

REGIMENES CAMBIARIOS Y POLITICA MONETARIA

PEDRO POU (*)

Yo voy a tratar de más o menos ceñirme a este plan de presentación que intenta comenzar revisando de alguna forma la vieja discusión de tipo de cambio fijo o flexible, que es lo que está en el fondo en la discusión sobre moneda única o dolarización, y a analizar cuáles son los riesgos que surgen cuando tenemos dineros fiduciarios que no tienen suficiente credibilidad, cómo una caja de conversión contribuye a reducir -a atenuar- los riesgos de los países emergentes con monedas de baja calidad, ver los problemas que se suscitan con las áreas monetarias óptimas y luego analizar el debate de la dolarización en el caso específico argentino, que sería el caso más sencillo por cuanto implica cambios muy pequeños con respecto al régimen vigente, y luego concluir analizando las alternativas para el Mercosur.

La discusión sobre tipo de cambio fijo vs. flexible desde la perspectiva tradicional dice que la optimalidad en la política cambiaria depende de la naturaleza de los shocks. Si los shocks son de naturaleza real, lo óptimo es tener tipo de cambio flexible, mientras que los shocks son de naturaleza monetaria, lo óptimo es tener tipo de cambio fijos. Sin embargo, en ambos casos hay un supuesto explícito que es fundamental y es que existe una demanda por moneda estable. No es tan sencillo pensar que esto sea así. La moneda fiduciaria que nosotros conocemos hoy día es de un desarrollo histórico muy reciente. Es decir, yo diría que tan reciente como la caída de Bretton Woods en el año 73. O sea que no tenemos más de 30 años de experiencia con monedas fiduciarias. Una moneda fiduciaria no es solamente una ley que fija el curso legal a un determinado valor monetario y una imprenta par imprimir esos billetes sino es un conjunto de instituciones que le dan valor a los mismos. Y esas instituciones que

(*) Versión no corregida por el autor

respaldan un dinero fiduciario no han sido fáciles de desarrollar en el mundo en general, al punto que hoy día podemos reconocer que existen muy pocas monedas fiduciarias. Yo me animaría a decir dos monedas fiduciarias realmente confiables, el dólar y el marco alemán. El marco alemán sobre el cual se ha armado el euro. Entonces digamos que la posibilidad de tener una política monetaria independiente depende de la calidad de la moneda. Cuanto mayor sea la calidad de la moneda, es decir cuanto mayor sea el valor de las instituciones que respaldan esta moneda, mayor será la posibilidad de tener esa política. Si no existe esa confianza en la moneda local, es muy poco probable que se pueda desarrollar efectivamente una política monetaria independiente. Entonces, la discusión anterior de si es tipo de cambio fijo o flexible, queda un poco atrás en el escenario, porque el supuesto básico de aquella discusión es lo que nosotros estamos analizando, es decir estamos analizando es si existe o no una demanda estable por moneda.

Como les decía el dinero fiduciario es un fenómeno nuevo. Hasta el siglo pasado con distintos intervalos el mundo usó el patrón mercancía, básicamente el patrón oro, con distintos intentos de introducir dinero fiduciario a partir de los siglos XVIII y XIX. Posteriormente a la salida de la Segunda Guerra Mundial se organiza este esquema monetario a través de Bretton Woods que de todas formas descansa en un dinero metálico descansa en el oro a través de la moneda de los Estados Unidos y sólo a partir de Bretton Woods tenemos dinero fiduciario. En el cuadro ... vemos cómo ha ido perdiendo importancia el número de países que tienen tipo de cambio fijo y aumentando el que tiene tipo de cambio flexible, algo que Ernesto Stein mostró antes. Entonces resumiendo yo diría que lo que encontramos hoy en día es que la mayoría de los países han intentado desarrollar su propio dinero fiduciario, especialmente a partir de la caída de Bretton Woods y que se han desarrollado dineros de distinta calidad. Dineros de alta y de baja calidad. Y la calidad del dinero como hemos dicho es la que va a determinar si se puede o no tener una política monetaria independiente. Y una forma de medir la calidad del dinero es ver si ese dinero es usado localmente y una de las medidas es el grado de dolarización. Una moneda de alta calidad es una moneda que es aceptada no sólo como medio de pago sino también como reserva de valor en contratos de largo plazo y es utilizado no sólo por aquellos que están forzados a utilizarla, que son los ciudadanos de cada país, sino que tiene una demanda internacional. Obviamente la moneda de baja calidad tiene las características opuestas. Es usada como medio de pago para las pequeñas

