolarización a menudo incluyen medidas que apoyan la reintermediación en moneda local, como la introducción de instrumentos de ahorro en moneda local indexados a la inflación (Holland y Mulder, capítulo 10 de esta publicación). Las medidas para apoyar la moneda local como depósito de valor estaban ausentes de los episodios de desdolarización forzada ocurridos en Bolivia y el Perú en la década de 1980.⁹

11.3. Pakistán: Dolarización y reversión inducidas por políticas

La experiencia de Pakistán con la dolarización en las últimas dos décadas ilustra el papel que pueden desempeñar las políticas macroeconómica y microeconómica para inducir la dolarización y luego revertirla. También proporciona un ejemplo de desdolarización forzada de depósitos en una situación en la que los préstamos al sector privado no estaban muy dolarizados, y de cómo la desdolarización puede volverse parte de un círculo virtuoso de estabilización y mayor confianza.

Dolarización inducida por políticas

En las décadas de 1970 y 1980 el desarrollo económico de Pakistán se caracterizó por las dificultades que generaba la restricción en la balanza de pagos del país, aún cuando fue capaz de acumular saldo elevado de deuda externa. Al mismo tiempo, el sistema financiero nacional estaba dirigido centralmente luego de la nacionalización de los bancos locales en 1972; se fijaban las tasas de interés de manera administrada y se asignaba el crédito de acuerdo con un complejo plan de desarrollo. El país también sufrió varios episodios de inestabilidad política y económica. Dadas estas incertidumbres y los bajos retornos financieros en Pakistán, se registraron cuantiosas salidas de capitales. Además, muchos pakistaníes emigraron, sobre todo a los estados del Golfo luego del auge petrolero de 1973. Los emigrantes remitían fondos, pero también acumulaban activos en el exterior.

Con el propósito de utilizar a la comunidad emigrante como fuente de financiamiento, en 1973 las autoridades permitieron por primera vez la apertura de DME a no residentes (Husain 2003). No se hacían preguntas sobre la fuente de los fondos y las rentabilidades estaban libres de impuestos. Se podía retirar libremente los fondos para hacer pagos en el exterior. Los flujos de fondos comenzaron a llegar lentamente, y así se fueron acumulando a lo largo de la década (Mirakhor y Zaidi 2004). Sin embargo, los préstamos nacionales en moneda extranjera no estaban permitidos. El flujo de entrada de DME se utilizó eficazmente como una contribución a las reservas de divisas del gobierno.

A fines de 1988 las autoridades lanzaron un programa general de reforma para el sistema financiero: se permitió que ingresaran los bancos privados nacionales y se autorizó a los bancos extranjeros a competir en más líneas de negocios. Algunos bancos estatales fueron privatizados y algunas regulaciones prudenciales se ajustaron y aplicaron mejor. Se liberalizaron las tasas de interés y la asignación de créditos y, por último, se introdujeron papeles y bonos gubernamentales mediante mecanismos de mercado (véase Banco Central de Pakistán: *Evaluación del sector financiero*, varias ediciones). Con algunas interrupciones, este proceso se ha mantenido hasta el presente. Hoy se considera que el sistema financiero de Pakistán es relativamente sofisticado, rentable y eficiente (FMI 2004b; véase también Bonaccorsi di Patti y Hardy [2005] sobre la historia de las reformas y sus efectos sobre el sistema bancario).

Junto con el proceso de liberalización financiera, se permitió que los residentes abrieran DME en 1991 con las mismas condiciones favorables que las que se aplicaron a los DME de no residentes. Ello habría respondido a la preocupación de las autoridades por acumular reservas internacionales y pagar el servicio de la deuda externa. Aunque esta deuda y su servicio se estaban elevando, no hubo mucha preocupación respecto de su sostenibilidad de largo plazo.

Los DME se hicieron rápidamente populares y los depósitos de los no residentes también comenzaron a crecer. Los DME contribuyeron en gran medida al crecimiento monetario de mediados de la década de 1990 (véanse los gráficos 11.2 y 11.3). Una fuente principal de los flujos de entrada fueron las remesas. Por lo tanto, el incremento de DME estuvo ligado estrechamente a los ingresos de los pakistaníes expatriados que trabajaban en el Golfo, que, a su vez, fluctuaban con la demanda de sus servicios (Hyder 2003).

La disponibilidad de DME remunerados y relativamente seguros, así como los mejores servicios bancarios, llevaron a la reducción del uso de sistemas informales de remesas –conocidos como los “sistemas Hindi”–. Sin embargo, las transacciones en muchos casos continuaron pasando por el activo mercado que funciona fuera del horario oficial de los mercados –*kerb market*–.

Aunque no se dispone de datos que lo confirmen, la adquisición de DME puede haberse visto también como un sustituto a la salida de capitales y como retención de ahorros en la forma de circulante en moneda extranjera. Esto explica en parte la relativa estabilidad de los flujos de entrada de remesas registrados a lo largo del decenio de 1990 –a pesar de la caída de los precios del petróleo y del consecuente declive de los ingresos de los pakistaníes en el Golfo–, lo que fue un gran alivio para la balanza de pagos del país (véanse el gráfico 11.4 y Mirakhor y Zaidi 2004).

Gráfico 11.2 Pakistán: Saldo de DME (en miles de millones de dólares).

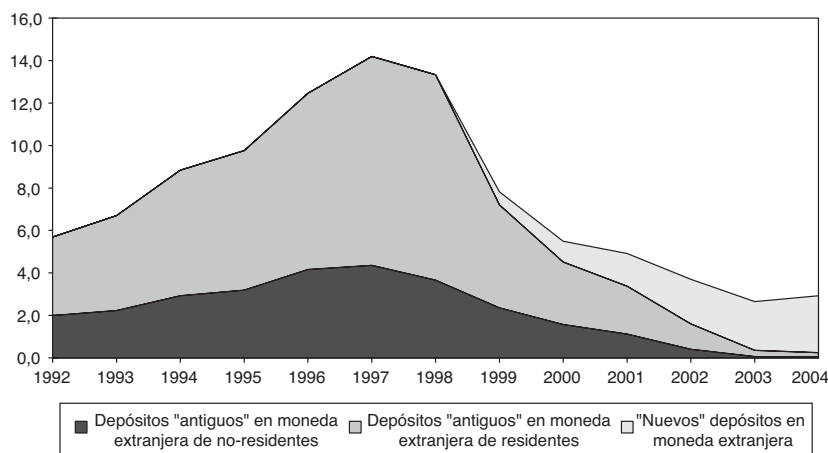
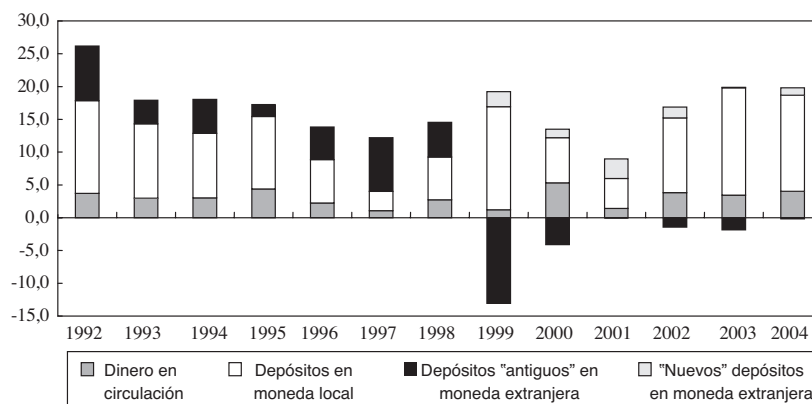
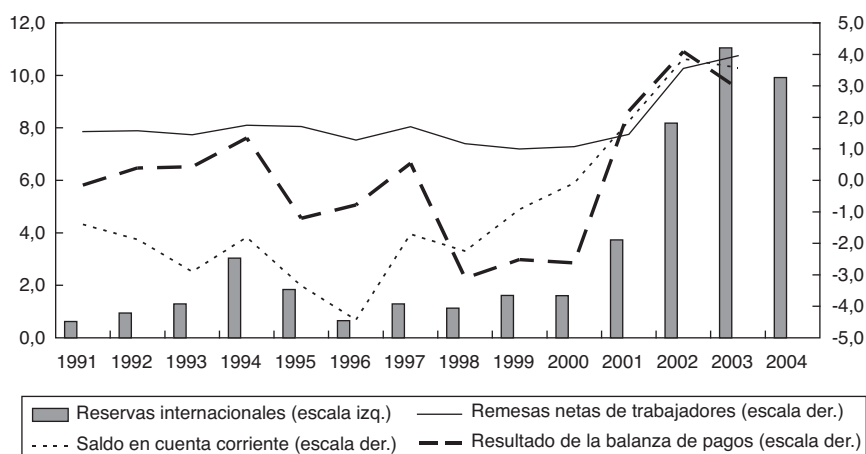


Gráfico 11.3 Pakistán: Contribución al crecimiento monetario (cambio porcentual anual del saldo de moneda a principio del periodo).



Fuente: Banco Estatal de Pakistán, EFI y estimados de los funcionarios.

Gráfico 11.4 Pakistán: Balanza de pagos y reservas internacionales (en miles de millones de dólares).



Fuente: Banco Estatal de Pakistán, EFI y estimados de los funcionarios.

Los depositantes se inclinaban por los DME –principalmente denominados en dólares de los Estados Unidos– porque éstos eran un “puerto seguro” contra la inflación doméstica y otros choques, a la vez que tenían un retorno relativamente alto y facilitaban los pagos en moneda extranjera.¹⁰ En particular, el retorno sobre los DME estuvo ligado a LIBOR, mientras que los retornos sobre depósitos en rupias pakistaníes –RP– se ubicaron en un nivel igual o menor que la tasa de descuento del Banco Estatal de Pakistán –BEP– y, en general, se movieron junto con ésta. La tasa de descuento del BEP estuvo a menudo a 10 puntos porcentuales o más por encima de LIBOR, pero las RP sufrían con frecuencia altas depreciaciones. Por tanto, el retorno total después de impuestos y ajustado por riesgo de los DME era muy favorable, especialmente para aquéllos cuya canasta de consumo contenía muchos artículos importados (véase el gráfico 11.5).

Los bancos estaban deseosos de captar DME, lo que les permitía obtener altos retornos con poco o ningún riesgo cambiario, y se les prohibía realizar préstamos locales en moneda extranjera, con excepción de una cantidad limitada de operaciones de financiamiento de comercio exterior. La moneda extranjera captada a través de los DME tenía que ser vendida al BEP. Los bancos podían usar las rupias adquiridas de esa manera para obtener activos en moneda local de alto rendimiento, como los papeles del Tesoro recién introducidos.¹¹ Además, podían mantener una posición de moneda extranjera cerrada, debido a que el BEP se comprometió a proveer coberturas cambiarias *forward* a un tipo de cambio administrado.

