

13

Mesa redonda: Opciones de política económica y estrategias para economías dolarizadas

Agustín Carstens –preside la Mesa–

Luego de dar una mirada a todo el material presentado, me encuentro plenamente satisfecho, pues se ha diagnosticado muy bien la situación y se han discutido exhaustivamente los orígenes y manifestaciones de la dolarización, así como los problemas para tratarla y saber qué hacer con ella en el futuro. Sin embargo, tengo la impresión de que la necesidad de disciplina fiscal –un problema muy importante en América Latina– no ha sido enfatizada suficientemente. Quizá con la única excepción de Chile, no hemos logrado establecer una auténtica política fiscal que goce de credibilidad para el mediano plazo. Es más: el dominio del tema fiscal sobre la política monetaria es muy gravitante en muchos de los países de la región, incluyendo los dolarizados. Otro aspecto que se ha mencionado, aunque quién sabe no con el énfasis debido, es que a lo largo de los últimos treinta años América Latina ha estado inmersa en un muy intenso debate académico y práctico sobre la relación entre el tipo de cambio y la competitividad. Aunque algunos de los capítulos –como el 2, elaborado por Alain Ize– sí se refieren a este tema, creo que también es muy importante hacer hincapié en cómo lograr competitividad sin recurrir al tipo de cambio. Estas reformas estructurales son muy importantes y no debemos perderlas de vista.

Por esta razón, quisiera preguntar a los panelistas si podrían, por favor, responder a la siguiente pregunta: ¿Qué se puede hacer acerca de la desdolarización sin dejar de lado los dos problemas que he mencionado, que son la falta de una verdadera consolidación fiscal y la carencia de buenas reformas estructurales competitivas?

Leonardo Leiderman

En América Latina, el proceso de desdolarización ya se está en marcha: la dolarización está declinando como una respuesta endógena a una política fiscal y monetaria más disciplinada. Los indicadores para distintos países que se presentaron en esta conferencia muestran claramente la existencia de esta tendencia, y el Perú es el principal ejemplo de ella.

Hemos visto en los últimos años que hasta países altamente dolarizados han podido reducir la inflación a niveles internacionales y algunos incluso han establecido esquemas de metas de inflación. El caso del Perú ilustra cómo se puede llevar a cabo una política

monetaria eficaz dentro de un esquema de metas de inflación en este contexto. En este caso, la política monetaria utiliza básicamente dos instrumentos principales: la tasa de interés de política monetaria y la intervención en el mercado cambiario. Debido a que una economía dolarizada puede ser muy vulnerable a grandes variaciones en el tipo de cambio, estos dos instrumentos se establecen normalmente teniendo la meta de inflación como objetivo principal, pero tratando de hacerlo de tal manera que se suavice la trayectoria del tipo de cambio.

Un ámbito en el que creo que el consenso es mayor es el de la regulación prudencial. Aunque los capítulos presentados en esta conferencia revelan claramente que todavía queda mucho por hacer en este campo, una vez más el Perú ofrece un buen ejemplo de las medidas que se pueden adoptar en otros países con experiencias similares y también de aquellas otras que todavía falta tomar. En ese sentido, sería útil conocer más sobre el tipo de medidas que el Fondo Monetario Internacional y otras organizaciones internacionales pueden proponer para resolver el problema de la regulación prudencial en economías dolarizadas.

Se ha cuestionado la eficacia de la política monetaria en condiciones de dolarización. Una manera de proceder consiste en mejorar la eficacia de las políticas económicas ayudando a profundizar el mercado de activos denominados en moneda local, con horizontes de madurez tan largos como sea posible. Obviamente, esta tarea no hubiera sido factible en las condiciones anteriores de alta inflación y escasa credibilidad en las políticas económicas. Una pregunta que ha surgido en este contexto es si esa nominalización tiene que estar acompañada por el desarrollo de un mercado interno de bonos indexados al índice de precios al consumidor (IPC).