transacciones pero no es una reserva de valor. En Argentina nadie pensaría en términos de peso a diez años ni se utiliza para escribir los contratos, contratos aún con el éxito que ha tenido el plan de convertibilidad, los contratos de más de un año están escritos todos en dólares... Y por supuesto no es una moneda que tenga una aceptación internacional, que tenga una demanda internacional.

A partir de esta característica de moneda de baja calidad, y con una apertura de la cuenta de capitales y una alta volatilidad de los movimientos de capitales se generan una serie de riesgos en los países emergentes. Dos de los más significativos de los cuales son el riesgo de liquidez y el riesgo cambiario.

Si nosotros tenemos una moneda que no es aceptada como reserva de valor y para escribir contratos de largo plazo, lo que vamos a tener son descalces de plazos, es decir vamos a tener en el sistema financiero y en las empresas pasivos de corto plazo expresados en la moneda local y activos de largo plazo. Y entonces ahí fluctuaciones en la tasa de interés van a producir un problema en los balances de las empresas y de los bancos. Esto implica que aumenta el riesgo de liquidez, el riesgo de roll over de las obligaciones porque continuamente tenemos que estar renovando los pasivos para financiar los activos de mediano y largo plazo y reduce enormemente la posibilidad de hacer política monetaria porque si la política monetaria consiste en aumentar la tasa de interés si hay un descalce de plazos y se aumenta la tasa de interés de corto plazo esto implica que como la tasa de largo plazo estaría fija y la tasa de corto plazo está fluctuando el descalce lleva al quiebre de los sistemas financieros. Y hemos vivido experiencias de quiebres de sistemas financieros en muchos de nuestros países. La alternativa al descalce de plazos es el descalce de monedas. Es decir, como no puedo escribir contratos de largo plazo en la moneda nacional, escribo los contratos de largo plazo en la moneda extranjera, pero mis ingresos están expresados en moneda nacional. Entonces, tengo un descalce de monedas y por lo tanto cada vez que haya un problema, un riesgo de devaluación va a haber un problema sobre el balance del sistema financiero y el balance de las empresas y esto nuevamente va a imitar la posibilidad de hacer política monetaria porque si tenemos un sistema financiero que tiene un descalce demandas, es decir que tienen pasivos en dólares y activos en pesos, una evaluación va a quebrar directamente al sistema financiero.

Entonces, estos son los problemas que trae tener monedas de baja calidad. Lo cual implica que hay una dolarización de facto, es decir, no una dolarización oficial sino una situación en donde la población directamente adopta la moneda extranjera para sus transacciones de largo plazo y esto reduce la posibilidad de tener una política monetaria activa.

Acá vemos la situación de Argentina y Uruguay tanto en el sistema financiero como en la deuda pública y vemos que el grado de dolarización es muy alto.

NO me voy a detener en esto que son conclusiones que ha sacado Ernesto Stein y vienen precisamente en los trabajos empíricos que ellos han realizado en el BID que muestran que el ajuste a los shocks reales requiere un aumento de la tasa de interés doméstica similar o aún mayor para un país con tipo de cambio flexible que con uno con tipo de cambio fijo.

Entonces voy a tratar ahora de comentar algo sobre la experiencia de Argentina, cómo nos ha ido con la Caja de Conversión y por qué -a pesar de que creemos que nos ha ido muy bien- estamos pensando algunos en profundizar la convertibilidad.