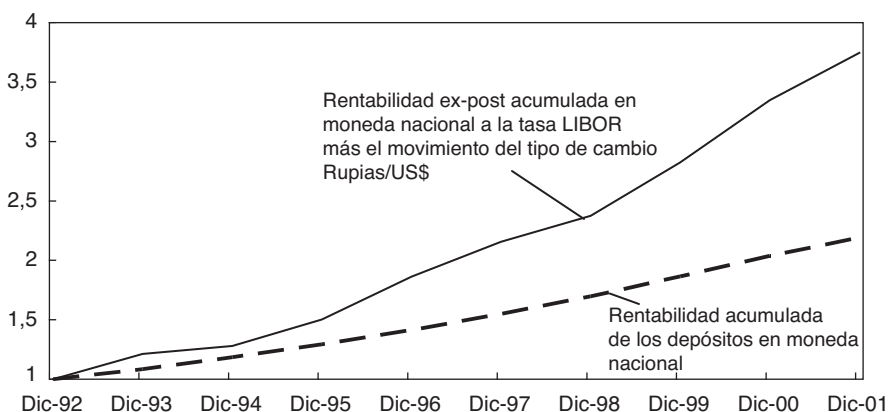
Si bien las primas de estos contratos *forward* variaron y se incrementaron gradualmente a lo largo de la década de 1990, éstas estuvieron consistentemente por debajo de la depreciación de la rupia. Así, el Banco Central básicamente subsidió la movilización de los DME. Más aún, el BEP en 1986 comenzó a ofrecer a los bancos facilidades de depósitos en dólares a una tasa de 17 por ciento, rendimiento superior al que obtenía por sus activos en el exterior. Los bancos extranjeros, que carecían de grandes redes de sucursales con las que pudieran movilizar los depósitos en rupias al por menor, se mostraron especialmente activos en atraer DME.

Asimismo, con el tiempo se introdujeron varias formas de certificados al portador en moneda extranjera. Se podía comprar los certificados al portador con efectivo, no se hacía preguntas sobre el origen de los fondos y estaban libres de impuestos. Su intención era atraer capitales que habían fugado y fondos que se mantenían en efectivo en moneda extranjera como depósitos de valor y para evadir impuestos. Sin embargo, el volumen de certificados al portador en moneda extranjera era pequeño en comparación con el saldo de DME o con la deuda gubernamental.¹²

Congelamiento de los DME y desdolarización

La situación cambió abruptamente cuando, a fines de mayo de 1998, Pakistán realizó una prueba nuclear que provocó sanciones y el cierre del acceso a los mercados de deuda internacionales y a los fondos de las instituciones financieras internacionales. Este choque político produjo una caída rápida de las reservas internacionales, incluyendo el efecto del retiro de los DME –que alcanzaron un pico justo antes del inicio de la crisis–, el agotamiento del flujo de entrada de capitales y remesas y presiones sobre el tipo de cambio.¹³

Gráfico 11.5 Pakistán: Retornos acumulados de los activos en moneda nacional y extranjera (en moneda nacional, diciembre 1992-1).



Fuente: Banco Estatal de Pakistán, EFI y estimados de los funcionarios.

En respuesta, las autoridades tomaron una serie de medidas de emergencia, incluyendo el congelamiento de los DME y la reimposición de varios controles cambiarios.¹⁴ Luego de un corto periodo, permitieron que los DME congelados fuesen retirados en rupias, al tipo de cambio oficial, que era mucho menos favorable que el de mercado.¹⁵ En su momento, las autoridades también ofrecieron convertir los DME en bonos denominados en dólares de mediano plazo con un cupón que se fijó en unos cuantos puntos porcentuales por encima de LIBOR.¹⁶ Sin embargo, no se impusieron restricciones a los retiros ni al rendimiento de los nuevos depósitos en moneda extranjera que, no obstante, ya no estaban exonerados de impuestos. El esquema de cobertura cambiaria a los bancos se discontinuó y en su reemplazo el BEP impuso un requerimiento especial de reservas sobre los DME. El Banco Central también prohibió el uso de DME como colateral.

Desde entonces las condiciones se han normalizado: el Banco Central ha estado desmantelando los controles cambiarios y las restricciones a las operaciones en moneda extranjera de los bancos. Asimismo, el acceso a los mercados internacionales y las relaciones con instituciones financieras internacionales se han restaurado (FMI 2004c; véase también Lorie e Iqbal 2005). El desempeño macroeconómico mejoró: las tasas de crecimiento de la economía se elevaron hasta aproximadamente 6 por ciento; la inflación ha caído al rango de 3 a 4 por ciento –desde 10 por ciento durante buena parte de la década de 1990–. La cuenta corriente de la balanza de pagos es hoy superavitaria, la proporción de reservas internacionales respecto de la deuda externa de corto plazo se ha elevado desde 25 por ciento hasta por encima de 250 por ciento (véase también el gráfico 11.4). Por último, el déficit fiscal ha caído desde más de 4 por ciento del PBI hasta menos de 2 por ciento. Los mercados financieros nacionales, como la Bolsa de Karachi y el mercado de bienes raíces, están también en auge.

El saldo de antiguos DME se redujo por movimientos de cartera hacia otros depósitos o bonos (gráficos 11.2 y 11.3). Se acumuló un saldo importante de nuevos DME sin restricciones, pero nunca representaron un porcentaje significativo de los depósitos totales. La demanda de depósitos en rupias ha estado creciendo rápidamente. Hoy en día, los DME constituyen una parte relativamente menor de los activos de los inversionistas. El sistema financiero en conjunto tiene una mejor base y ofrece una amplia gama de productos.

El declive sostenido de la dolarización de depósitos se puede atribuir a una serie de factores:

- Se desalentó la demanda de los inversionistas por los activos en dólares. Al congelar los retiros de depósitos en dólares, pero sin prohibir los retiros en rupias, los DME perdieron su condición de “puerto seguro”. Esto puede haber desalentado a que algunas remesas pasen por el sistema financiero formal –las remesas cayeron fuertemente en 1999-2001–. El flujo general de remesas se recuperó luego de la crisis, en gran parte debido a una mayor demanda de mano de obra Pakistání en la región del Golfo cuando se recuperó el precio del petróleo. Las inversiones en moneda local –tanto en los mercados bursátil y de bienes raíces cuanto en bonos del Tesoro Público y cuentas bancarias regulares– comenzaron a ofrecer, en general, mejores rentabilidades que los DME.
- Se redujeron los incentivos de los bancos a movilizar DME. Los esquemas favorables a los DME se terminaron y se introdujeron varias medidas regulatorias, como los requisitos de encaje más altos para promover la desdolarización. Las reformas del sector financiero también abrieron mercados alternativos y lucrativos en moneda local para los bancos. Sin embargo, el BEP absorbió gran parte del riesgo cambiario. Ni durante el periodo de dolarización ni posteriormente los bancos tuvieron posiciones largas en moneda extranjera. Las compañías y los hogares tampoco tenían pasivos significativos denominados en dólares. En consecuencia, la desdolarización no se vio complicada por un deterioro de la solidez de los bancos.
- Hubo poca histéresis en la dolarización, porque no se generalizaron los préstamos en dólares ni la dolarización “real” de los contratos y de las transacciones en la economía nacional. Primero, los DME no conllevaron una creación secundaria de oferta

monetaria en moneda extranjera, porque no se permitían los préstamos en esa moneda. Segundo, no se tenían acuerdos institucionales para la dolarización de transacciones y contratos. La desdolarización no implicó el abandono de un sistema de pago basado en el uso de dólares ni la reformulación masiva de contratos en dólares. En tercer lugar, la perturbación de la relación entre los depositantes en moneda extranjera y los bancos, y el subsecuente declive de los DME, afectaron al Banco Central, debido al esquema de cobertura cambiaria a futuro, pero no a los deudores. Por cierto, el efecto directo sobre los demandantes de créditos bancarios por el congelamiento de los DME y la consecuente depreciación fue leve. Soportaron mayores tasas de interés y restricciones a las operaciones de financiamiento del comercio, pero no sufrieron grandes pérdidas de capital.

- Una crisis política de seguridad –más que un choque puramente económico o un fracaso en la política económica– causó la crisis cambiaria. Y ésta fue más de liquidez que de solvencia. Consecuentemente, no se minó en lo fundamental la confianza en la moneda doméstica y en la economía nacional. El hecho de que los bancos, depositantes y tenedores de bonos no sufrieran grandes pérdidas de efectivo en el proceso ayudó a mantener la confianza general.¹⁷
- El logro de la estabilización macroeconómica fue un prerrequisito de la desdolarización. Si bien hubo retroalimentación desde la desdolarización y el consecuente movimiento a una mayor demanda de depósitos en moneda local hacia la estabilización macroeconómica; la causalidad partió del control de la expansión monetaria, la consolidación fiscal, la mejor administración de la deuda y las reformas estructurales hacia la reducción de la demanda de activos en moneda extranjera. Además, la mejora de la balanza de pagos –y el desarrollo de fuentes locales de financiamiento gubernamental más baratas– significó que las autoridades tuvieran menos tentación de reintroducir incentivos para atraer DME de los pakistaníes en el extranjero.

11.4. Argentina: desdolarización inducida por crisis

Luego de una historia de crisis financieras recurrentes a lo largo de las décadas de 1970 y 1980, la Argentina atravesó su peor crisis a principios de 2000, que culminó con la abolición de la junta de convertibilidad vigente por una década y la moratoria de la deuda.¹⁸ Los depósitos del sector bancario se reprogramaron y los balances de los bancos se desdolarizaron a tipos de cambio asimétricos: el peso argentino por dólar en el lado de los activos y 1,4 pesos argentinos por dólar en el lado de los pasivos. Calvo (2002) enfatiza la reversión súbita de los flujos de capitales a América Latina a fines del decenio de 1990, y distingue la capacidad de los distintos países de América Latina en manejar esta reversión dependiendo del grado de apertura del país y de la extensión de su dolarización de pasivos. Arguye que, por tratarse de una economía cerrada con un alto grado de dolarización de pasivos, la Argentina tuvo que experimentar un gran ajuste en el tipo de cambio real para eliminar su déficit en cuenta corriente.

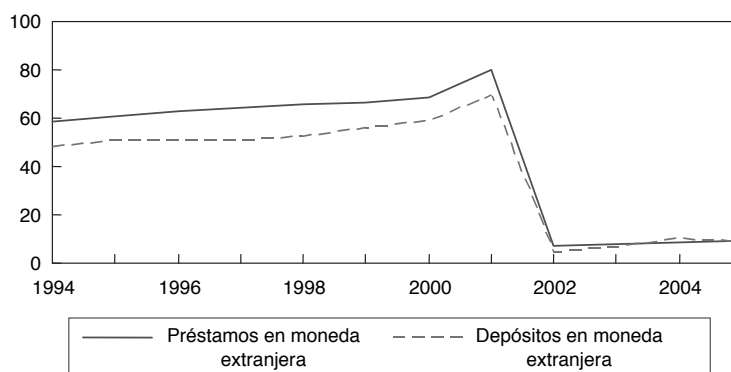
Luego de la implementación de la Ley de Convertibilidad y de la restauración de la estabilidad macroeconómica de 1991, el sector financiero argentino sufrió una transformación significativa. La eficiencia del sistema bancario mejoró marcadamente

gracias a una importante consolidación, privatización y un mayor ingreso de instituciones extranjeras. A fines de esa década el sector bancario tenía la mitad del número de instituciones financieras que en 1995, y contaba con una importante participación patrimonial del sector privado y una fuerte presencia extranjera. La penetración financiera, medida por la proporción de M3 al PBI, se incrementó de 5 por ciento en 1990 a 30 por ciento en 2000. Los activos del sistema bancario casi se duplicaron durante el periodo, pues aumentaron de 30 por ciento a 57 por ciento del PBI. El crédito al sector privado se incrementó en 10 por ciento al año, y alcanzó un pico de 23 por ciento del PBI en 1998. El sistema financiero que surgió de esta transformación estructural estaba relativamente capitalizado.

