

Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana*

PAUL DAVIDSON*

Resumen

Este trabajo analiza el rol de un banco central en una economía dolarizada. El Ecuador es el caso de estudio. La falla principal de este sistema es la ausencia de un prestamista de última instancia doméstico para mantener la estabilidad del sistema financiero nacional y contener los riesgos sistémicos que pueden surgir en los mercados financieros. Recurriendo a la historia de la crisis monetaria de América Latina bajo el patrón oro del siglo XIX así como al colapso de Argentina bajo el sistema de caja de conversión de su economía, se desarrollan lecciones en relación con el éxito o fracaso de la dolarización de la economía Ecuatoriana.

Abstract

This paper analyzes the role of a central bank in a dollarized economy. Ecuador is the case study. The major failure of such a system is the absence of a domestic lender-of-last resort to maintain the stability of the domestic financial system and contain systemic risks that may arise in financial markets. Drawing on the history of Latin American currency crisis under the 19th century the gold standard as well as the collapse of Argentina under its currency board system its economy, lessons are developed regarding the success or failure of dollarization of the Ecuadorean economy.

Palabras clave: América Latina, Ecuador, dolarización, riesgos financieros sistémicos. Fui uno de los conferencistas invitado para el 50° aniversario del Banco Central del Ecuador en 1977. Ahora, veinticinco años después, nuevamente tengo el privilegio de ser uno de los conferencistas en el 75° aniversario de su fundación.

Hace dos años, el Ecuador abandonó el uso de la moneda nacional y en su lugar adoptó el dólar de Estados Unidos como la moneda oficial para el establecimiento de las transacciones contractuales domésticas. Dado que se afirma que la dolarización elimina el uso de la política monetaria (y la política cambiaria) como instrumento para resolver los problemas macroeconómicos de un país, ¿Es necesario que exista un Banco Central del Ecuador? Más importante aún, ¿La dolarización ha

-
- * Trabajo presentado en el 75° aniversario de fundación del Banco Central del Ecuador, agosto 2002.
 - * Editor del *Journal of PostKeynesian Economics* y autor del libro "Financial markets, money and the real world".

solucionado, o solucionará, los problemas macroeconómicos del Ecuador y será una ayuda útil en la provisión de condiciones que permitan impulsar un crecimiento económico real significativo para sus habitantes?

Para responder con sensatez a estas interrogantes, debemos discutir lo siguiente: (1) ¿Cuáles son las funciones (tareas) importantes de un banco central en cualquier país?, (2) ¿Cuáles son las ventajas y desventajas exigidas (por ej., beneficios y costos potenciales) para “dolarizar”, en general y específicamente para el caso del Ecuador?, y (3) ¿Existe una alternativa a la dolarización que proporcionaría los mismos beneficios (o más) con menos costos?, (4) y ¿Si acaso debe hacerse algo ahora?

Un costo aparente de la dolarización es la pérdida del señoreaje que el Banco Central obtuvo para el país antes de la dolarización. Probablemente otros tienen una mejor estimación del costo actual de esta pérdida, pero he visto sugerencias de que pudo ser de hasta un 0.2 por ciento del PIB por año. Si esto es correcto, este es un costo considerable para el país, el cual debe ser compensado por los beneficios de la dolarización.

Las funciones principales de un banco central

De acuerdo con el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el banco central tiene cuatro responsabilidades importantes¹:

1. Conducir la política monetaria del país influenciando las condiciones monetarias y crediticias.
2. Supervisar y regular las operaciones bancarias para garantizar la seguridad y solidez del sistema bancario y financiero del país y proteger los derechos crediticios de los consumidores.
3. Proporcionar ciertos servicios financieros al gobierno, al público, a las instituciones financieras.
4. Mantener la estabilidad del sistema financiero y contener el riesgo sistémico que puede surgir en los mercados financieros.

Una quinta, pero un tanto menos importante, responsabilidad del banco central que no se encuentra mencionada en la literatura de la Reserva Federal de los Estados Unidos es:

¹ Board of Governors, Federal Reserve System. *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*. 8th Edition. Washington D.C., 1994, p.1.

5. Proporcionar estadísticas sobre el funcionamiento del sistema financiero y realizar estudios estadísticos relacionados con el sistema económico y financiero.

La Reserva Federal de los Estados Unidos anota que “la mayoría de los países desarrollados tiene un banco central cuyas funciones son ampliamente similares” a aquellas citadas anteriormente. ¿Qué hay acerca del Banco Central del Ecuador? ¿Tuvo estas responsabilidades antes de la dolarización? ¿Puede ejercer estas responsabilidades después de la dolarización?

Con facilidad puedo admitir que mi conocimiento de los estudios actuales de la economía ecuatoriana y su banco central se encuentra limitado a lo poco que he leído en la literatura. Como extranjero, no puedo estar enterado con precisión de cómo y por qué las graves dificultades financieras de los noventa condujeron a la gente del Ecuador y su gobierno a creer que no existía otra alternativa excepto la de abandonar el sucre y dolarizar. Puede ser que el gobierno ecuatoriano se encontró a sí mismo como un huevo frágil apesado entre una roca y una superficie dura. No obstante, como trataré de explicar, creo que la dolarización, después de la adopción de las reformas del Consenso de Washington de los mercados financieros y el sistema bancario, puede haber determinado que el país haya saltado desde la sartén al fuego.

Realicé algunas consultas a quienes me invitaron a participar en este encuentro en relación con la economía ecuatoriana y su banco central. Me informaron que previo a la dolarización, activamente, el Banco Central del Ecuador tenía a su cargo las cinco responsabilidades enunciadas anteriormente. Además, parece obvio que la dolarización no necesita impedir al Banco Central del Ecuador de (i) proporcionar servicios financieros al gobierno (por ej., actuando como depositario de los fondos del gobierno) y a las instituciones financieras (por ej., un mecanismo de compensación). El Banco Central puede todavía regular y supervisar las operaciones bancarias dentro de los límites establecidos por la ley de la dolarización. Finalmente, el Banco Central puede recopilar información estadística y proporcionar análisis del sistema económico y financiero ecuatoriano. En definitiva, aún es posible que el Banco Central del Ecuador pueda influir en las condiciones monetarias y crediticias en algún grado, a través de la modificación de los requerimientos de reservas dentro de las restricciones establecidas en la ley y otros mecanismos como el reciclaje de la liquidez.