Nosotros venimos de un proceso de hiperinflación hacia los fines de los 80 que tenía dos formas de resolverse. Una la dolarización total y otra ir hacia una caja de conversión. La caja de conversión es un paso intermedio hacia la dolarización. Significa básicamente que todo dinero en circulación tiene que tener un respaldo pleno en moneda extranjera. Este mecanismo de respaldo pleno en moneda extranjera es un mecanismo perfectamente auditado y aumenta la transparencia y fuerza a una disciplina fiscal para lograr el cumplimiento de esta meta cambiaria. Esto aumenta la credibilidad en la política financiera y por lo tanto contribuye a disminuir la tasa de interés.

El plan de convertibilidad no solamente era una caja de conversión sino que incluía una serie significativa de medidas tanto en el orden real, es decir la apertura comercial, un equilibrio fiscal, la desregulación, la privatización y la flexibilidad de precio, y en el orden financiero la propia caja de conversión, la apertura de capitales y unas regulaciones prudenciales sobre el sistema financiero suficientemente estrictas como para poder sobrellevar los distintos shocks que enfrentan nuestras economías.

Uno de los argumentos que más se usa es justamente el argumento del área monetaria óptima, desarrollada por Bob Mundell en los años 60. Yo tuve el gran privilegio de ser alumno de Bob Mundell en el año 69-70 y creo que un poco los argumentos del área monetaria óptima de Mundell se han malinterpretado. Pero eso daría para otra charla. Era una discusión entre dos pesos pesados como eran Milton Friedmann, defensor del tipo de cambio libre, y Mundell. Y Mundell yo creo que en este trabajo quiere decirle a Friedmann que hay circunstancias en las cuales no es conveniente que todos los países tengan una moneda propia. Y ese es el mensaje. Pero tal vez han quedado muy fijas, muy grabadas a fuego estas condiciones de un trabajo del año 61. Cuando un trabajo del año 61, cuarenta años después, todavía está vigente algún mérito tiene entonces vamos a tener que analizarla. Para Mundell una área monetaria óptima requiere estas condiciones, es decir, (Ernesto Stein comentó algunas de ellas), que los shocks sean simétricos, que existan movilidad de factores y que exista flexibilidad de precios. Mundell mismo reconoce que muchos de estos factores pueden ser endógenos al proceso de constitución de un área monetaria óptima y vamos a ver que en la Argentina esto sucedió así. Desde el punto de vista de los flujos comerciales, vemos que Argentina y Estados Unidos de ninguna forma constituyen un área monetaria óptima, las exportaciones son totalmente distintas y esto ha dado lugar a que haya dado que los precios de los bienes básicos -que son las exportaciones fundamentales de Argentina han cambiado sustancialmente desde la vigencia de la caja de conversión, se hayan producido ciclos muy significativos en los términos de intercambio entre Argentina y Estados Unidos. Estos cambios en los términos de intercambio sin embargo, no han sido obstáculo para que el plan de convertibilidad haya funcionado adecuadamente, porque algunas de las condiciones, como decía, para ser un área monetaria óptima se han ido generando a lo largo del proceso, a medida que se ha desarrollado la credibilidad en el proceso. En particular, ha habido una creciente flexibilidad de precios, es decir, el industrial cuando enfrenta una demanda de precio, no espera que una devaluación le solucione el problema sino que rápidamente baja el precio. Ha habido un restablecimiento de la cultura de la productividad, algo que en nuestro país no existía, porque los problemas se solucionaban pasando las deficiencias de productividad al sistema financiero y después licuándolo vía una devaluación. Y también ha habido una creciente cultura fiscal de reducción del déficit. Y eso ha contribuido a que hayamos tenido un comportamiento del producto y de la inflación notable. Tal vez sea difícil verlo, pero acá hay dos líneas, una que muestra el producto desde los años