Sin embargo, el sistema bancario se había dolarizado mucho, lo que lo hacía muy vulnerable a la eliminación de la convertibilidad *–hard peg–*; más de 80 por ciento de los créditos al sector público y al sector privado, y cerca de 85 por ciento de los depósitos, estaban denominados en moneda extranjera (véase el gráfico 11.6). Aunque los bancos no tenían un descalce de monedas, estaban sujetos al riesgo crediticio, ya que la mayor parte de préstamos en moneda extranjera fue concedida a deudores que tenían ingresos en moneda local *–debido a la promesa de convertibilidad del gobierno–*.

De acuerdo con la Ley de Convertibilidad, los reguladores no impusieron reglas prudenciales para diferenciar entre las exposiciones al peso argentino y al dólar, lo que fomentó la dolarización de la intermediación financiera. Tal como lo refieren Daseking *et al.* (2004), cuando las dudas sobre la fijación cambiaria alientan la tenencia de depósitos en dólares, las familias y las empresas pueden todavía tener un incentivo para pedir prestado en dólares, si confían en que los van a rescatar *–o simplemente dejar de pagar–* en caso de producirse una gran devaluación. En retrospectiva, los deudores parecen haber anticipado la intervención del gobierno para limitar su exposición en caso de una devaluación *–como en efecto ocurrió como resultado de la “pesificación” asimétrica.*

Gráfico 11.6 Argentina: Proporción de préstamos y depósitos en moneda extranjera, 1994-2004¹ (en porcentaje).



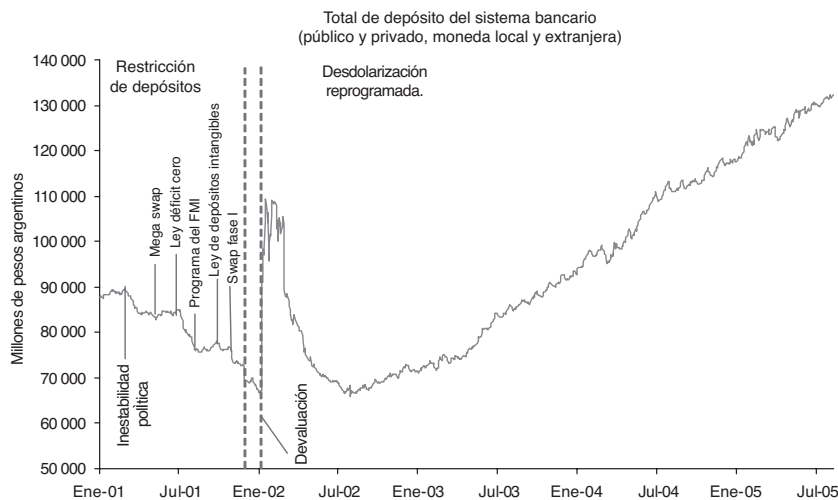
Fuente: BCRA

1. Información hasta junio de 2005.

La prolongada recesión económica, combinada con incumplimientos en la política fiscal y la inestabilidad política, llevó a la fuga de capitales. Esto fue exacerbado por las respuestas de política de las autoridades –que incluyeron un impuesto a las transacciones financieras y modificaciones a la junta de convertibilidad que tenía una década de funcionamiento–. Luego de las “corridas” bancarias, en diciembre de 2001 las autoridades anunciaron una serie de restricciones a los retiros de depósitos (el “corralito”; véase el gráfico 11.7). Las medidas incluyeron: (i) un límite de 250 pesos argentinos por semana para los retiros de depósitos por cuenta bancaria; (ii) límites en las transacciones bancarias a pagos de cheques, a tarjetas de crédito y de débito y a transferencias interbancarias; (iii) dolarización gradual de los activos de los bancos, permitiendo solamente la renovación de préstamos en pesos a préstamos en dólares; y, (iv) prohibición de transferencias de fondos al extranjero sin la previa aprobación del Banco Central.

Aunque las regulaciones prudenciales que se adoptaron durante la década de 1990 deberían haber bastado para proteger a los bancos de la mayoría de riesgos, no pudieron contrarrestar el impacto de los eventos extraordinarios ocurridos luego del colapso del Plan de Convertibilidad en 2002. El 21 de diciembre de 2001 el gobierno argentino declaró un feriado bancario y restringió el retiro de depósitos. Forzó entonces una conversión asimétrica de depósitos y préstamos a tipos de cambio que eran más bajos que el de mercado. Esto resultó en grandes pérdidas para los depositantes y grandes ganancias inesperadas para las empresas y familias deudoras. La conversión asimétrica de depósitos y préstamos creó un agujero en los balances de los bancos que fue luego compensado por bonos del gobierno. Sin embargo, la gran brecha entre el valor de mercado y en libros de los bonos de compensación –Bodens– implicó una pérdida significativa para los bancos.

Gráfico 11.7 Argentina: Depósitos totales del sistema bancario, 2001-5¹
(públicos y privados, moneda nacional y extranjera).



Fuente: BCRA.

1/ Los depósitos en moneda extranjera para 2002 convertidos a tipos de cambio de mercado (Bloomberg).

En la segunda mitad de 2002, los flujos de salida de los depósitos se revirtieron y la base de depósitos comenzó a crecer. Este cambio reflejó el impacto combinado de una estabilidad del tipo de cambio, de tasas de interés locales altas y de una protección plena y eficaz de los depositantes en caso de cierre de bancos.

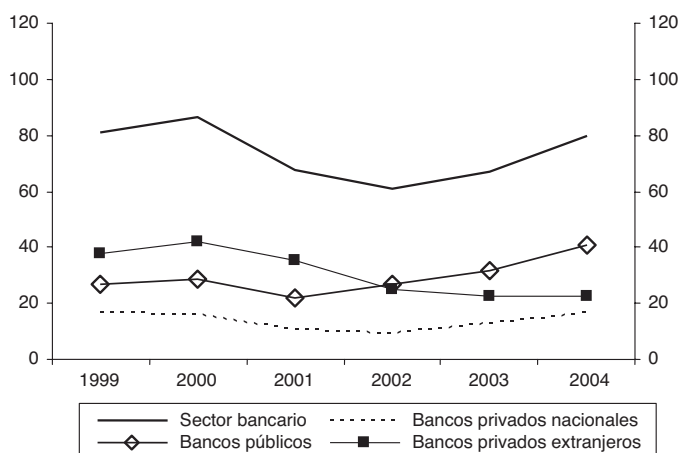
Dada tal estabilidad, las autoridades comenzaron a suprimir las restricciones a los depósitos, y en diciembre de 2002 anunciaron que levantaban todas las restricciones a los depósitos a la vista.

Para finales de junio de 2005, los depósitos de los bancos en términos reales eran 20 por ciento más altos que los niveles alcanzados antes de la crisis (véase el gráfico 11.8). Sin embargo, la reestructuración de depósitos –por tercera vez en la historia argentina– ha erosionado la credibilidad, y los hogares e instituciones no han estado ahorrando en el sistema bancario local. La recuperación de los depósitos se debe principalmente al incremento de los depósitos públicos y de aquéllos a la vista para transacciones. Los depósitos del sector privado siguen 15 por ciento por debajo de su nivel de diciembre de 2001. Los DME se han estado incrementando lentamente y representan 8,5 por ciento del total de depósitos a junio de 2005 (véase el gráfico 11.9).

Aunque el crédito ha estado creciendo con gran dinamismo en el periodo 2004-2005, sigue siendo bajo respecto del PBI –alrededor de 10 por ciento del PBI en comparación con 25 por ciento antes de la crisis; véase el gráfico 11.10–. En 2004, los préstamos totales al sector privado aumentaron en alrededor de 25 por ciento, sobre todo en términos de préstamos comerciales de corto plazo –sobre giros y pagarés– y préstamos de consumo.

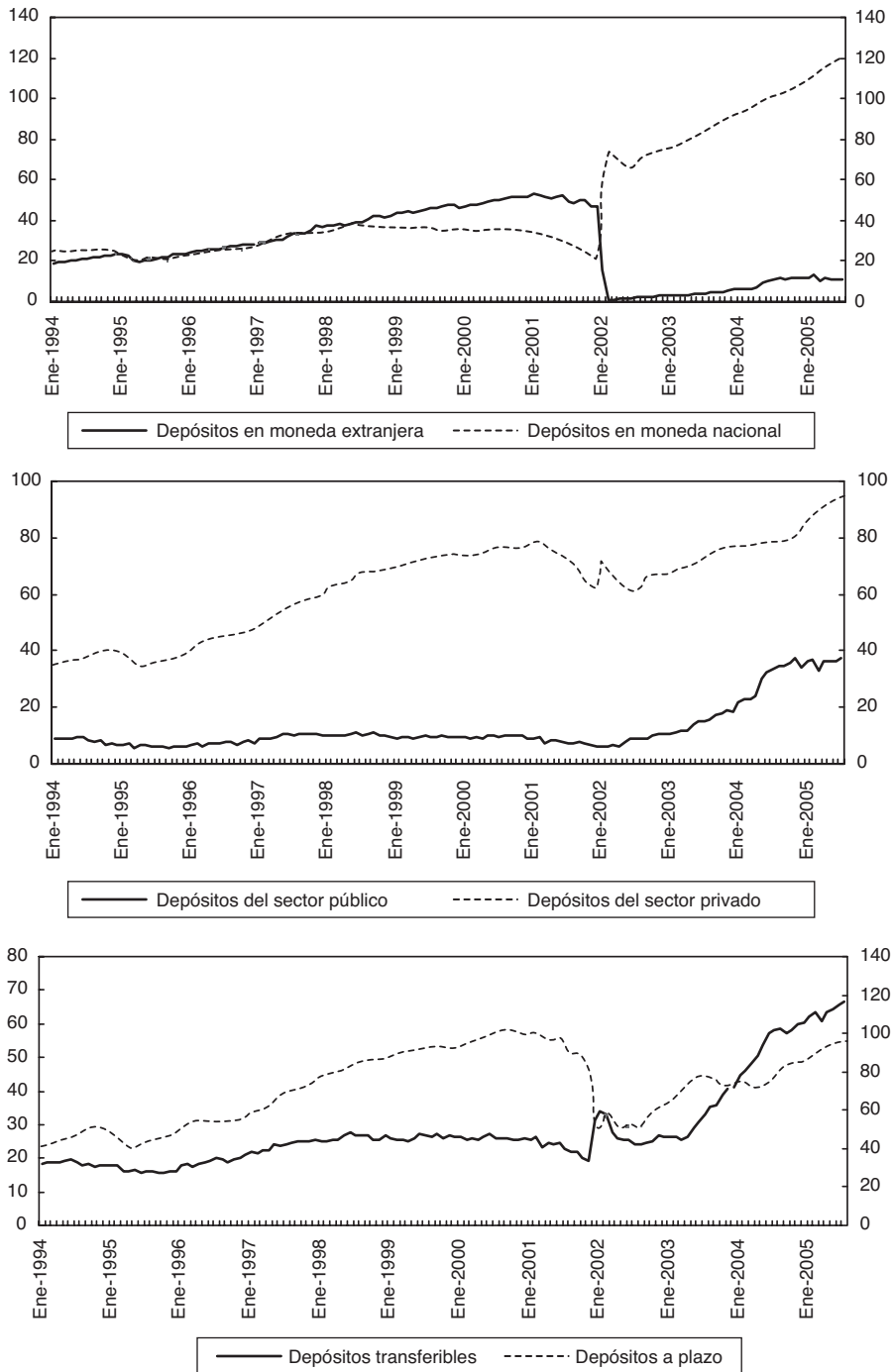
Los préstamos en moneda extranjera representan 9,5 por ciento de los préstamos totales a junio de 2005. De acuerdo con las regulaciones impuestas luego de la crisis, los bancos solamente pueden prestar en moneda extranjera a los exportadores o a deudores que tienen ingresos denominados en moneda extranjera.