Nuestra discusión sobre las experiencias de varios países, en la última sesión, mostró que aunque introducir un mercado en bonos indexados puede ser útil para construir credibilidad, puede generar, al mismo tiempo, cierta pérdida de flexibilidad en la política monetaria. Las experiencias de Chile e Israel con la indexación sugieren que fue muy útil, especialmente en épocas de inflación elevada y variable. Sin embargo, la atenuación de los efectos negativos de la inflación en los carteras de los agentes puede haber dado incentivos más débiles a las autoridades monetarias para que pongan en marcha una desinflación.

Es interesante notar que en los últimos años hemos visto países avanzados que promovieron mercados de bonos indexados. Una rápida mirada a lo que está ocurriendo en Wall Street revela que muchos bancos de inversión están abriendo divisiones de operaciones para concentrarse en estos nuevos instrumentos. En general, se concluye que aunque el desarrollo de un mercado doméstico en bonos indexados puede enriquecer el menú de activos y resultar en una reducción del grado de dolarización financiera, el último paso clave para mejorar la eficacia de la política monetaria consiste en desarrollar mercados en activos nominales en moneda local.

Otro tema clave que surgió en esta conferencia fue el de la intervención en el mercado cambiario como instrumento de política adicional para alcanzar la meta de inflación en una economía dolarizada. Se proporcionó evidencia de que el Perú adopta un régimen de metas explícitas de inflación que toma en cuenta los riesgos de dolarización y, por ello, realiza eventualmente intervenciones en el mercado cambiario para suavizar las fluctuaciones

del tipo de cambio. Aunque la experiencia de otros países con metas de inflación como las de Israel, Chile, el Reino Unido y Nueva Zelanda señala resultados insatisfactorios de la intervención en el mercado cambiario, creo que esa intervención no puede descartarse cuando existe alta dolarización. En consecuencia, una autoridad monetaria que enfrenta, digamos, un cese abrupto en el flujo de capitales que pone en riesgo la meta de inflación, podría llevar a una respuesta de política consistente con una combinación de alza de tasas de interés y ventas de moneda extranjera provenientes de las reservas internacionales. Es claro que se requiere un marco analítico que considere todos estos aspectos dentro de un esquema de metas explícitas de inflación.

Para concluir diría que la desdolarización que está ocurriendo en países como el Perú es un proceso endógeno gradual en el que los agentes aprenden cada vez más sobre la nueva baja inflación y condiciones más estables. Aun así, siento que este cambio se puede impulsar todavía más. Es decir, puede ser algo riesgoso esperar que esta transformación ocurra espontáneamente. Considerando que la desdolarización está en curso, hemos mencionado antes que alentar el desarrollo de mercados de deuda en moneda local es una manera de acelerar este proceso. Esto está ocurriendo hoy en día en el Perú, donde se está emitiendo instrumentos de deuda nominal –en moneda local– a siete años, algo sencilla y totalmente inusitado hace apenas tres, cuatro o cinco años. También es importante fomentar el desarrollo de un mercado de derivados y contribuir a una transición hacia un tipo de cambio más flexible.

Markus Rodlauer

Creo que hemos avanzado mucho en la comprensión de la dolarización, sus causas y posibles soluciones. Permítanme decirles brevemente dónde veo las lecciones principales a partir de las experiencias pasadas, para, luego, ir hacia dónde nos encontramos hoy para tratar los principales desafíos del futuro.

En general, esta conferencia ha revelado que existe consenso sobre varios temas. Los aspectos institucionales son claves para comprender las causas de la dolarización y también sus soluciones. Además, debemos investigar cuidadosamente por qué la política monetaria sufre de falta de credibilidad –los problemas fiscales fueron esgrimidos durante el debate como una de las razones principales de esto–. El miedo a flotar es otro tema que se debe estudiar más cuidadosamente.