80 hasta el 90 que está oscilando alrededor de esta línea horizontal y después a partir del 91 que crece y la línea violeta es una línea que indica las tasas de inflación con niveles que llegan altísimo en el momento de la hiperinflación y que luego rápidamente convergen a cero. El mensaje de esto es simplemente que, a pesar de que las condiciones del área monetaria óptima no se cumplían al inicio, -área monetaria óptima con Estados Unidos que es con el cual hemos hecho arreglo monetario- esto no ha sido un obstáculo para que la economía argentina no haya podido sobrellevar significativos shocks reales como han sido los cambios de los precios relativos. Lo que sí ha afectado a la Argentina han sido los shocks financieros en particular, nos hemos visto afectados por el shock proveniente de la devaluación mexicana en el 94 y después los shocks de las crisis asiática, rusa, y en menor medida la reciente devaluación de Brasil. La línea entera muestra el «MB» de Argentina, es decir la tasa de interés promedio de la deuda pública argentina y las barras muestran el crecimiento del producto y vemos que cuando el «MB» sube exageradamente en el 94 con la devaluación, el producto cae y de la misma forma, cuando el MB baja el producto sube. Quiere decir que pareciera que en este esquema de caja de conversión pareciera que los factores financieros tienen -sobre todo en Argentina que es un país que como dijo Ernesto Stein es muy cerrado al comercio de bienes pese a haber hecho una gran apertura- un significativo impacto sobre la inversión y sobre el crecimiento.

Entonces vamos a entrar ahora en el tema de la dolarización desde el punto de vista argentino y después desde el punto de vista de las lecciones esto puede tener para el Mercosur.

Si la convertibilidad ha tenido resultados tan positivos ¿por qué estamos hablando de dolarización? Aclaro que no todo el mundo en Argentina habla de dolarización. Hay un grupo de economistas que hablamos de dolarización otros que no están tan convencidos. Hemos de dolarización porque a pesar de haber transitado durante ocho años con un régimen cambiario apoyado soportado por esta relación uno a uno con el dólar americano, no hemos podido eliminar el riesgo de devaluación. Y cada vez que hay un problema en un lado del mundo, aparece un aumento en la prima de riesgo devaluatorio. Y este aumento en la prima de riesgo devaluatorio implica un aumento en la tasa de interés que paga el país. ¿Por qué un aumento en la prima de devaluación aumenta el riesgo de default? Simplemente porque tenemos una economía dolarizada, si hubiera una devaluación lo que sucedería es que habría un gran problema en el

área fiscal que tiene ingresos en pesos y deuda en dólares y en el sistema financiero que está descalzado en moneda y esto traería enormes consecuencias fiscales por lo tanto el riesgo de default aumenta.

La dolarización bilateral no implica para Argentina, al menos, un cambio, un mayor compromiso que el que ya tenemos hoy día a través de la convertibilidad. Hoy día no tenemos política monetaria. Nuestra política monetaria es básicamente la política de los Estados Unidos y el impacto que puede tener sobre la tasa de interés, la política fiscal. Cuanto mejor sea la calidad de la política fiscal y del resto de las políticas económicas, menor va a ser la tasa de interés. Pero el Banco Central no controla ni la cantidad ni el precio de dinero. Pro lo tanto, una dolarización desde el punto de vista argentino no significaría un cambio esencial en cuanto al esquema actual.

En este gráfico, miramos la relación que hay entre el riesgo de devaluación que es la línea azul y el riesgo de default que es la línea violeta y vemos que están altamente correlacionados como decíamos antes. Y acá tenemos otra medida que es el forward de Argentina contra el riesgo país.