Desde mi punto de vista, sin embargo, la pregunta más importante es si el Banco Central del Ecuador, bajo la dolarización, puede mantener la estabilidad del sistema financiero cuando un nuevo *shock* exógeno golpee al país y si puede promover condiciones favorables para alcanzar una alta tasa real de crecimiento económico. Si

la ley de la dolarización ha imposibilitado al Banco Central el mantener la estabilidad del sistema bancario y financiero, entonces la pregunta se transforma en la siguiente: ¿Pueden las fuerzas del mercado resultantes garantizar la estabilidad frente a los futuros e inevitables *shocks* exógenos sobre la economía?

A fin de que el Banco Central mantenga la estabilidad del sistema financiero y contenga el riesgo sistémico, debe tener el poder de ser un prestamista de última instancia durante cualquier crisis importante del sistema financiero.

El concepto de prestamista de última instancia

A pesar del uso continuado del término “prestamista de última instancia”, el concepto está plagado de numerosas dificultades conceptuales y prácticas. La definición clásica de prestamista de última instancia proviene de Bagehot², quien argumentó que en tiempos de crisis financiera, un prestamista de última instancia debe prestar libremente, *con una tasa de castigo*, sobre lo que se podría considerar colaterales buenos en tiempos normales.

Si uno toma una interpretación estricta de esta definición, entonces el banco central, si tiene que ser un prestamista de última instancia, debe ser capaz de distinguir entre instituciones financieras, interviniendo solamente para detener los pánicos financieros injustificados que afecten las instituciones financieras saludables, mientras se deja que las instituciones no saludables mueran. En otro lado he sugerido que en una estructura bancaria financiera interrelacionada y entrelazada fuertemente, el limitar el prestamista de última instancia ayuda solamente a lo que debería ser; en tiempos normales, instituciones financieras saludables pueden resultar afectadas en un colapso sistémico del sistema¹. Consecuentemente, propugnaría una definición menos estricta de la función de prestamista de última instancia que estaría dispuesto a “evitar el efecto contagio de una entidad grande” (*bail-out*) a los acreedores de casi todas las instituciones financieras cuando el sistema esté bajo tensión. Pero mi punto de vista sobre esto no tiene mayor importancia y la pregunta sobre la que deseo enfatizar es la necesidad de tener alguna forma de institución que sea prestamista de última instancia.

Teóricos económicos ortodoxos modernos (como los opuestos a Keynes y a los Post-Keynesianos) han levantado una barrera significativa a la pregunta sobre la utilidad de tener cualquier institución prestamista de última instancia que actúe rápidamente, dispuesta a ayudar a las instituciones financieras antes de que muchos

² W. Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London, William Clowes & Sons, 1873.

P. Davidson, *Financial Markets, Money and The Real World*, Cheltenham, Elgar Publishing, 2002.

grupos se encuentren involucrados en procedimientos de bancarrota. Esta barrera pasa bajo el nombre técnico del problema de riesgo moral. En otras palabras, estos sabios modernos sugieren que si los administradores de la institución financiera conocen que la institución prestamista de última instancia siempre intervendrá activamente cada vez que una entidad financiera esté amenazada por una crisis sistémica potencial, entonces estos administradores tendrán un incentivo para emprender el financiamiento de proyectos excesivamente riesgosos que prometan retornos extraordinariamente altos. Si el proyecto es exitoso, entonces las utilidades para la institución (y las recompensas para los administradores) serán fantásticamente grandes; y si el proyecto fallase, el prestamista de última instancia sacará de apuros a la institución y en consecuencia dejará a sus propietarios, depositantes y administradores de la entidad relativamente “impunes” por sus malas decisiones.

Sin embargo, algunos economistas ortodoxos aún propugnan un prestamista de última instancia a pesar del problema del riesgo moral. Parece que asumen que la responsabilidad del banco central –la función de regulación y de supervisión estricta del banco central– impedirá a los bancos que financien proyectos de inversión ultra-riesgosos e imprudentes. Si la regulación y supervisión mediante la auditoría de los portafolios de los bancos puede retener a los bancos de emprender el financiamiento de proyectos ultra-riesgosos, entonces no habrá riesgo moral creado por el conocimiento de que un prestamista de última instancia está listo para “sacar de apuros” a instituciones financieras supervisadas, bien reguladas, pero amenazadas.

¿Qué causa la crisis financiera sistémica?

La mayoría de expertos concuerdan que bajo la dolarización, el banco central no puede funcionar como un prestamista de última instancia. No obstante, como ya se ha sugerido, algunas veces se argumenta que si el banco central de un país dolarizado ejerce todavía poderes de supervisión y regulación, la probabilidad de una crisis financiera doméstica es muy pequeña. ¿Es esto válido para el caso del Ecuador?

Dada la experiencia ecuatoriana de los noventa, debe ser visible que una vez que un país permite el funcionamiento de la *off-shore* en los bancos, los controles de regulación y supervisión estrictos enfrentan insuperables obstáculos si los banqueros desean evitarlos. La evidencia es que antes de la dolarización, en tanto el Banco Central puede haber intentado ejercer diligencia conveniente (*due diligence*) en su control de supervisión y regulación de los bancos, la banca *off-shore* y la contabilidad creativa comprometieron los balances de los bancos ecuatorianos. Finalmente, los bancos ecuatorianos –incluyendo 4 de los 5 primeros– tuvieron que ser liquidados durante la crisis bancaria ecuatoriana de 1999.

Algunos pueden sugerir que esto se debió a la laxitud de la supervisión y regulación de la Superintendencia de Bancos en lugar de la liberalización del sistema bancario y financiero. En respuesta, debo puntualizar que aún en los Estados Unidos, quienes son usualmente el ejemplo brillante de la supervisión y regulación propia por parte de las autoridades, ha existido la intervención directa y/o indirecta por parte de las autoridades monetarias para contener el desastre sistémico financiero potencial en situaciones específicas que ocurrieron en los años 80 y 90 (por e.j., el colapso de los bancos de ahorro y préstamos). La supervisión y regulación por sí solas no pueden prevenir el potencial de fracasos de los bancos y otras instituciones financieras que, en un sistema financiero interdependiente altamente apalancado, puede resultar en un fallo sistémico a menos que un prestamista de última instancia esté dispuesto, y sea capaz, de operar rápidamente cuando las nubes de la tormenta se juntan.