Respecto de las imperfecciones del sector financiero, fue interesante escuchar que eliminar simplemente el sesgo regulatorio contra la moneda local puede no ser suficiente para hacer que todos partan del mismo nivel. Entiendo que los autores ven un problema básico de coordinación para el logro de la desdolarización. Los esfuerzos por diseñar buenas políticas pueden no ser suficientes para lograr la desdolarización, porque existe un círculo vicioso endógeno envolvente: malas políticas económicas producen dolarización, que, a su vez, da pie a malas políticas económicas. Se requiere coordinación para avanzar hacia un nuevo equilibrio sin dolarización. Algunos países han recurrido a medidas administrativas bastante drásticas para desdolarizar. Luego de observar estos casos, se concluye que es aún muy pronto para juzgar si los resultados deseados se lograron gracias a buenas políticas o si en realidad se necesitaron acciones más agresivas. Presumo

que la cuestión clave es cómo lograr y mantener una política monetaria sólida y ganar credibilidad monetaria en este sentido. Aunque las medidas administrativas para contener la dolarización pueden ayudar, la clave sigue siendo la situación macro subyacente y las instituciones principales que la sostienen.

En lo que concierne al progreso logrado en estas áreas, estoy de acuerdo con Leonardo Leiderman y Klaus Schmidt-Hebbel. Klaus subraya el progreso alcanzado, y es ciertamente uno de los puntos que hemos reconocido y hecho público en el FMI. El progreso es particularmente notable en dos áreas: la disciplina fiscal y la estabilidad de precios. En el área fiscal, los resultados del sector público como porcentaje del PBI han mejorado notablemente en los últimos cinco a diez años en América Latina. También se ha mantenido estable la inflación, lo que revela un consenso creciente sobre la necesidad de tener bancos centrales independientes y sectores financieros bien supervisados.

El panorama de América Latina aparece bastante favorable, pero no debemos perder de vista los riesgos futuros, como los precios del petróleo, las tasas de interés internacionales y los desequilibrios globales que podrían afectar las perspectivas de corto y mediano plazo de la región. En este sentido, las mejoras en el marco de las políticas monetarias han logrado resultados muy favorables hasta el momento, pero probablemente se enfrentarán a pruebas más duras en el periodo venidero, y ésta será quizá la prueba que establezca su credibilidad a largo plazo. Creo que el punto principal es que deberíamos concentrar esfuerzos en aprovechar los buenos tiempos actuales cuando es más fácil implementar las reformas para prepararnos para los malos tiempos. Una prioridad que se ha mencionado repetidamente en este contexto es la necesidad de agrupar las funciones de política monetaria y las tareas de supervisión de un banco central independiente. Es más fácil para un banco central actuar independientemente y afianzar sus fortalezas institucionales cuando no hay que tomar decisiones de políticas difíciles y controvertidas. Y los supervisores pueden desarrollar sus fortalezas institucionales y establecer su independencia con mayor facilidad cuando no tienen que pasárselas cerrando bancos.

Un par de comentarios adicionales. Pienso que es aconsejable alejarse de un tipo de cambio fijo, en especial a medida que los países vayan integrándose más a los mercados financieros globales. En el FMI hemos apoyado esa mayor flexibilidad de los tipos de cambios y, de hecho, América Latina ha logrado un progreso impresionante respecto de la situación de hace algunos años. Al mismo tiempo, también hemos sostenido consistentemente el punto de vista de que la ejecución de esa política requiere tomar en cuenta las circunstancias específicas de los países. Por ejemplo, para países con reservas internacionales relativamente bajas, es lógico usar las oportunidades para aumentarlas durante épocas de sólida posición externa. Por ejemplo, fue razonable que el Perú acumulara reservas en el contexto de su esquema de metas explícitas de inflación en los años posteriores a la crisis. Sin embargo, al aplicar esta política hay que tener cuidado en mantener una adecuada flexibilidad del tipo de cambio y no retroceder a una posición de rigidez indebida. Ello implicaría crear incentivos y expectativas adversas –que podrían conducir, por ejemplo, a una acumulación de descalces de moneda–, lo que añadiría vulnerabilidad y rigidez. Una manera de combinar la acumulación de reservas internacionales con una flexibilidad apropiada del tipo de cambio es predeterminar y posiblemente preanunciar niveles y metas de acumulación de reservas en un horizonte