Gráfico 11.8 Argentina: Depósitos bancarios totales (en miles de millones de pesos argentinos de 1999).



Fuente: BCRA.

Gráfico 11.9 Argentina: Depósitos bancarios, 1994-2005
(en miles de millones de pesos argentinos).



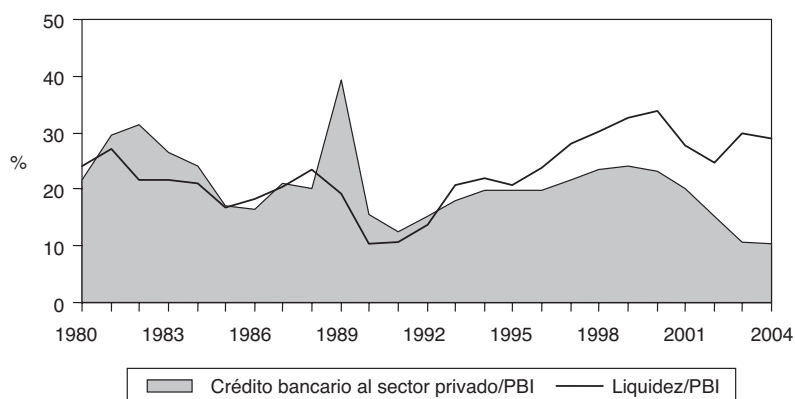
Fuente: BCRA.

El declive sostenido de la desdolarización de los depósitos y el crédito se pueden atribuir a una serie de factores:

- Al evitar una inestabilidad importante de los precios luego de la crisis, la Argentina pudo restaurar la función del peso como medio de pago y depósito de valor. El país experimentó una fuerte recuperación luego de la salida desordenada del régimen de convertibilidad a fines de 2001 y ha concluido la mayor reestructuración de deuda soberana de los últimos tiempos.
- La implementación de políticas macroeconómicas prudentes ha sido el factor principal para explicar el retorno de la confianza. Además, un entorno económico internacional positivo apoyó la recuperación y las finanzas públicas mediante precios altos para los productos de exportación. Las tasas de interés locales siguieron bajas y el tipo de cambio nominal se mantuvo en general constante respecto del dólar gracias a las intervenciones del Banco Central.
- Mediante límites a los créditos en dólares, las autoridades han estado tratando de promover el peso como moneda de intermediación financiera. Así, los bancos tienen pocos incentivos para movilizar los depósitos en dólares, ya que éstos solamente pueden ser otorgados en préstamo a exportadores o deudores con ingresos en moneda extranjera. Por otro lado, ha habido una demanda limitada de préstamos por los exportadores, ya que el sector tuvo mucha liquidez gracias a los altos precios de los *commodities*.

Si bien las restricciones regulatorias han conllevado una recuperación gradual del sistema bancario, éste funciona principalmente como un sistema de banca restringida –*narrow banking*– centrada en gran medida en pagos e intermediación financiera de muy corto plazo. Tal como señalan De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2003), luego del colapso del régimen de convertibilidad y de la conversión forzada, la Argentina, que antes contaba con una intermediación financiera sin una moneda flexible, ahora tiene flexibilidad con una banca muy limitada. En otras palabras, los descalses de vencimientos reemplazan ahora a los descalses de moneda.

Gráfico 11.10 Argentina: Intermediación y profundización financiera (como porcentaje del PBI).



Fuente: BCRA.

Finalmente, la manera como la Argentina salió de la convertibilidad tuvo implicancias importantes en la aplicación de los derechos de propiedad y de los contratos.¹⁹ Es probable que la credibilidad en las instituciones financieras y el clima de inversión en general no se recuperen rápidamente debido a los frecuentes cambios discrecionales en los contratos y marcos normativos.

11.5. Lecciones extraídas de las experiencias de países e implicancias de política económica

La experiencia muestra que la desdolarización forzada impone un costo elevado y persistente en la mayoría de sectores de la economía. Hay un costo inmediato, ya que se cambia la denominación de la moneda de los contratos existentes y se perturba la disponibilidad de liquidez. También hay una redistribución inmediata pero no transparente de la riqueza. Los costos de largo plazo pueden ser incluso mucho mayores. Los ahorristas que deseaban mantener activos en dólares en el sistema financiero nacional podrán optar ahora por alternativas más cercanas, es decir, por activos en el extranjero y por consumo. Los bancos pueden preferir concentrarse en los negocios basados en comisiones y no en la intermediación si creen que el gobierno intervendrá *ex post* en sus acuerdos con los depositantes o deudores. Los deudores que podían pagar financiamientos denominados en moneda extranjera –al menos en términos de flujo de caja– tendrán que restringir sus proyectos. Las consecuencias permanentes pueden incluir una baja intermediación, poco ahorro e inversión, fuga de capitales y primas por alto riesgo. Los gobiernos que emprenden desdolarizaciones forzadas pueden muy bien ser conscientes de estos riesgos. También pueden tener conciencia de que de que la desdolarización y acciones parecidas a ella –como la titularización de los depósitos– pueden tener efectos de redistribución muy arbitrarios. Los autores no conocen un gobierno que haya elegido esta vía excepto en circunstancias excepcionales, cuando las alternativas se veían aun peores.

La causa probable de la desdolarización forzada es normalmente una crisis cambiaria; el país se está quedando sin moneda extranjera para cumplir con sus obligaciones externas y quizá también con sus obligaciones locales en dólares. La principal causa subyacente en los casos estudiados fue una situación fiscal insostenible, que por lo general llegó a la acumulación de altos niveles de deuda pública denominada en moneda extranjera. El factor detonante de la crisis, sin embargo, puede haber sido político –como en el caso de Pakistán–. Una vez que el temor de una crisis comienza a surgir, probablemente habrá una corrida de DME –y posiblemente también de depósitos en moneda local–, que drenará aun más la liquidez en moneda extranjera.

Un factor común a las distintas experiencias de los países es que la dolarización de depósitos y su desdolarización forzada es relativamente fácil de manejar si la dolarización no se ha extendido a otros ámbitos. Los costos de la desdolarización son mucho más altos y las probabilidades de éxito más bajas cuando el crédito y otros contratos se dolarizan. Aquí entran en juego cuatro factores:

- Los contratos de crédito son mucho más complejos que los contratos de depósitos. Un contrato de préstamo normalmente incluye numerosas contingencias, y redenominar la moneda de estos contratos requiere también una renegociación compleja de las tasas de interés –la prima de riesgo–. Una renegociación como ésta toma tiempo, especialmente en el entorno incierto en el que se emprende una desdolarización obligatoria. Hasta que los acreedores y deudores no hayan terminado de renegociar el saldo de los préstamos redenominados, es probable que no se otorguen nuevos financiamientos. En consecuencia, las empresas sufrirán de falta de crédito.
- Segundo, los depósitos –en particular los de ahorros– pueden ser menos importantes que los créditos para la continuidad de la actividad económica. Si una empresa no puede renovar una línea de crédito, cesará de pagar y podría entrar en liquidación. Por tanto, la producción y el empleo caen, con un efecto multiplicador sobre la demanda. Si un hogar que es un ahorrista neto pierde acceso temporalmente a sus cuentas bancarias, puede continuar en general como antes.²⁰
- Tercero, la extensión de los préstamos en moneda extranjera por bancos locales implica que los bancos crean DME. Un flujo de capitales del exterior que provee activos externos a los bancos posiblemente tendrá un efecto multiplicador tanto en los DME cuanto en los préstamos locales en moneda extranjera. Como consecuencia, la desdolarización forzada de depósitos y créditos perturbará ambos lados del balance de los bancos. También puede cambiar el proceso de transmisión monetaria, porque la oferta y la demanda de créditos pueden ser afectadas por ese proceso de desdolarización y el cambio en la cartera de los bancos.²¹ En contraste, sin crédito en moneda extranjera, el saldo de DME se relaciona directamente con la evolución de la balanza de pagos, lo que limita la magnitud –*ex post*– de las fluctuaciones. Además, la desdolarización de los DME por sí misma no debería tener un impacto inicial sobre la oferta de crédito y la transmisión monetaria.
- Finalmente, los que han tomado préstamos en moneda extranjera constituyen un fuerte grupo de *lobby* cuyos intereses vitales pueden estar en riesgo en circunstancias de turbulencia que rodean a la desdolarización forzada. Sus intereses pueden estar en conflicto con los de los depositantes, un conflicto que es posible resolver desplazando la carga a algún otro sector. Las autoridades argentinas, por ejemplo, respondieron a estas presiones escogiendo la “pesificación” asimétrica de depósitos y préstamos.

Los deudores se beneficiaron –al menos inicialmente–, pero el capital de los bancos quedó en gran medida eliminado, lo que, a su vez, condujo a un brusco declive en la extensión del crédito. Debido a que la desdolarización forzada sólo se ha llevado a cabo en circunstancias muy adversas, es difícil separar sus efectos de aquéllos resultantes de otros acontecimientos. En algunos casos el resultado parece haber sido relativamente benigno, ya que: (i) la economía “se puso nuevamente de pie” de manera rápida y, en particular, la pérdida de producción fue limitada; y, (ii) la desdolarización persistió más allá de la emergencia e incluso cuando se levantaron las restricciones. Podría decirse que la experiencia de Pakistán cumple con ambos criterios. Hasta la fecha, el caso de la Argentina cumple con el segundo criterio pero no con el primero. Las conclusiones son menos definitivas, porque ha pasado poco tiempo.