Antes de la dolarización, el Banco Central siempre pudo actuar como un prestamista de última instancia mediante la emisión (creación) de sus propias obligaciones para los bancos y otras instituciones financieras que estaban teniendo problemas al hacer sus pagos. Después de la dolarización, el Banco Central del Ecuador puede, a lo mucho, actuar como un prestamista *cercano* al de última instancia si, ya sea, tiene suficientes recursos en “dólares” disponibles de su propio inventario de reservas en dólares, o si puede endeudarse en dólares adicionales provenientes de fuentes externas. Consecuentemente, el valor de esta autoridad prestamista *cercana* a la última instancia finalmente yace en su capacidad de obtener préstamos externos en dólares de los inversionistas internacionales, el FMI, o el Tesoro de los Estados Unidos. Dado que, bajo la dolarización toda deuda denominada en sucres es convertida efectivamente en el equivalente de deuda externa denominada en moneda extranjera, la dolarización significa que cualquier crisis financiera doméstica casi inevitablemente se desbordará en una crisis externa, aún si el problema no se originó como parte de una crisis financiera externa.

En consecuencia, la habilidad de cualquier banco central de un país dolarizado para “mantener la estabilidad del sistema financiero y contener el riesgo sistémico que puede surgir en los mercados financieros” es severamente restringida, por la dolarización. Por consiguiente, un costo potencial para cualquier país al adoptar la dolarización es la ausencia de cualquier prestamista de última instancia verdadero, cuya responsabilidad principal sea la de mantener la estabilidad del sistema financiero del país y contener cualquier desastre financiero sistémico que pueda surgir debido a la presencia de *shocks* exógenos. Y en un mundo de incertidumbre, dichos *shocks* sobre la economía de un país no pueden ser asegurados que no irán en contra. Si los sectores financiero y real son interdependientes, una crisis financiera puede tener efectos devastadores sobre todas las industrias, así como sobre toda la economía doméstica. Por consiguiente, sin los correctivos adecuados el potencial de

un colapso completo de la economía real podría ser la espada de Damocles⁴ rondando sobre cualquier economía que adopta una solución de “dolarización” para sus problemas macroeconómicos.

Además, el efecto de la deuda fiscal ya vencida pre-dolarización y sus obligaciones del servicio de la deuda asociadas pueden agravar la situación. Antes de la dolarización, el gobierno podía siempre enfrentar sus pagos de deuda en moneda nacional, en sucres, a un costo cuya tasa de interés fue establecida por el Banco Central. En esencia, el Banco Central podía financiar cualquier déficit del gobierno (incluyendo los pagos del servicio de la deuda) y no existía posibilidad de incumplimiento de su deuda interna. La dolarización convierte toda su deuda en sucres en el equivalente de deuda externa denominada en moneda extranjera. Esto significa que la deuda ya vencida del gobierno (así como cualquier incremento futuro) puede ser únicamente servido o redimido si el sector privado genera suficientes divisas, o el gobierno vende los activos estatales (las joyas de la familia) a cambio de dólares. [Como veremos cuando se analice el caso de Argentina, esto crea una falla casi segura del sistema financiero en el futuro].

Las estadísticas sobre la capacidad del Ecuador de servir su deuda externa, a partir de la dolarización, no son muy alentadoras. Según estadísticas del Banco Central, el servicio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones ha aumentado del 71.7% en el 2000 al 102.8% en el 2001⁵. Así, la única posibilidad accesible al Ecuador para financiar el servicio de sus deudas externas en el futuro previsible involucrará (1) la venta de algunos activos estatales sobrantes, o (2) la obtención de préstamos adicionales considerables de los organismos internacionales y prestamistas externos privados. Préstamos adicionales para financiar el actual servicio de la deuda es un esquema parecido a lo Ponzi que simplemente exacerba el problema para el futuro.

¿Qué causa los problemas financieros sistémicos?

Existen muchas causas y potenciales de un problema financiero sistémico. En el caso más simple, aún si la mayoría de los portafolios de los bancos están operando, es posible que los depositantes tengan miedo, ya sea, de que sus bancos locales se vuelvan ilíquidos y no sean capaces de honrar los cheques girados contra sus

⁴ Damocles fue un adulator quien, habiendo exaltado la felicidad de Dionysius, tirano de Siracusa, fue sentado en un banquete con una espada suspendida sobre su cabeza por un único cabello para mostrarle la naturaleza peligrosa de esa felicidad.

⁵ Cabe señalar que, el autor utilizó cifras que hacen referencia al pago del servicio de la deuda externa total devengada que incluye intereses y amortizaciones tanto del sector público como privado. La relación del servicio de la deuda pública externa en relación a la exportaciones fue de 29.9% en el 2001.

obligaciones de depósitos, o de que el gobierno congele los depósitos. En estos casos, la corrida bancaria inicial será por parte de los depositantes que buscan convertir sus depósitos en efectivo. Un Banco Central prestamista de última instancia, como el emisor de moneda nacional, puede fácilmente proteger al sistema bancario del colapso causado por esta demanda de dinero, siempre y cuando exista moneda doméstica en el sistema.

En un caso un poco más serio, una crisis financiera puede también ocurrir si el amplio sistema bancario nacional (que parece ser desde la retrospectiva) ha realizado demasiados préstamos vencidos. O, en países que permiten la “banca universal”, tal como lo ha permitido el Ecuador recientemente, los bancos han realizado demasiadas inversiones directas en acciones o bienes raíces cuya burbuja en el precio de mercado de repente colapsa. Si estos activos reales y/o préstamos vencidos están valorados a precios de mercado, entonces el sistema bancario doméstico puede decirse que no es “sano”. A menos que el sistema bancario pueda ser ayudado por un prestamista de última instancia, ya sea extendiendo créditos adicionales y/o acaparando (al menos temporalmente) estos activos cuyo precio de mercado ha caído, y removerlos de los portafolios de los bancos a cambio de depósitos en el banco central, el colapso financiero sistémico resultante puede terminar en un daño catastrófico para la economía real.

En economías abiertas, si los residentes domésticos y los negocios son libres de convertir su moneda doméstica en moneda extranjera, entonces cuando los residentes de un país (y/o inversionistas extranjeros) pierden confianza en el sistema bancario doméstico, entonces aún si los depósitos están dolarizados, está en el propio interés de los depositantes e inversionistas el ejecutar “una estrategia de salida rápida” para obtener depósitos bancarios extranjeros y activos denominados en una o más moneda extranjera percibida como fuerte (refugio seguro). Especialmente, para la mayoría de economías pequeñas y abiertas, si el país dolariza o mantiene su propia moneda doméstica, cualquier problema del sistema financiero tiende a transformarse en un problema financiero externo, siempre y cuando el mercado libre esté permitido en moneda extranjera.