temporal razonable, y permitir que el tipo de cambio flote alrededor de esta trayectoria dependiendo de los choques y fluctuaciones diarias en el mercado.

Juan Antonio Morales

Los comentarios sobre la dolarización que estoy a punto de expresar, aunque no están directamente relacionados con el caso de Bolivia, reflejan obviamente la experiencia boliviana. Me gustaría comenzar diciendo que es importante no perder de vista la razón principal para desdolarizar.

Si ésta consiste en hacer que la política monetaria sea más eficaz, entonces la respuesta a la desdolarización debería ser 'no'. Sin duda, es imposible tener una política monetaria independiente en una economía dolarizada o, para expresarlo con mayor precisión, el área de maniobra de una política monetaria independiente es extremadamente limitada en este caso, pero no impide de antemano un control eficaz de la inflación. Por años, los países han mantenido anclas cambiarias –la dolarización es el caso extremo– que han permitido estabilizar la inflación y, más ampliamente, la macroeconomía. El verdadero problema en el caso de la dolarización reside en la vulnerabilidad de los sistemas financieros y en los riesgos de liquidez y de solvencia que pueden ser creados por los movimientos fuertes del tipo de cambio, particularmente cuando ocurre una devaluación o depreciación abrupta. La pregunta entonces es si la desdolarización es el único camino posible para reducir estos riesgos. La respuesta es otra vez negativa, al menos en teoría. Si nuestros mercados nacionales fueran más completos y más profundos, y si nuestras economías estuvieran más integradas con el mercado internacional, probablemente no sería siquiera necesario hablar de desdolarizar. Por el contrario, para integrarse mejor a los mercados internacionales se debería promover aun más la dolarización. Pero ésta no es una alternativa realista para muchas de nuestras pequeñas economías, y por esa razón regresaré al tema principal, que es la desdolarización.

La desdolarización involucra una serie de medidas:

- Se necesita un tipo de cambio verdaderamente flexible.
- La credibilidad de la política monetaria es absolutamente esencial: tanto las tasas de inflación cuanto las expectativas de inflación deben mantenerse permanentemente bajas. Para lograrlo resulta fundamental la credibilidad de la política fiscal, ya que si los agentes esperan que la situación fiscal empeore y que el déficit se monetice en el futuro, perderán confianza en la moneda local ahora. Un banco central independiente mejora la credibilidad de que la inflación se mantendrá baja, pero esto no basta: tiene que ser apoyado por la política fiscal.
- Es importante crear un mercado con suficiente profundidad en activos de moneda local. Obviamente, el gobierno puede promover la iniciativa emitiendo valores en moneda local. Para que la iniciativa sea exitosa, debe existir una política fiscal que goce de credibilidad. Ni el público ni los mercados financieros deben ver ningún signo de que el gobierno pueda estar tentado a reducir el valor real de su deuda con el recurso a la inflación en ningún momento.
- También es importante tener un buen nivel de reservas internacionales, pero debe recordarse que un nivel excesivo sólo impulsará la dolarización.