Incluso en las circunstancias a menudo extremas y quizá caóticas en las que las autoridades eligen la desdolarización “a la fuerza”, se pueden seguir algunos principios

de política económica para incrementar las posibilidades de éxito y minimizar los efectos negativos. Las experiencias variadas descritas aquí, combinadas con la aplicación de un cierto razonamiento económico general, sugieren una serie de estos principios. Muchos de ellos se aplicarían también a los esfuerzos de inducir una desdolarización voluntaria y lenta, pero son al menos de la misma importancia cuando la conversión es obligatoria. Más aun, varias de las recomendaciones listadas a continuación se aplican casi en cualquier escenario que incluya desdolarización forzada, mientras que otras pueden ser convenientes sólo en ciertas circunstancias o si se implementan con mucho cuidado.

Desalentar los préstamos en moneda extranjera

Como ya se señaló, los préstamos en moneda extranjera –especialmente a sectores no orientados a la exportación y a los hogares– crean dificultades prudenciales y macroeconómicas adicionales. En consecuencia, los argumentos tendientes a desalentar los préstamos en moneda extranjera pueden ser más fuertes que aquéllos para desincentivar los DME. Muchos países han establecido claramente la prohibición de dar préstamos bancarios a residentes o al menos a empresas no relacionadas con la exportación. Se puede concebir también la adaptación de otras regulaciones como la fijación de ponderaciones por riesgo para los requisitos de capital o de límites a los préstamos a los hogares en función de sus ingresos, para desalentar los préstamos en moneda extranjera más allá de lo que se necesitaría a partir de consideraciones prudenciales puramente microeconómicas.

Eliminar los incentivos regulatorios para la dolarización

Con frecuencia varias disposiciones regulatorias han favorecido la dolarización y desfavorecido el ahorro y el financiamiento en moneda local –como fue claramente el caso en Pakistán–. La eliminación de estos incentivos debería al menos hacer más lento el ritmo de la dolarización futura o la recurrencia de la dolarización una vez que la desdolarización se ha logrado por otros medios. Los incentivos principales afectan a los ahorristas y a los intermediarios –los incentivos institucionalizados para pedir préstamos en moneda extranjera son menos comunes–:

- *Depositantes:* Los DME no deben recibir un tratamiento más favorable que los depósitos en moneda nacional en cuestiones como la cobertura de seguro de depósitos y la priorización del pago de obligaciones en el caso de la liquidación de un banco. Estos factores pueden ser muy visibles cuando se realiza una desdolarización en el contexto de una crisis bancaria. También se tiene que diseñar disposiciones fiscales para por lo menos tener una posición neutral en cuanto a la denominación de moneda. Por ejemplo, se debe tomar en cuenta las ganancias de capital sobre DME en caso de depreciación –luego de la desdolarización forzada, los ahorristas pueden dar importancia a la posibilidad de una crisis cambiaria y anticipar grandes ganancias de capital sobre los DME–, y puede ser necesario que las disposiciones sobre impuestos permitan tener en cuenta las diferencias de rendimientos nominales.²²
- *Bancos:* No se debe distorsionar las regulaciones prudenciales y de otro tipo de modo que favorezcan la intermediación en moneda extranjera y puedan generar riesgos complejos. Así, por ejemplo, la ponderación por riesgo sobre los activos bancarios, los

requisitos de reservas y los requisitos de liquidez, deben elegirse de acuerdo con este criterio.

No penalizar excesivamente un sector

Las políticas tienen que lograr –y dar la impresión de lograr– que la carga sea compartida en un grado razonable. Se trata de un asunto de equidad y maximización del bienestar. Si la utilidad marginal es decreciente, la distribución de los costos reduce la pérdida total de bienestar. En concreto, si un sector o parte de la sociedad sufre de manera desproporcionada, le será difícil volver a operar normalmente o tendrá muy poca confianza en las instituciones económicas y en el compromiso de las autoridades respecto de seguir políticas consistentes. Por consiguiente, es probable que el conjunto de la economía se demore más en recuperar el equilibrio después de una desdolarización forzada. Más aun, los grupos más perjudicados probablemente presenten una feroz resistencia política, lo que traería como consecuencia una reversión de las políticas.

No descapitalizar a los bancos

Las circunstancias en las cuales se impone la desdolarización forzada casi siempre se originan en choques económicos, como una crisis cambiaria o de balanza de pagos, o una crisis fiscal. Estos choques ocasionan un deterioro de la calidad de los activos bancarios y crean otros costos a los bancos, por ejemplo, debidos a la escasez de liquidez o mayores tasas de interés en sus obligaciones de corto plazo, mientras que los retornos de los activos a largo plazo son más lentos de ajustarse. Es probable que un sistema bancario débil recorte los préstamos y contribuya así a propagar y acentuar los efectos de los choques. Las políticas que tienen como efecto la reducción de la capitalización de una gran proporción del sector bancario empeoran la situación. Si los bancos tienen que cuidar su capital concentrándose en activos de corto plazo y bajo riesgo, la disponibilidad de capital de trabajo y financiamiento de las inversiones disminuye, lo que afecta al sector corporativo y a la actividad económica. Esto trae como consecuencia un círculo vicioso de menor producto, préstamos impagos y pérdidas bancarias. A la larga, el gobierno tendrá que recapitalizar los bancos y luego pasar por el complejo proceso de reprivatizarlos.

No prohibir nuevos DME

Los episodios relatados aquí sugieren que permitir la apertura a nuevos DME libres de restricciones acarrea poco peligro, siempre y cuando los incentivos para la dolarización se hayan eliminado. La experiencia de la desdolarización forzada reducirá la oferta de ahorros en DME, de modo que un resurgimiento fuerte de la dolarización no sea muy probable siempre y cuando la estabilización macroeconómica esté en proceso, se permita que se ajusten las tasas de interés en moneda local y se eliminen las regulaciones que favorezcan los DME. Los DME en cantidades moderadas pueden ser útiles para proveer a los bancos de liquidez en moneda extranjera –por ejemplo, para financiar los préstamos a los exportadores–.

No usar la contraparte de los DME como reservas utilizables

La desdolarización forzada ha sido a menudo el resultado de que las autoridades utilicen los DME para financiar las fugas de capitales o las importaciones, directamente o por medio de las operaciones fiscales del gobierno. Para evitar la recurrencia de una emergencia, la contraparte de DME –remanentes o nuevos– tiene que mantenerse en forma relativamente líquida –por ejemplo, en activos externos de los bancos comerciales o en el banco central–.

Permitir la flexibilidad bidireccional del tipo de cambio

La flexibilidad del tipo de cambio puede desalentar la dolarización al exponer a todos los participantes del mercado al riesgo de pérdida de capital. No hay “apuestas unidireccionales”. Además, esta flexibilidad es casi un prerrequisito para el desarrollo de un mercado eficiente para los instrumentos de cobertura cambiaria. Si el tipo de cambio está muy controlado o si se mueve sólo en una dirección, las diferencias de opinión e información entre participantes pueden ser demasiado pequeñas como para impulsar una transacción activa en el mercado. Los precios y la disponibilidad en un mercado ilíquido son posiblemente desfavorables, lo que crea una baja participación.

11.6. Conclusiones

Las perturbaciones causadas por una desdolarización forzada son significativas. La redenominación obligatoria de obligaciones implica el incumplimiento de una serie de contratos y que el gobierno revele una voluntad de pasar por alto los derechos de propiedad de una parte importante de la población. La dolarización es en sí misma, y en gran medida, una manifestación de desconfianza a las políticas del gobierno, que la desdolarización forzada confirma. Se necesitará un buen tiempo y muchas circunstancias favorables para reestablecer la confianza y, en particular, la seguridad de que no habrá otra ronda de desdolarización o expropiación más extrema.

Dados estos riesgos, la desdolarización forzada será muy difícil de emprender políticamente salvo en circunstancias extremas. En principio, la conversión monetaria obligatoria podría ser una herramienta de política útil en tiempos “normales” para acelerar la desdolarización en el contexto de una estrategia general para revivir la demanda de moneda local. En esas circunstancias quizá sea más fácil determinar una tasa de conversión apropiada y se puede manejar restricciones menos severas en los retiros. Sin embargo, en un país en el que las políticas económicas han inducido una dolarización significativa, los agentes económicos probablemente no se convencerán rápidamente de que la desdolarización forzada señala el inicio de un nuevo y mejor régimen de políticas y que no se volverán a violar los derechos de propiedad. En consecuencia, incluso en circunstancias favorables, es posible que la desdolarización forzada impulse en algo la fuga de capitales y la desintermediación.

La desdolarización forzada no es una panacea: si no se restaura la confianza en la moneda nacional, la redolarización en la forma de DME o de fuga de capital será inevitable

y se habrá incurrido en estos costos sin beneficio. Son necesarias otras medidas para reducir los costos asociados y mejorar las posibilidades de que la economía se recupere rápidamente. A nivel microeconómico e institucional, las políticas preferibles son las que minimizan el incumplimiento de contratos y aseguran que estos incumplimientos impuestos sean transparentes y equitativos. A un nivel macroeconómico, se tiene que establecer reglas de política y mecanismos de toma de decisiones que promuevan la estabilización de las condiciones monetarias domésticas. De este modo, si un país intenta desdolarizarse “suavemente” o si es forzado a desdolarizarse, deben resolverse las causas subyacentes de la dolarización para que el esfuerzo valga la pena.

Notas

1. Los autores desean agradecer a Herman Kamil por sus contribuciones y a Nada Oulidi por su valiosa asistencia en la investigación.
2. La atención está puesta en la dolarización parcial, en la que la moneda nacional aún desempeña algún papel; más que en la oficial, donde la dolarización completa suscita un conjunto de cuestiones algo diferentes.
3. El término “dolarización” se utiliza para abreviar el amplio concepto de “moneda extranjera”. En muchos países europeos el euro desempeña el papel de la moneda extranjera favorecida.
4. De Nicoló, Honohan e Ize (2003), por ejemplo, prueban un modelo que se ocupa de la demanda por una cartera de depósitos en moneda nacional y extranjera respecto del riesgo de inflación y de depreciación real. Con base en una muestra de 75 países, encuentran que estos riesgos se correlacionan de manera positiva y significativa con valores observados de dolarización de depósitos. Así, la dolarización parece ser, al menos en parte, la respuesta racional de agentes ante una falta de credibilidad en la política monetaria.
5. Un ejemplo de un posible efecto de histéresis se puede encontrar en el sistema de pagos. Supóngase que antes de la dolarización el sistema podía manejar pagos sólo en la moneda nacional. Si se instala un *software* para manejar transacciones en moneda extranjera entre residentes, transar en esta moneda se hace mucho más fácil.
6. Véase un análisis detallado en Savastano (1992).
7. Sin embargo, más adelante, en agosto de 1990, se eliminaron los controles cambiarios y de capital.
8. En Bolivia, tres años después de que se tomó la decisión (en 1985) de legalizar las cuentas en dólares, 70 por ciento de todos los ahorros depositados en bancos comerciales se denominaban en dólares.
9. Utilizando datos de corte transversal para varios países, Ize y Levy Yeyati (2003) encuentran que la dolarización de los depósitos es significativamente más baja en países en los que prevalece la indexación (véase también Galindo y Leiderman 2003).
10. Durante este periodo, Pakistán mantuvo un sistema complejo de restricciones sobre pagos en cuenta corriente y de capital.
11. La dolarización de transacciones y préstamos nunca fue generalizada en Pakistán.
12. Cuando alcanzaron su pico, a mediados de la década de 1990, los certificados en