En el sistema económico globalizado donde existen distintas monedas nacionales (aún si todos los países no emiten su propia moneda diferente), si existe una unidad de cuenta única de compensación, en términos de una moneda específica donde casi todas las compensaciones internacionales son traonsadas y en la cual casi todas las reservas internacionales son mantenidas, entonces el banco central de un país tiene el poder, si desea usarlo, de ser el prestamista internacional de última instancia para una crisis financiera que ocurra en cualquier otro país.

¿Por qué dolarizar?

Cuando un país experimenta un período largo de tasas de inflación significativamente altas, los residentes pierden la confianza en la moneda doméstica de su país como un bien reserva de valor para enfrentar obligaciones futuras para la compra de bienes y servicios –aún si sus obligaciones futuras esperadas serán legalmente pagaderas en términos de la moneda doméstica. Desde que el valor de uso de cualquier moneda para establecer transacciones contractuales pondera lo que Clower llamó la “coincidencia doble de necesidades” necesaria para el funcionamiento de una economía de trueque, la mayoría de países cojearán junto con una moneda nacional aún si esta moneda está siendo destrozada por la inflación. No obstante, si los residentes pueden fácilmente obtener acceso al mercado externo, entonces estos residentes del país buscarán otra moneda (u otro activo líquido) que pueda ser usada como una reserva de valor *preferida* en términos de enfrentar compromisos contractuales futuros con relación a la moneda doméstica. Por supuesto, los residentes cambiarán sus monedas extranjeras respaldadas en moneda nacional solamente tan rápido como el pago de sus obligaciones domésticas en términos de la moneda nacional sean requeridas.

En otras palabras, si existen mercados “liberalizados” para las divisas, y las monedas extranjeras son vistas como capaces de mantener mejor el poder de compra que la moneda nacional, en términos de la compra de bienes y servicios en el mercado interno en el futuro, entonces los activos líquidos denominados en monedas extranjeras serán preferidos para ser mantenidos como reservas de valor. Esto conduce a la fuga de capitales de las cuentas de ahorro de los residentes hacia bancos extranjeros. A menudo, a fin de evitar esta fuga de capitales, un país pequeño, cuya moneda está siendo envilecida por la inflación, permitirá y aún incentivará a los bancos a conservar depósitos (y préstamos) denominados en términos de una moneda extranjera así como en la moneda local. Simultáneamente, los vendedores necesitarán utilizar otra moneda como la medida de pago contractual para grandes transacciones que no son recurrentes o rutinarias, por ejemplo, la compra de un bien durable grande o un préstamo que se extienda durante un período largo. Al mismo tiempo, compras diarias de *items* de valores pequeños –cosas como comida– a menudo son transadas en términos de la moneda doméstica.

En países que permiten cuentas en dólares junto con cuentas en moneda nacional, podemos decir que existe una dolarización no oficial de la moneda. Una encuesta del FMI de 1998 mostró que en siete países la moneda extranjera era el 50% de la oferta monetaria nacional, en otros 12 países la “dolarización” dio cuenta del 30-50% de la oferta monetaria del país, y normalmente el 20-50% de los depósitos de los residentes estaban en cuentas en dólares en aquellos países que permitieron a los residentes el mantener dichas cuentas en moneda extranjera.

La dolarización oficial de una economía es cuando el gobierno renuncia al uso de la moneda nacional como moneda de curso legal y señala que una moneda extranjera será la moneda de curso legal aceptable para todos los pagos públicos y privados. La dolarización oficial es esencialmente similar en sus efectos a lo que ocurrió cuando un país ingresó como un miembro del patrón oro internacional en el siglo XIX y se vio involucrado en un sistema de tipo de cambio fijo. Así, el marco para la dolarización en el siglo XXI es básicamente equivalente al caso planteado para la adopción de un patrón oro internacional *automático* en el siglo XIX –solo que en el caso de la “dolarización” para países como el Ecuador, las únicas minas de oro en el mundo están localizadas en las fronteras de los Estados Unidos.

El principal argumento para la dolarización es que su acción públicamente anuncia al mundo que el país ha eliminado permanentemente la posibilidad de una devaluación repentina y brusca o aún un descenso persistente y continuo en el tipo de cambio. Mediante la eliminación de lo que se llama “riesgo cambiario”, se espera que el anuncio de la dolarización aumente significativamente el nivel de confianza entre los prestamistas e inversionistas internacionales, en consecuencia disminuyen los costos de las tasas de interés sobre los préstamos internacionales (y domésticos), se estimule más inversión extranjera directa y préstamos, y por consiguiente se induzca un mayor crecimiento económico mientras se reduce simultáneamente la tasa de la inflación. No obstante, típicamente los prestamistas internacionales sienten que existe un mayor riesgo en el otorgamiento de un préstamo externo que uno a un prestatario doméstico, de modo que existirá todavía un diferencial en la tasa de interés cargado por los prestamistas internacionales a sus propios prestatarios domésticos y aquellos en los países dolarizados.

Se supone que la dolarización adopta un tipo de cambio fijo *por excelencia*. Si alguno de los socios comerciales del país tiene todavía tipos de cambio flotantes (ej. Brasil y Argentina), aún pueden existir problemas en los esquemas comerciales y problemas cambiarios para el país dolarizado. Tal vez más importante, siempre y cuando exista un tipo de cambio flotante entre los principales países del mundo, por ej., el Yen, el Euro y el Dólar, todavía puede existir el potencial de un riesgo cambiario para los prestamistas e inversionistas internacionales quienes conservan sus cuentas en Yenes o Euros. Dependiendo del grado en el cual los préstamos externos de un país están denominados en términos de Euros o Yenes, esto puede hacer más difíciles los pagos anuales por servicio de la deuda internacional del país dolarizado si el dólar cae en relación a estas otras monedas duras. Puede alguien olvidar la devaluación brusca del dólar contra el yen en 1996-7 que provocaron a los “tigres” del Este Asiático, quienes habían fijado su tipo de cambio al dólar, problemas financieros y reales dolorosos al tener que servir sus grandes deudas interbancarias denominadas en Yenes.