- Se debe hacer cambios en la regulación bancaria, de tal manera que los bancos y el público internalicen los riesgos de la dolarización sin transferirlos al gobierno, puesto que el problema del riesgo moral está siempre presente. La regulación bancaria, aparentemente indiferente al tipo de monedas involucradas, termina favoreciendo a los tenedores de activos en dólares –al menos, eso es lo que piensa el público. Por ejemplo, si se liquida un banco, las personas tienen la impresión de que sus depósitos en dólares deben tener prioridad sobre los depósitos en moneda local, y me parece que eso es muy importante para comprender los niveles de dolarización existentes. Sin embargo, aunque es cierto que la desdolarización es muy importante, no debe lograrse a expensas del desarrollo de los mercados financieros. Muchos países han tenido que recurrir a la dolarización para desarrollar sus mercados financieros, y si la desdolarización va a reducir la intermediación financiera, entonces no vale la pena buscarla.

Para concluir, quisiera mencionar un tema que me parece que hemos tratado con demasiada ligereza. Creo que la dolarización financiera no puede ser separada de la dolarización de transacciones y de la dolarización real. En efecto, en mi opinión la dolarización de transacciones hace que surja un sistema monetario paralelo que obviamente facilita la dolarización financiera. En el caso de la dolarización real, hay algunas preguntas que requieren mayor explicación: ¿Cómo es que los salarios, que pueden representar 40 por ciento o 50 por ciento del ingreso nacional de un país, no están dolarizados, pero, al mismo tiempo, los precios de algunos artículos de bajo valor están expresados en dólares? En Bolivia, los salarios –de un sector importante– no están dolarizados por regla general; sin embargo, el precio de algunos artículos relativamente baratos, como los polos del equipo de fútbol que se venden en la escuela de mis nietos, se fijan en dólares, y algunos son incluso fabricados en el país. ¿Por qué? ¿Qué explica esta segmentación del mercado por monedas? No tenemos respuestas todavía, por lo que sólo se puede hacer conjeturas. Una de ellas se relaciona con la baja elasticidad de los precios de la demanda de algunos bienes y servicios. Obviamente, fijar precios en dólares contribuye también a la dolarización financiera. Si yo tengo que pagar algunos bienes, mi alquiler o hipoteca en dólares, entonces necesariamente tendré que ahorrar en dólares, lo que solamente impulsa la dolarización.

Renzo Rossini

La dolarización financiera en el Perú ha declinado en 16 por ciento en los últimos cuatro años hasta llegar a 54 por ciento, el nivel de dolarización de hace veinte años. Sin embargo, la dolarización de transacciones, como muestra el gráfico 13.2, es relativamente baja: la mayor parte de transacciones registradas en los sistemas de pago, ya sea en efectivo, en cheques, en tarjetas de débito, crédito o en cajeros automáticos, se hace principalmente en moneda local. Este hecho revela que la dolarización en el Perú es básicamente una dolarización de activos. A partir de estos datos, quisiera describir esta situación y discutir qué respuestas de política económica pueden ser necesarias para enfrentarla.

En primer lugar, cuando el sistema financiero comenzó a remonetizarse luego de la hiperinflación que terminó en 1990, el riesgo de liquidez era lo que más nos preocupaba, ya que la remonetización era en dólares y nos dimos cuenta de que el riesgo principal era

obviamente no ser capaces de actuar como prestamistas de última instancia de dólares. En este sentido, al principio se estableció un alto requerimiento de encaje en dólares de 50 por ciento, y luego éste se ha reducido gradualmente a su nivel actual de 30 por ciento. Siempre hemos estado atentos a la dolarización debido al peligro de tener que tomar o respaldar un banco que enfrenta retiros masivos de depósitos en dólares.

Gráfico 13.1 Perú: Coeficiente de dolarización financiera*.