- moneda extranjera al portador constituyeron 8 por ciento de la deuda gubernamental local.
13. Las existencias de DME eran de 4 700 millones de dólares a fines de 1996, 6 300 millones de dólares a finales de 1997 y tuvieron un pico de 7 200 millones de dólares en abril de 1998. Habían caído a 6 000 millones de dólares en junio de 1998.
 14. Las autoridades también renegociaron eventualmente la deuda externa.
 15. Las mismas condiciones se aplicaron a los bonos al portador en moneda extranjera.
 16. Inicialmente, los “Bonos Especiales de los Estados Unidos” tuvieron un vencimiento de cinco años y un rendimiento de LIBOR + 2. Más tarde el vencimiento se redujo a tres años y el rendimiento se elevó a LIBOR +4.
 17. Los tenedores de DME sufrieron una pérdida de valorización porque la conversión se hizo al tipo de cambio antiguo menos depreciado. Sin embargo, como la inflación fue moderada, la pérdida del principal resultó pequeña.
 18. Véase Daseking *et al.* (2004).
 19. Véase De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2003).
 20. Esto no significa que los depositantes no protesten vigorosamente e incluso violentamente para proteger sus intereses.
 21. Bajo una dolarización, un banco que recibe un DME debe encontrar un activo en moneda extranjera correspondiente. Una vez que se desdolarizan los activos y pasivos, cualquier depósito extra se puede colocar en una selección más amplia de activos.
 22. Suponiendo que los DME rinden 4 por ciento al año y los depósitos en moneda local, 16 por ciento. Una tasa tributaria de 25 por ciento reduciría el margen, lo que determinaría la asignación óptima de cartera, de 12 puntos porcentuales a 9 puntos porcentuales.

Referencias bibliográficas

- Alexander, W., T. Baliño y C. Enoch (1995) ‘The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy’, *IMF Occasional Paper* No. 126 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Baliño, T., A. Bennett y E. Borensztein (1999) ‘Monetary Policy in Dollarized Economies’, *IMF Occasional Paper* No. 171 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Banco Estatal de Pakistán, *Annual Report*, varios números.
- Banco Estatal de Pakistán, *Financial Sector Assessment*, varios números.
- Bonacorsi di Patti, E. y D. Hardy (2005) ‘Financial Sector Liberalization, Bank Privatization, and Efficiency: Evidence from Pakistan’, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Págs. 2381–406.
- Bufman, G. y L. Leiderman (1995) ‘Israel’s Stabilization: Some Important Policy Lessons’, in R. Dornbusch y S. Edwards (eds), *Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East* (Chicago: University of Chicago Press for NBER).
- Calvo, G. (2002) ‘On Dollarization’, *The Economics of Transition*, Vol. 10, No. 2, Págs. 393–403.
- Chopra, A. (1994) ‘Monetary Policy and Financial Sector Reform’, in L. Ebrill, A. Chopra, C. Christofides, P. Mylonas, I. Otker-Robe, y G. Schwartz, ‘Poland: The Path

- to a Market Economy', *IMF Occasional Paper* No. 113, (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Daseking, C., A. Ghosh, T. Lane y A. Thomas (2004) 'Lessons from the Crisis in Argentina', *IMF Occasional Paper* No. 336 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- de la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmukler (2003) 'Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board', *Economía*, Vol. 5, No. 2, Págs. 43–9.
- de Nicolás, G., P. Honohan y A. Ize (2005) 'Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, No. 7, Págs. 1697–727.
- (2003) 'Dollarization of Banking System: Good or Bad?', *World Bank Policy Research Paper* No. 3116.
- Fondo Monetario Internacional (2004a) 'Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development Country Cases and Appendices', información complementaria preparada por el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros.
- Fondo Monetario Internacional (2004b) *Pakistan: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Securities Regulation*, Country Report No. 04/215, disponible en www.imf.org (julio).
- Fondo Monetario Internacional (2004c) *Pakistan: 2004 Article IV Consultation, Ninth Review Under the Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility, and Request for Waiver of Performance Criteria – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Pakistan*, Country Report No. 04/411, disponible en www.imf.org (diciembre).
- Galindo, A. y L. Leiderman (2003) 'Living with Dollarization and the Route to Dedollarization', Banco Interamericano de Desarrollo Working Paper No. 526 (Washington D.C.).
- Gulde, A.-M., D. Hoelscher, A. Ize, D. Marston y G. de Nicolás (2004) 'Financial Stability in Dollarized Economies', *IMF Occasional Paper* 230 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Handy, A. (1998) 'Egypt Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy', *IMF Occasional Paper* No. 163 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Havrylyshyn, O. y C. Beedies (2003) 'Dollarization in the Former Soviet Union: from hysteria to hysteresis', *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 3 (setiembre).
- Herrera, L. O. y R. Valde's (2005) 'Dedollarization, indexation and nominalization: The Chilean Experience', *The Journal of Policy Reform*, Vol. 8, No. 4, Págs. 281–312.
- Husain, I. (2003) *Economic Management in Pakistan 1999–2002* (Oxford: Oxford University Press).
- Hyder, Z. (2003) 'Workers' Remittances, Resident FCAs and Kerb Premium: A Cointegration Analysis', State Bank of Pakistan Working Paper No. 3.
- Ize, A., y A. Powell (2004) 'Prudential Responses to De Facto Dollarization', IMF Working Paper 04/66 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional). La versión revisada ha sido publicada en *Journal of Policy Reform*, Vol. 8, No. 4 (2005), Págs. 241–62.
- Ize, A. y E. Levy Yeyati (2003) 'Financial Dollarization', *Journal of International Economics*, Vol. 59 (marzo), Págs. 323–47.
- Lorie, H. y Z. Iqbal (2005) 'Pakistan's Macroeconomic Adjustment and Resumption of

- Growth, 1999–2004’, IMF Working Paper 05/139 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Mirakhor, A. y I. Zaidi (2004) ‘Foreign Currency Deposits and International Liquidity Shortages in Pakistan’, IMF Working Paper 04/167 (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003) ‘Addicted to Dollars’, NBER Working Paper No. 10015 (Cambridge, M.A.: National Bureau of Economic Research).
- Savastano, M. (1992) ‘The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview’, *Revista de Análisis Económico*, Vol. 7, No. 1, Págs. 29–72.
- Uribe, M. (1997) ‘Hysteresis in a Simple Model of Currency Substitution’, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 (setiembre), Págs. 185–202.

Comentarios a la parte IV

Augusto de la Torre

Los dos capítulos de esta parte tratan aspectos significativamente distintos del debate sobre dolarización y desdolarización financiera. El capítulo 10, de Holland y Mulder, aborda el potencial papel beneficioso que la deuda indexada a la inflación puede desempeñar en la gestión de la deuda del gobierno en particular, y, de manera más general, en el desarrollo del mercado de capitales en moneda local. En contraste, el capítulo 11, de Hardy y Pazarbasioglu, examina temas claves de episodios de desdolarización forzada o involuntaria. No trataré de discutir lo central de cada uno de estos capítulos. Hacerlo resultaría inmanejable en un espacio tan breve concedido a estos cortos comentarios, y, en cualquier caso, no podría hacer justicia a los dos capítulos, dadas las diferencias de tema y de enfoque. En vez de eso, voy a tratar una cuestión única: ¿puede la deuda indexada al IPC ayudar significativamente a inducir la desdolarización voluntaria de los contratos financieros? Espero que mis comentarios sean complementarios al capítulo de Holland y Mulder, que realmente no trata este tema de manera directa.

En la región de América Latina, los contratos financieros indexados al IPC están normalmente denominados en una unidad de cuenta que está en sí misma relacionada con el IPC de manera retrospectiva, pero con un retraso relativamente corto. Por conveniencia y para hacer honor a la popularidad de la nomenclatura chilena, de aquí en adelante me referiré a esta unidad como UF.

Se argumentará que la interrogante de si los contratos de deuda denominados en UF pueden ayudar a promover la desdolarización, no tendría una respuesta tan simple como podría parecerlo. La evidencia de que la contratación financiera basada en UF fue históricamente crucial para *prevenir* la dolarización financiera no implica que la UF pueda ayudar a *revertir* la dolarización una vez que se ha enraizado.¹ Por ejemplo, que una estaca pueda sostener un árbol joven para evitar que crezca torcido no implica que esa misma estaca sea capaz de enderezar un árbol torcido ya maduro.

Considerando las condiciones iniciales y la tendencia de la dolarización, no debe sorprender que la histéresis sea una característica de la dolarización financiera. Para ilustrar este punto, considérese el caso de la UF chilena. La UF ayudó a evitar la dolarización financiera en Chile porque la población la aceptó como un depósito de valor y esto, a su vez, fue una función de las condiciones iniciales y de la dependencia de la tendencia. Las condiciones iniciales incluyeron no sólo una promoción activa de la UF por el gobierno, sino también una inflación alta y muy volátil, un elevado efecto traspaso (debido a la indexación generalizada de precios y salarios) e impedimentos legales y regulatorios en el uso del dólar para la contratación financiera en el país (véase Herrera y Valdez 2005). Dado este contexto inicial, la dependencia de la tendencia permitió que la UF se enraizara

a los mercados financieros. ¿Por qué? Porque los cambios asociados a las prácticas de contratación financiera se reforzaron como consecuencia de los retornos crecientes y de una red de externalidades inherentes al cambio institucional (es decir, la disminución de la incertidumbre; de los costos de transacción e información y del efecto contagio relacionado con la contratación financiera son consecuencia de los elevados costos de instalación de las nuevas instituciones consistentes con la UF). Es posible entonces suponer que si no se pudo evitar la dolarización financiera y, más bien, se presentó en otros países, debe de haber sido debido a una compleja interacción de distintas condiciones iniciales y a un proceso diferente de dependencia de la tendencia comparado con aquéllos que se presentaron en Chile. Este razonamiento destaca un punto importante, pero poco considerado, en el debate de la desdolarización: que un instrumento aislado como la UF, útil para ahuyentar la dolarización en una matriz institucional determinada, puede no ser aplicable en otro entorno institucional.

El peso de la prueba recae entonces sobre los creadores de la UF como herramienta de desdolarización. En ese sentido, ellos tendrían que establecer un ejemplo sólido –tarea que me parece todavía no se ha revisado– de por qué los ahorristas/inversionistas encontrarían que la UF es más atractiva que el dólar en las circunstancias que caracterizan, por lo general, a los países latinoamericanos financieramente dolarizados de hoy. Esta circunstancia, significativamente diferente de la presentada en Chile cuando se introdujo la UF, comprende una baja tasa de inflación y del efecto traspaso, una sólida posición del dólar en la contratación financiera, la ausencia de impedimentos legales y regulatorios a la intermediación financiera² basada en dólares, y un alto grado de integración con los mercados financieros internacionales. Estoy convencido de que un mercado profundo para la deuda de largo plazo denominada en dólares tendría muchos beneficios positivos para el desarrollo financiero, siempre y cuando los ahorristas utilicen intensivamente la UF. Lo que es menos claro es por qué los inversionistas lo harían en las circunstancias mencionadas si ya confían en el dólar.