Con el dólar cayendo en relación al Euro y el Yen en el 2002. ¿Podrá esto crear un problema financiero externo y doméstico para el Ecuador dolarizado? Si algo de la deuda externa del Ecuador está denominada en Euros (y/o Yenes), ¿Los altos costos reales de servir esta deuda probarán ser una carga demasiado grande para los ecuatorianos? Si el dólar continúa disminuyendo en relación al Euro, por ejemplo, ¿Los ecuatorianos retirarán sus depósitos en dólares para obtener depósitos y activos en Euros (y/o Yenes) en ultramar? Si lo hacen, ¿Qué significa esto para la economía real ecuatoriana? ¿Obtendrán los ecuatorianos la estabilidad de precios y del sistema financiero que proclaman los proponentes de la dolarización?

Si la dolarización es, como lo he afirmado, similar al patrón oro del siglo XIX, entonces podemos aprender una lección si miramos cómo los países latinoamericanos funcionaron bajo el sistema del tipo de cambio del patrón oro del siglo XIX.

Una lección de la época del patrón oro

Desde 1880 hasta 1914, el patrón oro proporcionó al mundo un sistema cambiario fijo y creíble. Durante este período existieron muchas crisis bancarias pero “raramente se convirtieron en crisis monetarias, excepto en la periferia de América Latina –a pesar del hecho de que los flujos de capital internacionales se volvieron muy grandes– como porcentaje del PGB mundial, mayor que en la actualidad”⁷. Aún cuando los incumplimientos ocurrieron, la inversión global continuó en tanto Londres, actuando como banco de liquidación para el comercio internacional, hizo a “la libra esterlina el principal instrumento monetario tanto para los pagos internacionales como para las inversiones. *Fue la ausencia de monedas alternativas para mantener que redujo el elemento especulativo en los flujos de capitales de corto plazo*”⁸.

En este período del patrón oro, las crisis monetarias recurrentes de América Latina fueron “en parte debidas a la dependencia de una gama limitada de exportaciones de *commodities* cuyos precios fluctuaron violentamente. [También] los gobiernos de América Latina ... frecuentemente incumplieron el pago de sus emisiones de bonos extranjeros, seguidos de revoluciones, temporadas de inflación, o un colapso de los precios de las exportaciones. Entonces, los cobradores de deuda se trasladaron, con renegociaciones y préstamos frescos. Políticas ortodoxas fueron

⁶ Para 2001 la deuda pública en otras monedas aproximadamente es el 14,8% del total.

⁷ R. Skidelsky, “Historical Reflections on Capital Movements” en *Capital Regulation: For and Against*, by R. Skidelsky, N. Lawson, J. Flemming, M. Desai, and P. Davidson, London Social Market Foundation, 1999, pp.3-4.

⁸ Skidelsky, op.cit., pp.5-6. el énfasis fue añadido.

reestablecidas y tan pronto como el servicio sobre los bonos fue reiniciado, los inversionistas regresaron aparentemente no disminuidos por sus pérdidas. El punto crucial en todo esto fue que el patrón otro fue estable en el centro, inestable en su periferia latinoamericana ... Como una regla, las crisis monetarias golpean a los países de segunda clase, no a los de primera”⁹.

Esta estabilidad en el centro cambió en el período entre guerras cuando las crisis internacionales de los flujos de capitales golpearon los países núcleos así como a la periferia. En los años 20 aún los países núcleo intentaron regresar al patrón oro, el ancla del tipo de cambio resultante no fue creíble. La competencia entre centros financieros en Londres, París y Nueva York hicieron la compensación multilateral molesta y difícil, especialmente cuando existían desequilibrios persistentes en los pagos internacionales. Únicamente el continuo reciclaje del superávit de cuenta corriente de los Estados Unidos por parte de los bancos americanos impidieron el colapso de la economía mundial a mediados de los años 20. Mientras tanto, los Estados Unidos adoptaron tarifas que hicieron muy difícil a los Europeos el obtener una posición comercial equilibrada o generar divisas para devolver los préstamos en dólares de la post-guerra.

En 1928, los fondos americanos fueron desviados desde los préstamos internacionales hacia la especulación en Wall Street. Simultáneamente, los Estados Unidos evitaron cualquier déficit en la balanza comercial mediante políticas arancelarias. Como consecuencia, el sistema de pagos internacional empezó a derrumbarse. El dinero empezó fluyendo desde los países deficitarios hacia los superavitarios ya que las reservas fueron liquidadas para servir las deudas a los Estados Unidos. Cuando la burbuja del mercado de acciones de los Estados Unidos estalló y los precios globales de las *commodities* colapsaron, la periferia incumplió con estos préstamos –pero esta vez “el contagio se extendió a Europa” puesto que Alemania trató de equilibrar sus pagos internacionales mediante una severa depresión de su economía. Debido a que el desempleo aumentó drásticamente, un incumplimiento alemán ocurrió en 1931. “Un huracán deflacionario pasó rápidamente sobre el mundo, ya que los inversionistas se peleaban por liquidez”¹⁰.

¿Tiene este episodio histórico algunas lecciones para lo que ha sucedido recientemente, primero en el Ecuador y en el sistema financiero global? En 1999, el Ecuador aparentemente experimentó la peor crisis económica de su historia como una combinación de *shocks* externos (caída en el precio del petróleo, los efectos de “El Niño”, y la crisis financiera Asiática y Brasileira) así como el ritmo lento de reformas debido al estancamiento político. El PIB se desplomó en 7.3%, la crisis

⁹ Skidelsky, op.cit., pp.8-9. ¿Esta *experiencia* no parece tener algunas similitudes ante los eventos de los últimos 25 años cuando el mundo estaba en un patrón dólar?

¹⁰ Skidelsky, op.cit., p.13.

bancaria resultó en el cierre de bancos, el 60% de los activos de los bancos fueron entonces mantenidos por el Estado, un feriado bancario, el congelamiento de los depósitos bancarios, y la renuencia de las instituciones financieras internacionales de actuar como un prestamista de última instancia, el Ecuador incumplió con su deuda externa. La crisis bancaria ecuatoriana se transformó en una crisis monetaria (similar a lo que Skidelsky describió anteriormente). En el 2000, el sucre fue abandonado, el dólar reemplazó a la moneda nacional (ya que el Ecuador adoptó un patrón dólar), y se aprobaron reformas por parte del Congreso ecuatoriano en Marzo de 2000 que establecieron las políticas “ortodoxas” del Consenso de Washington.