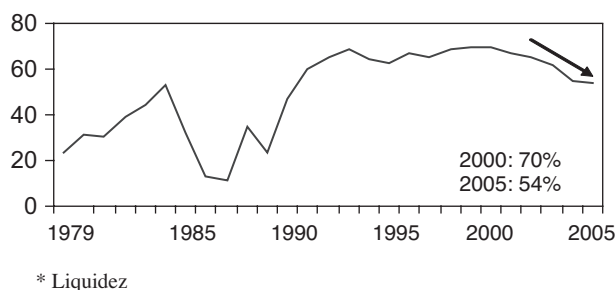
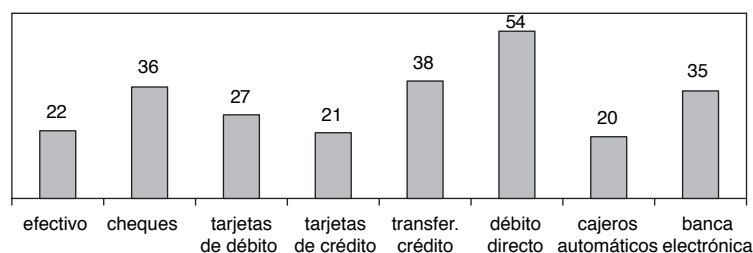


Gráfico 13.2 Perú: Coeficientes de dolarización en el sistema de pagos.



Se debería añadir que se adoptó una política para remunerar el encaje exigible a tasas por debajo del mercado. Así, por ejemplo, la tasa de remuneración de hoy es LIBOR menos $\frac{3}{4}$, para penalizar la intermediación del dólar. La intención era en realidad penalizar la tasa de interés de los depósitos y elevar la tasa activa a medida que el encaje exigible y su respectiva remuneración creaban un margen por encima de las tasas de interés. Además, el ente supervisor de la banca estableció para los bancos un requisito de liquidez sobre todos los pasivos de corto plazo en dólares. Un aspecto fundamental es si hay planes de contingencia que cubran una eventual corrida, y todavía no es claro si éstos están plenamente desarrollados. El hecho de que los bancos tengan suficiente liquidez no basta para prevenir una crisis, ya que éstos pueden aferrarse a esa liquidez como su posesión más preciada, e incluso a pesar de tener suficiente liquidez, entrar en pánico y cortar la cadena de pagos. El Perú experimentó este escenario en el segundo trimestre de 1998.

Respecto de la calidad de las hojas de balance y las condiciones para prevenir que queden afectadas, el Perú tiene una política de reservas internacionales prudente y está introduciendo un nuevo esquema de provisiones para el riesgo crediticio. Se puede exigir

una provisión de 1 por ciento si un banco no es capaz de probar que ha implementado medidas prudenciales apropiadas. Esto puede ser aun insuficiente, ya que, por ejemplo, los préstamos hipotecarios con garantía estatal han sido exonerados de este requisito. Como 99 por ciento de los préstamos hipotecarios en el Perú está en dólares, sería mejor, en mi opinión, aplicar también provisiones a los préstamos hipotecarios con garantía estatal.

En lo que respecta al mercado local de capitales, lo que se busca con las medidas de desdolarización es facilitar un financiamiento de largo plazo protegido de riesgos cambiarios. La experiencia del Perú con los bonos del Tesoro Público, tal como mencionó Leonardo Leiderman, ha sido bastante exitosa, y pienso que esto se debe a que se llevó a cabo simultáneamente con la adopción de un esquema de metas explícitas de inflación. Este régimen redujo la variabilidad de las tasas de interés a un mínimo y el Tesoro expandió su colocación de bonos con tasas de interés nominal a siete años y de bonos indexados a treinta años. Creo que ésta es una mejora significativa que ha permitido a las empresas seguir los pasos del Tesoro Público.

Otro campo de acción consiste en reducir los incentivos legales que favorecen el uso dólares en el sistema de pagos. Todavía se puede encontrar señales de histéresis, pues el público continúa defendiéndose contra el riesgo de inflación a pesar de que la tasa se ubica en menos de 2,5 por ciento. Por ejemplo, una ley reciente ha establecido que se tiene que fijar los precios en moneda local, como parte de la política de defensa del consumidor. La gente decide ahorrar en dólares porque compra bienes durables con precios fijados en esa moneda. Cuando esta norma se puso en marcha, los precios comenzaron a fijarse gradualmente en soles. Tomará algo de tiempo que la gente empiece a pensar en términos de soles tanto para los precios de bienes duraderos cuanto para sus ahorros. Otra área de acción posible es la eliminación de las normas que permiten a las empresas de servicios exigir pagos en dólares en vez de moneda local.