La dolarización se puede hacer de distintas formas. Una e las formas que se puede hacer la dolarización es la dolarización unilateral y otra es a través de un tratado de asociación monetaria. Vamos a ver en la dolarización unilateral cuáles son los costos. Uno de los costos de la dolarización unilateral es que se perdería el señoreaje. El señoreaje es el flujo de ingresos que obtiene el Banco Central al invertir el respaldo de los pesos que están en circulación. Argentina tiene 15 mil millones de pesos en circulación y tiene 15 mil millones de reservas respaldado esos pesos que ganan 5% anual o sea 750 millones por año que es un 0.25 del producto. Yo creo que si un proyecto como el de dolarización lo fuéramos a poner en riesgo por perder 0.25% del producto, no sería un proyecto que valdría la pena comentar. O sea que esto debe tener otros costos que no es solamente la pérdida del señoreaje. Y los costos más importantes desde mi punto de vista son la pérdida del prestamista de última instancia. Argentina, pese a tener una caja de conversión tiene una cierta flexibilidad para actuar como prestamista de última instancia que la perdería absolutamente en el caso de una dolarización unilateral y también el principal problema de una caja de conversión es que es un arreglo unilateral de Argentina con la moneda americana y que la puede cambiar en cualquier momento. Una dolarización unilateral adolece del mismo defecto. Es decir, puede ser modificada

unilateralmente. De la misma forma que se entra en una dolarización se puede salir. Entonces, es un compromiso político de menor certidumbre. Lo que nosotros proponemos es un tratado de asociación monetaria que requiere un acuerdo con Estados Unidos y este acuerdo está basado en que Argentina mantenga la recaudación del señoreaje y que haya -sobre la base de aquello- una redefinición de la figura del prestamista de última instancia. Y este acuerdo traería aparejado una credibilidad sustancialmente distinta de la dolarización unilateral por cuanto implica una aprobación de dos congresos que le daría una rigidez mucho mayor.

Mantener la recaudación del señoreaje le puede parecer a ustedes algo utópico pero sin embargo es algo a lo que Estados Unidos no se niega a discutir y hay propuestas, como vamos a ver, que son interesantes. Una de las propuestas, la que nosotros hemos formulado es sobre la base de la circulación existente, nosotros le entregamos los 15 mil millones de dólares que tenemos en Bonos del Tesoro pero mantenemos la capacidad de recaudar sobre esos bonos. Hay otra propuesta hecha por un comité del Senado de los Estados Unidos que habla de mantener una proporción de señoreaje para Argentina en proporción de lo que es el señoreaje total de los estados Unidos. Nos parece que esta propuesta es aún más generosa que la que tiene Argentina.

¿Cómo resolveríamos el problema del prestamista de última instancia? Si tenemos un flujo de señoreaje -y ahí viene la importancia del señoreaje que yo decía que no podía ser importante *per se* perder 0.25%- con ese flujo de señoreaje podemos crear un fondo de liquidez que puede ser hecho ya sea con algún organismo de los Estado Unidos como el Tesoro o la Reserva Federal o bien directamente con bancos privados. Hay una propuesta del Joint Economic Committee del senado para usar el fondo de estabilización que tiene el departamento de los Estados Unidos para este fin. Esto es entonces lo que quería decir con respecto a la experiencia argentina con la caja de conversión que es muy similar a la dolarización y por qué pensamos en avanzar un paso más allá.

Ahora quisiera entrar en algunas consideraciones sobre Mercosur. Ver si estos argumentos son aplicables para Mercosur y yo creo que existen cuatro alternativas. La primera, la actual, que cada país mantenga su sistema cambiario, algunos flotantes, otros fijos, etc. El segundo es una caja de conversión con el dolar para cada uno de los países integrantes, el tercero es una moneda regional y el cuarto es una unión monetaria americana.