Como resultado, el FMI firmó un acuerdo Stand-By¹¹ (prestamista de última instancia) que destrabó US\$ 544.7 millones¹² en préstamos durante tres años para el Ecuador. En Agosto de 2000, los acreedores internacionales privados del Ecuador aceptaron la oferta de intercambiar los bonos Brady y Eurobonos por nuevos bonos [Global] con un 40% de descuento de su valor nominal. Aparentemente como resultado, la economía ecuatoriana mejoró en el 2001, la inflación cayó a cerca del 30% y el crecimiento económico se reinició. Una contribución principal a este crecimiento fue la inversión de una sola vez de más de mil millones de dólares por parte de multinacionales para construir y operar un oleoducto de crudos pesados que se espera entre en funcionamiento en el 2003.

En términos usados por Skidelsky al discutir las recurrentes crisis monetarias en América Latina cuando el mundo estaba bajo el patrón oro en lugar del patrón dólar, la historia del Ecuador durante los últimos dos años es que los cobradores de deuda se desplazaron, con préstamos frescos y renegociados. Políticas ortodoxas fueron restablecidas y puesto que el servicio de la deuda externa fue reiniciado, se esperaba que los inversionistas internacionales retornarían con entusiasmo no disminuido por las pérdidas en los bonos Brady y Eurobonos, en tanto el mundo se encuentra todavía bajo un patrón dólar.

Pero lo que la historia de Skidelsky sugiere es que ¿Esto ocurrió cada vez que un nuevo *shock* externo sobre un país de América Latina surgió durante el período del patrón oro? El país latinoamericano fue incapaz de servir su deuda vencida y la crisis de la deuda recicló la situación empezando todo nuevamente. La advertencia en todo esto es, como un sabio lo puso, “aquellos quienes no han estudiado la historia están obligados a repetir sus errores”.

Debo puntualizar que también hay un mensaje para los países núcleo globalizados en la historia de Skidelsky sobre la decadencia y caída del patrón oro.

¹¹ Entre 2000 y 2002, el FMI ha desembolsado cerca de US\$ 294 millones de dólares.

¹² Esta cifra corresponde a financiamiento excepcional por parte del Banco Mundial y de la CAF entre el período 2000 – 2002.

Entre las guerras mundiales, ya que tres monedas núcleo competían para transformarse en el centro de compensación de las transacciones internacionales, enormes olas especulativas atacaron las monedas núcleo. Los créditos interbancarios no pudieron detener estos ataques. El resultado fue el cese de los flujos de inversión extranjera privados por décadas. ¿Puede esto suceder nuevamente ya que el Euro y el Yen compiten con el dólar como moneda de reserva internacional, especialmente si los Estados Unidos, en tanto el mayor deudor del mundo, entra en una recesión con forma de una W, la burbuja de Wall Street estalla, y el mundo confía en los mercados financieros liberalizados para financiar los desequilibrios en los pagos?

El llamado a la disciplina de mercado para restringir a los gobiernos burocráticos

En tanto examinaba el Internet para conseguir información relacionada con el Ecuador, me encontré con un estudio realizado por la Fundación Francisco Marroquín. La Fundación afirma que el principal objetivo del plan de la dolarización adoptado por el Congreso ecuatoriano en Febrero de 2000, fue el de “hacer que el Banco Central del Ecuador sea un apéndice gubernamental innecesario”. En su lugar, “los políticos, hombres de negocios mercantilistas y burócratas ecuatorianos tendrán que aceptar la disciplina de mercado impuesta por el dólar”. Si esta afirmación de la razón por la cual la dolarización fue adoptada en el Ecuador es cierta, debe haber sido porque los patrocinadores de la dolarización deseaban colocar la espada de Damocles de la “disciplina de mercado” sobre la cabeza de todos los ecuatorianos.

Por supuesto, de lo que los defensores de la dolarización aparentemente no se dieron cuenta es que a pesar de la retórica del “Consenso de Washington”, siempre y cuando la disciplina del mercado desencadene el riesgo sistémico al sistema financiero dolarizado de los Estados Unidos, tres instrumentos son presentados para mejorar los otrora efectos desastrosos de la disciplina de mercado. Estos tres instrumentos de última instancia son las Reservas Federales que actúan como un prestamista de última instancia, la doctrina del “efecto contagio de una entidad grande (*too big to fail*)” del Comptroller of the Currency del gobierno federal, y de la Federal Deposit Insurance Corporation (y el antiguo Federal Savings and Loan Insurance Corporation) para aquellos suficientemente pequeños para caer. El propósito de estos instrumentos de política es estabilizar el sistema financiero y contener el riesgo sistémico generado por la libre disciplina de mercado.

Desafortunadamente, los Estados Unidos no van a usar estos tres instrumentos para desempeñar una función similar para el sistema financiero dolarizado ecuatoriano si “la disciplina de mercado” amenaza una crisis financiera doméstica. El 21 de Abril de 1999, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Robert Rubin, advirtió que la dolarización es “una etapa sumamente importante que

limitaría la capacidad de un país para impedir una crisis bancaria”. Rubin afirmó: “Pero no sería apropiado, en nuestro juicio, para las autoridades de los Estados Unidos ampliar la red de la supervisión bancaria, para proporcionar acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal, o ajustar las responsabilidades de la supervisión bancaria o los procedimientos o la orientación de la política monetaria norteamericana a la luz de la decisión de otro país de dolarizar su sistema monetario”.

Debo anotar que a nivel financiero internacional, la mayoría de los analistas esperan que el FMI juegue el rol de prestamista de última instancia –pero la diferencia es que al contrario de un banco central, los recursos financieros del FMI son mucho más limitados y sus préstamos siempre están atados a significativos requerimientos de condicionalidad. Una propuesta adoptada por el FMI en 1999 establece una facilidad de crédito contingente llamada Línea de Crédito de Contingencia (LCC) donde los países que están considerados como económicamente buenos pueden establecer una línea de crédito preventiva con el FMI para reducir la posibilidad de un contagio conducente a un colapso financiero. Desafortunadamente, muchos piensan que si un país aplica a una línea de crédito preventivo, será señal de que los hacedores de política “de confianza” entiendan que una crisis financiera se está fraguando y que puede, en sí misma, encender un período de fuga de capitales que pueda agobiar la línea de crédito.

Por otra parte, el financista George Soros ha propuesto el establecimiento de una nueva autoridad internacional para asegurar a los inversionistas internacionales en contra de los incumplimientos de la deuda. Este organismo sería similar al FDIC en los Estados Unidos pero con límites establecidos en el monto que un país pueda enducarse¹³.