Por tanto, el desafío al que nos enfrentamos es entender mejor las condiciones en las que, dadas las circunstancias mencionadas y considerando la dependencia de la tendencia en el ámbito institucional, la UF podría ayudar a desdolarizar los contratos financieros. Para enmarcar la discusión de este asunto de manera más precisa, quisiera presentar cuatro proposiciones desarrolladas en detalle en un artículo que escribí recientemente con Sergio Schmukler (De la Torre y Schmukler 2004).

Proposición 1: La moneda de denominación (dólar, peso o UF) y la duración (corta o larga) de un contrato financiero, ambos, son dispositivos que usan los inversionistas racionales para manejar riesgos sistémicos (es decir, volatilidad macroeconómica y debilidad contractual en el nivel institucional) en las economías emergentes. En particular, los contratos dolarizados, los contratos en UF y aquéllos en pesos de corta duración son sustitutos de cobertura al riesgo de precio (es decir, a la inflación y a la volatilidad de la tasa de interés).

Proposición 2: Hay una compensación inherente entre la exposición al riesgo de precio, por un lado, y la exposición al riesgo de incumplimiento inducido por el precio, por otro. Así, invirtiendo en un contrato de corta duración (peso o UF) o en un contrato dolarizado,

el inversionista se cubre contra movimientos inesperados en la inflación o en la tasa de interés real *a expensas* de asumir una exposición abierta al riesgo de que el deudor pueda incumplir si un aumento inesperado en la tasa de interés real lo golpea (en el caso de un contrato de corta duración), o por una devaluación real inesperada y elevada (en el caso de un contrato dolarizado).

Proposición 3: A medida que se eleven los riesgos sistémicos, el resultado del equilibrio se fija a favor de la protección al inversionista contra el riesgo de precio (por medio de la dolarización o la duración corta), a expensas de la exposición al riesgo de incumplimiento inducido por el precio. Una razón para esto es el hecho de que el contrato es un derecho legal que da al inversionista una opción de litigar y recuperar algo de valor en caso de un incumplimiento.

Proposición 4: Para un nivel dado de riesgo sistémico y de apetito del inversionista por riesgo sistémico, los esfuerzos de reprimir la dolarización financiera sólo pueden desplazar (más que reducir) el riesgo. En otras palabras, la represión del descalce de monedas puede, *ceteris paribus*, llevar sólo a un incremento de compensación en otro descalce —es decir, el descalce de duración implícito en los contratos de deuda en pesos de corta duración—, o al cambio de los contratos en dólares del mercado local hacia el mercado *offshore*.

Dadas estas proposiciones, regresemos a la cuestión de si la UF podría realmente atraer el interés del inversionista en economías con baja inflación y en las que la dolarización financiera esté bien establecida. Asumamos, primero, que el entorno macroeconómico relevante es uno en el que la inflación y la tasa de interés son más volátiles que el tipo de cambio real. De acuerdo con el artículo de Ize y Levy Yeyati (2003), las carteras financieras en ese entorno se inclinarían a favor del dólar. Ahora asumamos que el gobierno intenta introducir la UF, *ceteris paribus*. ¿Los inversionistas cambiarían voluntariamente de contratos financieros basados en dólares a contratos financieros sustentados en UF? La respuesta probablemente es no. ¿Por qué? Porque la UF no ofrece una ventaja obvia a los inversionistas como mecanismo para manejar el riesgo en comparación con el dólar. Tomemos un contrato de larga duración denominado en UF (es decir, un contrato a largo plazo en UF con una tasa de interés fija). Este contrato sería casi tan bueno como el dólar para proteger al inversionista contra el riesgo de inflación pero, a diferencia del dólar, no le brindaría cobertura contra el riesgo de tasa de interés real. Tomemos ahora un contrato de corta duración en UF (es decir, un contrato de corto plazo en UF o un contrato de largo plazo en UF, en el que la tasa de interés se ajusta frecuentemente; digamos, cada mes). Este contrato sería tan bueno como el dólar para proteger al inversionista contra la inflación y los riesgos de tasa de interés real pero, a diferencia del dólar, la UF de corta duración no protegería al inversionista contra el riesgo de incumplimiento inducido por la tasa de interés real. Además, en un entorno en el que la inflación y la tasa de interés son más volátiles que el tipo de cambio real, la UF sería un dispositivo de manejo del riesgo inferior en comparación con el dólar y también con un contrato en pesos de corta duración.³

Se sigue del razonamiento anterior que mecanismos aislados tienen poca probabilidad de llevar a la desdolarización. La dolarización financiera es un síntoma, una respuesta

a la debilidad en los cimientos macroeconómicos e institucionales que suscitan altos riesgos sistémicos. Atacar el síntoma sin resolver las causas subyacentes puede ser contraproducente. En consecuencia, la condición suficiente para la desdolarización financiera es también una condición fundamental; es decir, la reducción permanente del riesgo sistémico. En el frente de la política macroeconómica, esa reducción requiere mejoras estructurales en la solvencia del gobierno. El progreso hacia una solvencia fiscal más resistente, a su vez, permitiría un entorno más sólido de política monetaria independiente que incluya flexibilidad cambiaria con fijación de metas inflacionarias. Como resultado, la volatilidad de la inflación y de la tasa de interés real se reduciría consistentemente respecto de la volatilidad del tipo de cambio real, y así se crearía el tipo de estabilidad nominal creíble que fomentaría el uso de la moneda local como depósito de valor para los ahorros, con la consecuente desdolarización de los contratos financieros.

El efecto de desdolarización de las mejoras en los fundamentos de los sectores fiscal y monetario sería, sin lugar a dudas, amplificado por políticas complementarias en otros frentes, incluyendo acciones para el fortalecimiento de los esquemas de supervisión prudencial y contractual, así como la introducción de contratos de deuda de largo plazo indexados al IPC. La UF por sí sola lograría poco, pero en un entorno de mejores fundamentos macroeconómicos e institucionales podría tener un impacto significativo. En este contexto, el apetito por deuda indexada al IPC podría fomentarse con una estrategia de gestión de deuda gubernamental que buscaría desarrollar una curva de rendimiento confiable en bonos soberanos de larga duración indexados al IPC. Eso podría, en sí mismo, mejorar la viabilidad fiscal, estrechando el alcance del mal comportamiento inconsistente con el tiempo del gobierno y reduciendo la exposición del gobierno al riesgo para un costo dado. Sin embargo, el punto más importante para establecer la UF tiene que venir, a la larga, de una fuerte demanda de los inversionistas. Ésta se materializaría claramente en la medida que las reformas del sistemas de pensiones de la región de América Latina maduren hasta tener la capacidad de proporcionar un mercado creciente para las pensiones vitalicias, con proveedores de pensiones de por vida (normalmente compañías de seguros de vida) que necesiten activos de larga duración indexados al IPC para cubrir sus crecientes pasivos de larga duración indexados al IPC.

Notas

1. También se evitó en algunos casos la dolarización financiera –en el Brasil sobre todo– con la práctica de indexar los contratos de deuda a la tasa de interés local de corto plazo, y de establecer limitaciones legales y regulatorias al uso del dólar para contratos de financiamiento privado en el país (Arida, Bacha y Lara-Resende 2005).
2. En efecto, el uso del dólar no sólo no está restringido en los países financieramente dolarizados; más bien lo promueven, como dicen los artículos de Ize y Levy Yeyati, las macropolíticas y el entorno regulatorio. Veo este sesgo pro dolarización como un subproducto natural de la dependencia de la tendencia.
3. Como muestran las experiencias de Colombia y el Ecuador durante la década de 1990, la alta volatilidad de la tasa de interés real es el enemigo público número uno de la UF. Tal volatilidad causó que desaparecieran los florecientes de la UF en el Ecuador a mediados de la década de 1990 e hizo que la UF fuera reemplazada por la

indexación a la tasa de interés nominal en el caso de Colombia en la segunda mitad de esa década.

Referencias bibliográficas

Arida, P., E. Bachay y A. Lara-Resende (2005) 'Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil' en F. Giavizzi, I. Golfajn y S. Herrera (eds), *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003* (Cambridge, M.A.: MIT Press).

de la Torre, A. y S. Schmukler (2004) 'Coping with Risk Through Mismatches: Domestic and International Financial contracts for Emerging Economies', World Bank Working Paper No 3212 (Washington, D.C.: World Bank).

Herrera L. O. y Valdés (2005) 'Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience' *The Journal of Policy Reform*, Vol. 8, No 4, Págs. 281-312.

Ize, A. y E. Levy Yeyati (2003) 'Financial Dollarization', *Journal of International Economics*, Vol. 59 (marzo), Págs. 323-47.

Comentarios a la parte IV

Luis O. Herrera

La emisión de bonos indexados a la inflación se está haciendo convencional en todo el mundo. Todos los países del G-7, excepto Alemania, y muchos otros países industrializados, están emitiendo bonos indexados. Muchas economías de mercados emergentes lo han hecho en años recientes (Chile, México, Colombia, el Perú, el Brasil y el Uruguay). Sin embargo, no es claro por qué está ocurriendo esto ahora. ¿Por qué se están desarrollando bonos indexados a la inflación más rápido en un entorno de inflación baja y más estable, de tasas de interés nominales bajas y de alta credibilidad en los bancos centrales? No tengo la respuesta, pero parece desconcertante.

Hay poca duda de que es aconsejable emitir bonos indexados a la inflación. Esto es cierto ya sea que una economía esté financieramente dolarizada o no. Hay una serie de razones:

- Los bonos indexados a la inflación ofrecen propiedades convenientes de riesgo/retorno para el gobierno y los inversionistas.
- Los bonos indexados a la inflación pueden tener un papel estratégico en el apoyo a la credibilidad de las políticas monetarias y fiscales.
- Los bonos indexados a la inflación completan los mercados financieros y ayudan a medir las expectativas inflacionarias.
- Finalmente, los bonos indexados pueden ayudar a desarrollar los mercados en moneda local de largo plazo en países proclives a la inflación.

Una pregunta diferente es si resulta conveniente moverse desde la dolarización financiera hacia la indexación financiera. Si la economía está dolarizada, ¿debería el gobierno tratar de cambiar hacia una indexación financiera completa, o debería intentar promover la nominalización? La indexación financiera puede promover una estabilidad financiera mayor y aumentar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, pero también tiene algunos costos. El caso de Chile puede arrojar luz sobre este asunto.

La experiencia chilena es citada a menudo como un caso de indexación financiera exitosa. A pesar de una inflación relativamente alta en la década de 1980 y principios de la de 1990, Chile desarrolló mercados relativamente profundos para depósitos, préstamos y valores en moneda local, por medio del uso extenso de indexación al IPC en los contratos financieros (conocidos como UF).¹ Actualmente los depósitos y los préstamos en moneda local representan el 60 por ciento del PBI, mientras que los bonos en moneda local han alcanzado el 50 por ciento del PBI.