Quisiera concluir diciendo que, en mi opinión, si se puede aplicar un esquema de metas explícitas de inflación en una economía dolarizada. Creo que la decisión del banco central de determinar su posición de política monetaria sobre la base de la inflación proyectada –una decisión que el sector privado secunda– es un importante paso hacia adelante. La intervención en el mercado cambiario no es en ningún momento contraria a la política monetaria porque, por un lado, esto no altera las tasas de interés en las que el banco central actúa y, por otro, ni el sector privado ni los analistas la considera como un indicador de posición de política monetaria. En resumen, la intervención en el mercado cambiario no confunde ni a las personas ni al mercado, y no indica un cambio en la política monetaria.

Francisco de Paula Gutiérrez

Las conferencias de este tipo, que ofrecen una buena combinación de temas académicos, opciones y experiencias de política económica, nos brindan un enorme número de temas sobre los cuales reflexionar. Diría que me voy mucho más tranquilo sobre los desafíos que se tendrá que enfrentar como país.

Permítanme compartir con ustedes algunos pensamientos sobre nuestro caso y las opciones de política económica que estamos analizando. Déjenme primero hacerles

un pequeño esbozo del panorama económico costarricense de hoy. La economía es extremadamente abierta, las importaciones y exportaciones representan cerca de 100 por ciento del PBI. Es una economía con una cuenta de capital que no tiene ningún tipo de restricciones, con un sector de banca privada que comenzó como banca *offshore*, pero que gradualmente se ha convertido en *onshore* y que ahora constituye 50 por ciento del sector bancario total. Se trata, asimismo, de una economía parcialmente dolarizada: 50 por ciento de la riqueza del sector financiero está denominado en dólares. El sistema bancario de propiedad estatal es responsable de un gran porcentaje de los préstamos y depósitos en moneda local, mientras que la banca privada se concentra más en la moneda extranjera.

Esta característica del sector bancario pone de relieve un asunto que no hemos discutido y que no sé si es peculiaridad nuestra o no. Me refiero a que la segmentación de los mercados bancarios podría ser un factor que impulse la dolarización. El hecho de que el mercado de instrumentos financieros denominado en colones se concentre en los bancos de propiedad estatal, en parte porque existe una garantía de depósito de 100 por ciento, mientras que el mercado denominado en dólares tiene una fuerte participación de los bancos privados y también de instituciones financieras extranjeras, hace que los márgenes de intermediación financiera denominados en dólares sean mucho más pequeños que aquéllos en moneda local. Esta segmentación del mercado podría inducir una situación de selección adversa al riesgo. En otras palabras, los buenos préstamos buscan el mercado de dólares, porque pueden obtener tasas mucho más bajas que los préstamos riesgosos. Entonces los bancos se ven forzados a tratar de recuperar parte de sus posiciones elevando el margen de intermediación aun más en los préstamos en moneda local. Éste es un proceso que vale la pena estudiar.

Costa Rica es una economía con un desequilibrio fiscal persistente y con pérdidas cuasi-fiscales del Banco Central. En ese sentido, y utilizando el comentario de Leonardo Leiderman, tenemos un problema monetario, dada esta situación fiscal. El año pasado el déficit fiscal consolidado llegó a 3,5 por ciento del PBI, y el déficit del Banco Central a 1,4 por ciento del PBI. El banco tiene un patrimonio negativo, lo que significa que de alguna manera tenemos que financiar las pérdidas del banco con emisión de moneda inorgánica inflacionaria. La inflación se ha mantenido estable alrededor de 10 por ciento en los últimos cinco años con una desviación estándar de 1,4 por ciento a lo largo de ese período. Es una inflación estable, pero elevada, producida por la necesidad del Banco Central de financiar sus pérdidas y también, en parte, como resultado de la utilización, por veinte años, del sistema cambiario de devaluaciones preanunciadas. Al mantener el tipo de cambio real altamente estable en el tiempo y al proporcionar a los sectores económicos ciertas o muchas garantías, ese sistema ha sido muy exitoso para evitar las crisis financieras. Pero el costo de esta credibilidad se refleja básicamente en nuestra dolarización y en el espacio de maniobra limitado para las políticas económicas.