Crisis financiera, dolarización y economías pequeñas abiertas

El Ecuador dolarizó después de haber experimentado tanto crisis financieras internacionales como domésticas y un creciente déficit fiscal. Aparentemente, las autoridades ecuatorianas decidieron que las expectativas pesimistas resultantes de los residentes domésticos, los inversionistas extranjeros y el FMI no les dejaron otra alternativa que dolarizar para proporcionar un sistema financiero “creíble”.

Bajo la dolarización, la salud de la economía del país depende casi totalmente de su capacidad para obtener divisas adicionales. Puede un Ecuador dolarizado aumentar sus tenencias de moneda dura? Existen diversas fuentes posibles para hacerlo (suponiendo que no existe una nueva crisis financiera sistémica en la nueva economía dolarizada).

¹³ G. Soros, *The Crisis of Global Capitalism*, Public Affairs Press, New York, 1998.

Estas fuentes son:

1. El Ecuador puede exportar más de lo que importa en términos de valor en un monto que exceda el actual costo del servicio de la deuda anual sobre su deuda externa.
2. Si la dolarización ha restaurado la confianza de los inversionistas y acreedores extranjeros, nuevos préstamos adicionales e inversión extranjera directa puede ser una fuente para crecientes divisas del Ecuador. Un ejemplo de esta inversión extranjera directa es la reciente inversión en dólares por una sola vez de mil millones de dólares que cinco compañías multinacionales han contribuido para la construcción y operación del oleoducto de crudos pesados en el Ecuador. ¿Existen otros proyectos de inversión extranjera directa grandes e ilíquidos que ocupen el período de baja actividad que se produzca cuando el proyecto de inversión para la construcción de este oleoducto termine en el 2003? Hasta el punto en que el capital externo adicional ingresa en términos de préstamos o inversiones de portafolio líquidas en lugar de inversión extranjera directa ilíquida, dichos aumentos en los influjos de capital están creando problemas para mayores salidas de servicio de la deuda y posibles fugas de capital en el futuro cercano.
3. La posible repatriación de fondos de fugas de capital que salieron a ultramar después de que el gobierno empezó a desbloquear los depósitos a la vista y de ahorro en Agosto de 1999. ¿Qué incentivos tiene el sector privado para traer de regreso grandes sumas cuando actualmente están invertidas en activos en lugares seguros tales como bonos del Tesoro de los Estados Unidos o en depósitos de ultramar del Citibank?

¿Podrá la dolarización *per se* permitir estas tres fuentes de divisas para contribuir significativamente al crecimiento económico del Ecuador en el futuro cercano?

Deseo poder ser optimista y decir seguramente sí, pero, en verdad no lo sé. Dado que los pagos por el servicio de la deuda externa del Ecuador en el 2001 fueron de 102.8% del valor de las exportaciones y está en aumento, es difícil ver un mejoramiento en la salud del país que provenga de esta área¹⁴.

¹⁴ Cabe señalar que el autor utilizó cifras que hacen referencia al pago del servicio de la deuda externa total devengada que incluye intereses y amortizaciones tanto del sector público como privado. La relación del servicio de la deuda pública externa en relación a las exportaciones fue de 29,9% en el 2001.

En el 2001, el Ecuador generó una balanza comercial de bienes y servicios adversa de US\$ 302 millones donde las exportaciones fueron de US\$ 4.678 millones mientras que las importaciones fueron de US\$ 4.981 millones (gráficos para los meses de enero y febrero muestran que el exceso de las importaciones sobre las exportaciones se está ampliando).

En consecuencia, me parece que el crecimiento económico del Ecuador dependerá de los préstamos e inversiones externos continuos y el retorno de los fondos de fugas de capital anteriores. Dado que sospecho que éstas serán a lo más las soluciones temporales a corto plazo, pienso que el Ecuador tendrá que aprender de la experiencia de Argentina en esta área –como lo explicaré más adelante.

Bajo estas circunstancias puedo, al menos, instar a los ecuatorianos a que sean cautelosos acerca de las aseveraciones de que la dolarización por sí sola, resolverá los problemas mediante el aumento de la competitividad global de las empresas ecuatorianas.

La disciplina de mercado aumenta la competitividad

Uno de los argumentos a menudo planteados –y aparentemente propuesto por la Fundación Francisco Marroquín para la dolarización es que “la disciplina de mercado” hará que las industrias exportadoras ecuatorianas sean “más competitivas” en los mercados internacionales en el corto plazo y por consiguiente ganen una participación ascendente de los mercados externos crecientes anticipados. El resultado sería un crecimiento dirigido a la exportaciones mientras que las empresas domésticas no perderían la participación del mercado frente a la competencia extranjera a pesar de la rápida reducción en las barreras comerciales [Un método alternativo de la creciente competitividad en economías pequeñas, abiertas, no dolarizadas es devaluar el tipo de cambio. Economías pequeñas pueden hacer esto sin miedo a retaliaciones por parte de sus más grandes socios comerciales. Desafortunadamente esta alternativa no es posible con la dolarización].

Típicamente, sin embargo, el volverse “más competitivo” significa disminuir el costo laboral unitario –el cual, en el corto plazo, usualmente quiere decir usar la amenaza de aumentar el desempleo como una herramienta de mercado para forzar a los trabajadores a disminuir, o al menos limitar, sus salarios y demandas de condiciones de trabajo. Los principales exportadores ecuatorianos, sin embargo, son los de los productos de la industria petrolera (40% del valor total de las exportaciones) y otros productos primarios (36.5%) tales como banano, productos del mar, etc. Puede ser obvio que el costo de extracción, transporte y exportación de petróleo en el Ecuador (aún después de que el OCP esté terminado y operativo)

nunca será más competitivo en los mercados externos que el petróleo del Oriente Medio o aún de Venezuela. Consecuentemente, la capacidad de las exportaciones petroleras ecuatorianas para aumentar las ganancias externas sustancialmente dependerá de la adquisición de una mayor cuota de la producción del cartel de la OPEP, limitaciones necesarias para mantener un precio de mercado mundial significativo de US\$ 25 por barril. Esto dependerá principalmente del rápido crecimiento económico de los países de la OCDE en lugar de la posición petrolera competitiva perfeccionada del Ecuador. Y, en el peor escenario posible para el Ecuador, si una recesión significativa ocurre en los países de la OCDE en la última mitad del 2002 y 2003, tanto el precio del petróleo como la cuota de producción petrolera total de la OPEP puede disminuir.