Sin embargo, quiero enfatizar que la emisión de bonos indexados al IPC fue sólo un aspecto de un amplio conjunto de políticas que apoyaron y alentaron la indexación real y financiera a lo largo de las décadas de 1970 y 1980. Aparte de la temprana adopción de la UF en la década de 1960, hubo otros factores que promovieron la indexación financiera. Éstos incluyeron, entre otros, la introducción de indexación en la ley de impuestos y reglas contables en la década de 1970, la introducción de indexación salarial obligatoria (hasta 1981), la indexación de precios regulados, derechos y penalidades legales, la emisión de deuda pública indexada en la década de 1980, la indexación del tipo de cambio nominal desde 1984 hasta 1998, y la fijación (suavización) de metas de tasa de interés en las operaciones financieras indexadas hasta 2002 como la meta operativa de la política monetaria. A esto le llamo *sistema de indexación completo*. Es mucho más amplio que la simple emisión de bonos ligados al IPC.

La indexación financiera generó beneficios significativos para el desarrollo de los mercados de capital y la intermediación financiera chilenos, pero también incurrió en ciertos costos. La indexación real se generalizó en la economía chilena a lo largo de la década de 1980. Los sueldos, alquileres, pensiones escolares, impuestos, etcétera, se indexaron, todos, a la UF. La tolerancia del público a la inflación se incrementó y también la inercia y la volatilidad inflacionarias. Los precios relativos, así como los sueldos reales y el tipo de cambio real, se hicieron más rígidos, lo que incrementó potencialmente la volatilidad de la producción y del empleo. Todas estas características requirieron que el Banco Central siguiera un proceso lento de reducción de la inflación durante la década de 1990 para minimizar los costos de la desinflación, a pesar de los buenos fundamentos macroeconómicos, financieros e institucionales.

La indexación financiera también fue muy persistente durante la década de 1990, no obstante la reducción sistemática de la inflación y la mayor credibilidad monetaria (problemas de coordinación y costos de traslado). Apenas desde 2001 la economía comenzó a moverse hacia la nominalización financiera. La liquidez en los mercados financieros locales sigue estando relativamente fragmentada entre las operaciones financieras nominales e indexadas. Los inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, se concentraron en los instrumentos indexados, mientras que los de plazo más corto, como los fondos mutuos, los bancos y las corporaciones que administran su liquidez, lo hicieron en instrumentos nominales. Esta característica ha hecho que sea más difícil para Chile integrar los mercados financieros locales e internacionales.

El punto es que una indexación financiera completa se arraiga en la economía. La indexación tiene algunos costos y se puede prolongar. De este modo, una economía que ya ha logrado estabilidad de precios, pero que todavía está dolarizada podría priorizar directamente la nominalización en vez de buscar una alternativa intermedia en la indexación financiera. Intentar una indexación financiera podría ser un camino largo y podría crear grandes costos para cambiar a la nominalización subsiguiente.

Nota

1. En Chile se usa la UF como una unidad de cuenta para las transacciones financieras. Se calcula el décimo día de cada mes con un monto lineal cada día. De este modo, para el noveno día del mes siguiente su valor se habrá incrementado a lo más por el mismo porcentaje del IPC dos meses antes.

Comentarios a la parte IV

Claudio Irigoyen

Los dos capítulos de esta parte tratan el importante tema de la desdolarización, problema central para muchas economías América Latina. El capítulo 10 se refiere a cómo los bonos indexados a la inflación pueden mejorar la composición de la deuda gubernamental en términos de la estructura de maduración y del riesgo de renovación. Los autores enfatizan el papel de la deuda gubernamental indexada como un ingrediente clave para el desarrollo de los mercados de deuda que incluyan también la deuda indexada emitida por el sector privado. El capítulo 11 analiza varias experiencias de desdolarización, resaltando las características que tuvieron éxito y las que no.

Me voy a concentrar sobre todo en el primer tema, relacionado con el papel de la deuda indexada (aunque no necesariamente indexada a la inflación) en el marco de gestión óptima de la deuda pública. Asimismo, voy a discutir algunos temas concernientes al desarrollo de un mercado de valores indexados emitidos por el sector privado.

La primera cuestión por tratar es: ¿Cuál es la composición óptima de una cartera de deuda pública desde la perspectiva del gobierno? La respuesta depende no sólo de la credibilidad de la política monetaria y fiscal, sino también de la estructura estocástica de la economía. La baja credibilidad induce una mayor proporción de la deuda indexada en una cartera óptima (usualmente indexado a la inflación) si el gobierno no desea confirmar una prima por riesgo relativamente alta para la deuda nominal de largo plazo.

Alternativamente, los gobiernos pueden preferir emitir deuda de corto plazo como una solución al mismo problema, a expensas de un riesgo de renovación más alto. Una deuda excesiva de corto plazo o una deuda de largo plazo con tasas flotantes pueden crear un problema de predominio fiscal y restringir así la conducción de la política monetaria. Por otro lado, las consideraciones de suavizamiento tributario sugieren la emisión de deuda nominal, de modo que el valor real de la deuda se relacione negativamente con los choques que podrían golpear a la economía (en malas épocas el valor real de la deuda cae).

Una receta más precisa depende de la estructura estocástica particular de la economía, en la que la deuda indexada parece óptima para tratar los choques de gastos agregados y la deuda nominal para los choques de oferta. Por ejemplo, una covarianza positiva entre los déficits primarios y la inflación favorece la emisión de deuda nominal, aunque una varianza alta de la inflación incrementa el atractivo de bonos indexados a la inflación para evitar pagar una alta prima por riesgo de inflación. Para manifestar su respaldo a políticas públicas saludables, muchos países han indexado la deuda del gobierno al tipo de cambio, o simplemente han emitido deudas denominadas en moneda extranjera en vez de indexarlas a la inflación.

La elección de la indexación de referencia está también en función de la estructura estocástica de la economía. Si la inflación y del tipo de cambio real se correlacionan positivamente, los bonos nominales y los bonos denominados en moneda extranjera se complementan. No obstante, la deuda denominada en moneda extranjera puede ser demasiado riesgosa cuando el país está sujeto al corte súbito del flujo de capitales; cuando el riesgo se relaciona negativamente con la apertura de la economía y el tamaño del sector transable y positivamente con el grado de dolarización de las obligaciones de la economía en su conjunto.

Un corolario es que, dependiendo de la estructura de la matriz de covarianza de los choques, la deuda indexada podría cumplir un papel incluso en un entorno de plena credibilidad. A partir de las mismas consideraciones, podría ser óptimo emitir alguna deuda nominal inclusive ante graves problemas de credibilidad.

No se debe considerar el análisis anterior como puramente estático. Es un problema dinámico en el sentido de que la composición óptima de la deuda se debe revisar a lo largo del tiempo a medida que evoluciona la credibilidad y la reputación, y la estructura estocástica de la economía cambia. Por otro lado, la composición de la deuda tiene un impacto endógeno sobre el costo total de la deuda, ya que el riesgo crediticio (o riesgo de impago) no es independiente de los incentivos del gobierno para seguir políticas inconsistentes en el tiempo, con base en la composición real de la cartera de deuda.

Otro producto que se ha hecho recientemente popular es la deuda indexada al desempeño de la economía (bonos indexados al PBI). El rendimiento de estos bonos es una función positiva de la tasa de crecimiento de la economía. Por consiguiente, actúan como estabilizador automático del coeficiente de deuda con respecto al PBI (aunque este coeficiente no es un buen indicador de la sostenibilidad de la deuda). Como ya se subrayó, la conveniencia de este tipo de bonos depende (entre otras cosas) de la covarianza entre la tasa de crecimiento de la economía (una variable también aleatoria) y el resto de choques a los que está sujeta la economía. Algunos observadores sugieren que en países que dependen mucho del precio de productos primarios específicos se debe indexar la deuda pública a estos productos sobre la base de consideraciones de suavizamiento tributario.

Otras preguntas de interés son: ¿Cuál es el rol de la deuda gubernamental en el desarrollo de mercados de deuda indexada emitida por el sector privado? y ¿Cuáles son los temas en juego en la indexación de deuda privada?

El desarrollo de un mercado de deuda gubernamental indexada crea una externalidad positiva para los deudores privados. Si hay un mercado profundo de deuda gubernamental indexada, es mucho más fácil establecer un precio a la deuda indexada del sector privado, incluso si la indexación se relaciona con distintas variables.

No obstante, la consideración principal cuando se analiza la optimización de la emisión de deuda indexada desde el punto de vista de una empresa es la compensación entre la cobertura y la liquidez. Las consideraciones de cobertura recomiendan la indexación al precio relativo del producto comercializado por la empresa, o, de manera similar, al

precio relativo clave que influye en sus ingresos. Este argumento racionaliza por qué los gobiernos indexan la deuda pública a la inflación. El problema con esta receta es que si todas las compañías indexan la deuda a sus precios relativos claves, surge un problema de escala. En promedio, las emisiones individuales no son suficientemente grandes como para asegurar que los papeles emitidos por el sector privado sean tan líquidos como se requiere, lo que por cierto tendrá un impacto en el costo de la deuda. Una alternativa es indexar la deuda a la inflación o al tipo de cambio (una cobertura imperfecta, pero un instrumento más líquido). En ese caso, el papel del gobierno en el desarrollo de los mercados para deuda indexada se hace crucial.

Para poder analizar los méritos de los bonos indexados a la inflación es importante distinguir entre las causas y las consecuencias de la inflación. Se ha sostenido que la emisión de bonos protegidos de la inflación fomenta la indexación de toda la economía por medio de la promoción de la indexación de sueldos e incrementa la inercia inflacionaria. Este argumento es erróneo. La culpa de ello la tiene más bien la mala política monetaria o fiscal. La indexación de activos es una manera de completar mercados, ya que definitivamente mejora el bienestar.

Finalmente, algunas palabras sobre el segundo tema: la desdolarización. Independientemente de la manera como ésta ocurriera en algunas economías emergentes, el desafío es cómo evitar la redolarización. A ese respecto, muchas de las tareas se centran en la regulación del sistema financiero. Una de las características principales de los sistemas financieros dolarizados es su exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio real (que alimentan naturalmente el riesgo crediticio), como reflejo del hecho de que otorgan en préstamo depósitos denominados a individuos o empresas con ingresos en moneda local.

Entre otras cosas, es importante incluir en el menú de políticas: (i) altos requisitos de provisionamiento para activos en dólares; (ii) altos requisitos de reservas (con remuneraciones bastante bajas) para depósitos denominados en dólares, junto con restricciones a las solicitudes de éstos (para evitar masivos descalces de moneda); (iii) el desarrollo de mercados para activos indexados como sustituto para la dolarización (un paso intermedio hacia la nominalización); y, (iv) el desarrollo de mercados derivados que ayuden a tratar la volatilidad del tipo de cambio. Como es evidente, esas iniciativas no son sustitutas de políticas monetarias y fiscales sólidas. Estas son absolutamente necesarias para la estabilidad de los precios y, por lo tanto, los ingredientes principales de cualquier estrategia de desdolarización.