Para nosotros es bastante claro que resulta necesario enfrentar y corregir estas políticas. Quizá el primer elemento que se debe tener presente es que para revertir la dolarización o para avanzar con la desdolarización, primero hay que eliminar sus causas. No deseamos colocar restricciones a los movimientos de capital o a la tenencia de cuentas en moneda extranjera, pero tenemos que eliminar los elementos que están causando el problema, y uno de los primeros es el fiscal. Pensamos que, salvo que resolvamos el problema

fiscal, particularmente el de las pérdidas del Banco Central, será muy difícil dejar las minidevaluaciones. Hoy escuché con envidia casos de aprobación de reformas fiscales en sólo quince días o en un mes. Luego de más o menos tres años de discusiones, nos encontramos ahora en la etapa final y esperamos poder resolver el problema de nuestra reforma fiscal en los próximos dos meses. Esa reforma fiscal nos permitiría incrementar los ingresos en 2 puntos porcentuales del PBI, lo que, de acuerdo con nuestras negociaciones con el Ministerio de Finanzas, se utilizaría sobre todo para capitalizar al Banco Central.

Esto nos permitiría anunciar, con credibilidad, que el Banco Central ya no necesitará recurrir a la creación de moneda inflacionaria para financiar nuestro déficit. Podríamos entonces proceder al siguiente paso: pensar en alternativas creíbles de políticas monetarias y cambiarias. Ya hemos entablado conversaciones con el FMI para explorar y adelantar el diseño de una política monetaria orientada a flexibilizar el tipo de cambio e introducir un régimen de metas de inflación, cuando logremos capitalizar al Banco Central.

Esto iría acompañado de acciones de tipo microeconómico como, por ejemplo, la promoción de instrumentos de crédito indexados en colones, particularmente para las hipotecas. El problema básico en el caso de las hipotecas en moneda local es el acortamiento del periodo de pago efectivo, dado el componente inflacionario en las tasas de interés en colones. En otras palabras, las personas pueden comprar mucho menos metros cuadrados de 'casa' con colones que con dólares por medio de sus flujos de caja. Como resultado, las hipotecas tienden a estar dolarizadas. Este instrumento de hipoteca indexado en colones nos ha permitido hacer un cambio interesante, y hay mucha demanda por su utilización. Los bancos de propiedad estatal han comenzado a estandarizar las hipotecas de modo que los fondos de pensión se puedan utilizar para comprar este tipo de activo financiero.

Estamos estudiando distintas opciones en el caso de los encajes y discutiendo si vale la pena o no tener tasas de encaje diferenciadas de acuerdo con la moneda de los depósitos. Sin embargo, dada la apertura de la cuenta de capital, nos preocupa mucho la transferencia de cuentas al exterior, vale decir, la reanudación del proceso de 'offshorización' por el sistema financiero privado. Por esta razón, hemos avanzado con mucha cautela. En este momento tenemos los mismos requisitos de encaje para dólares y para colones.

Ojalá en los próximos años podamos establecer buena parte de las bases que ya tienen varios de los países representados aquí en términos de estabilidad. Es de esperar que, en la siguiente conferencia, podamos mostrar a Costa Rica como una experiencia exitosa en materia de desdolarización o como un país que ha hecho lo que tenía que hacer en el área de la estabilización macroeconómica.