Tipo de cambio flotante para cada país miembro en Mercosur, o tipo de cambio propio, yo diría. Mantener políticas monetarias independientes. Cuando no tenemos alta calidad de la moneda es algo que tiene costos significativos y que requiere -y vamos a ver que es un elemento común en todas las estrategias-, una alta coordinación de la política macroeconómica entre los distintos países del Mercosur. Pero pese a esa alta coordinación, cuando existen monedas distintas, no se logra reducir totalmente la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales y tal vez esto sea lo que Ernesto Stein mencionaba como la «zanahoria» de la Unión Monetaria en Europa. Si nosotros miramos el Plaz Accord y el funcionamiento del ERM vemos que a pesar de que había en Europa toda una política de coordinación vemos fluctuaciones periódicas en los tipos de cambio bilaterales. De vuelta la coordinación macroeconómica es imprescindible pero esto va a ser un elemento común para todas las políticas.

Esta alternativa la he incluido en la presentación porque el día que estaba terminando la presentación el presidente del Banco Central de Brasil mencionó la posibilidad de que Brasil tuviera una caja de convertibilidad en el futuro y pensé que es conveniente ver un poco qué significa.

Esto puede ser una política *per se* o puede ser una política que marque un camino hacia una moneda regional o bien hacia una unión monetaria americana. Es un esquema de reconocer la baja calidad de las monedas locales y tratar de ir ajustando las políticas macroeconómicas para ir desarrollando instituciones financieras y fiscales creíbles, que le permitan a cada uno de los países miembros del Mercosur mantener el señoreaje y mantener cierta capacidad de prestamista de última instancia. Y uno podría avizorar este proceso de cajas de conversión en los cuatro países miembro como una forma de generar un tiempo de transición para una moneda regional o bien de una unión monetaria americana.

¿Cuáles son los beneficios de una moneda regional?, que es la otra alternativa, digamos, una moneda Mercosur. Se ha mencionado mucho los beneficios de una moneda regional sobre los costos de transacción y por ende sobre comercio, inversión, crecimiento y las ganancias de credibilidad que podría tener lograr instaurar una institución monetaria creíble en la región. Obviamente requiere un alto grado de coordinación macroeconómica y requiere esta precondition de que se desarrollen instituciones monetarias y fiscales creíbles. No nos caracterizamos nosotros

los países del Mercosur por tener estas instituciones y veo que el colega de Venezuela hace la misma reflexión para su país. Entonces, esto es lo que tal vez no desvaloriza esta propuesta sino que la hace menos atractiva en términos de costo-beneficio. Y como somos todos economistas, tenemos que pensar en términos de costo-beneficio. Esta alternativa puede tener sus beneficios en términos de tener una política monetaria independiente para el bloque Mercosur o para un bloque mayor en América Latina, pero tiene el enorme costo del tiempo que se necesita para llegar a desarrollar estas instituciones financieras y fiscales creíbles, Y ese costo se mide en primas de tasas de interés muy altas que reducen significativamente la inversión y por ende el crecimiento. Entonces tenemos que balancear estos dos elementos. Esto como en todas las decisiones importantes siempre hay beneficios y costos. Los beneficios son poder tener algún grado de discrecionalidad en una política monetaria regional y el costo es lograr eso dentro de 20 años. La unión monetaria americana tendría los mismos beneficios aunque mayores, lograría que el mismo beneficio de la unión regional, es decir, una política económica disciplinada, habría mayores ganancias de credibilidad, porque como dijo Ernesto Stein estaría importando directamente la reputación de la Reserva Federal en forma más rápida. Entonces yo creo que el costo-beneficio de estas alternativas a mí me dice que si a uno le parece 20 años un tiempo razonable, se puede intentar el camino de una moneda regional en lugar de una moneda americana. Con una tasa de descuento como la que prevalece en nuestros países yo creo que el beneficio de ir rápidamente a una unión monetaria americana es alto.

Y yo creo que la decisión no está tanto en Estados Unidos que está dispuesto a estudiar el elemento clave de todo esto que es el señoreaje sobre la cual se puede construir un prestamista de última instancia, sino que la decisión está más bien dejada en manos de los países latinoamericanos que son los que tienen que hacer una propuesta seria.