Sospecho que en el sector agricultura del Ecuador, el mantener los salarios monetarios frenados depende de una oferta continua de adultos baratos y (especialmente en la agricultura) de trabajo infantil. Un artículo en la primera plana del *New York Times* del 13 de julio de 2002 tiene el título "En las plantas bananeras del Ecuador, el trabajo infantil es clave para las ganancias". Este artículo reportó que la Organización Internacional del Trabajo estima que 69.000 niños de entre 10 a 14 años, más unos 325.000 adicionales de entre 14 a 19 años trabajaron en el Ecuador en 1999. Por supuesto con las leyes laborales ecuatorianas que restringen el trabajo de los niños menores de 14 años, la mayoría de estos niños probablemente trabajan en fincas familiares.

Una abundante oferta de trabajo infantil es usualmente un índice de pobreza significativo entre la población rural relevante. Si el país puede reducir sustancialmente la pobreza, entonces probablemente los padres enviarán menos a sus hijos a trabajar aún en fincas familiares. Pero la reducción de la pobreza significa un más rápido crecimiento económico —y así tenemos aquí un problema de quién es primero, la gallina o el huevo.

Finalmente, un cuadro resumen de las industrias principales que son exportadoras para el Ecuador me sugiere que el país tiene la mezcla industrial incorrecta para generar una fuente creciente de divisas necesarias para la salud del país bajo dolarización. Llegué a esta conclusión basado en la ley de Thirlwall que indica que para que un país crezca más rápido en relación a sus principales socios comerciales, debe tener exportaciones cuya elasticidad ingreso de la demanda sea mayor a la elasticidad ingreso de la demanda del país por importaciones. Con los Estados Unidos como el mayor socio comercial del Ecuador, parecería que la mezcla industrial del Ecuador tiende a condenarlo a un crecimiento a una tasa más lenta que su principal socio. Con los Estados Unidos titubeando en una recesión en forma de W —o al menos un período de lento crecimiento, las políticas de crecimiento orientadas a las exportaciones implicadas en la dolarización es poco

probable que proporcionen aumentos sustanciales en el crecimiento de la economía del Ecuador.

En resumen, existen algunas lecciones a ser aprendidas del desastre económico en Argentina, dado que, después de todo, una caja de conversión es una manera de dolarizar un país sin el abandono oficial de la moneda local.

Argentina

Argentina adoptó una forma modificada de dolarización –la caja de conversión– y ello pareció que trajo los mismos beneficios que se dice que provee la dolarización. La ausencia del riesgo cambiario, la reducción en la inflación doméstica, tasas de interés más bajas con un crecimiento económico más rápido y una afluencia de prestamistas e inversionistas extranjeros y una repatriación de los fondos de fugas de capital que había fluido hacia el exterior durante los ochenta, implicó un futuro de dicha económica para la Argentina. ¿Y qué sucedió?

En la víspera de la Navidad del 2001, Argentina anunció la suspensión de sus compromisos del servicio de la deuda. Se unió a la lista alguna vez agrandada de los países asiáticos y latinoamericanos que han sido una vez aplaudidos como ejemplos de los beneficios de políticas económicas atinadas implementadas bajo programas de ajuste estructural del FMI –pero cuyo éxito fue rápidamente revertido por una crisis financiera importante.

Durante la última década, Argentina estuvo bajo una continua supervisión del FMI. En este período, la relación deuda sobre el PIB y el tamaño de los déficits fiscales del gobierno federal fueron compatibles con el criterio de convergencia establecido por la Unión Europea para la participación en el sistema de pagos del Euro. Mientras que Argentina exigía a los residentes que usen pesos para pagar los impuestos, el gobierno argentino pudo siempre responsabilizarse de sus pagos fiscales domésticos. Pero una vez que se estableció un sistema de caja de conversión –“dolarización”–, éste efectivamente convirtió la deuda total del gobierno interna y privada en su equivalente de su deuda externa denominada en una moneda extranjera. Esto por consiguiente requirió ya sea un superávit en cuenta corriente o la venta de activos estatales a extranjeros, o crecientes préstamos al sector público o privado del exterior. En cualquier economía dolarizada, la medida más apropiada de la capacidad de sostenimiento de la deuda es la relación del servicio de la deuda sobre un superávit de cuenta corriente.

México, Brasil y Argentina siguieron todos las directrices del FMI que requerían un ancla monetaria, si no una dolarización absoluta (que es un ancla monetaria

permanente), desregulación de los mercados internos y su apertura a las importaciones, liberalización del sector financiero y la privatización de activos públicos para aumentar el rol de la toma de decisiones privadas.

En el corto plazo, estos países fueron exitosos en reducir la inflación significativamente, produciendo expectativas de oportunidades de ganancias en los mercados domésticos y creando credibilidad de manera que se re-abrió la puerta a los mercados de capitales extranjeros. El resultado fue que en lugar de pagar al contado la gran deuda vencida mediante la generación de superávits en la cuenta corriente, fue la venta de activos públicos y el refinanciamiento de la deuda en los mercados internacionales que parecieron resolver la amenaza del incumplimiento.

La persistencia de grandes *stocks* de deuda externa hicieron a la economía vulnerable a *shocks* externos. Las firmas domésticas fueron incapaces de aumentar sustancialmente sus ganancias en tanto competían en los mercados internacionales. Cualesquier crecimiento que ocurrió no fue financiado por crecientes exportaciones netas sino más bien por aumentos en los flujos de capitales externos. Si el crecimiento ocurrió, fue acompañado por una mayor participación de las importaciones (principalmente bienes de consumo) –y la posibilidad de expandir las crisis de financiamiento externo.

A diferencia de México y Brasil, sin embargo, Argentina pasó una ley del Banco Central que requería que la oferta monetaria en pesos esté totalmente respaldada por reservas en dólares. Inicialmente, la caída en las tasas de inflación, trajeron un mejoramiento en los ingresos reales especialmente para los grupos de ingresos bajos y medios con altas propensiones marginales al consumo. Esto aceleró el crecimiento de la demanda agregada doméstica especialmente por importaciones dado que las barreras arancelarias fueron removidas. En pocos años, la relación importaciones / PIB casi se había duplicado en tanto la relación exportaciones / PIB a duras penas había aumentado. El resultado fue un deterioro continuo en el saldo en cuenta corriente. Los influjos de capitales, en lugar del Banco Central, financiaron el ascenso en el déficit en cuenta corriente.

El Banco Central no pudo más financiar el déficit del gobierno. Más bien el gasto del déficit del gobierno fue financiado directa o indirectamente por los influjos de capital, algunos de ellos provenientes de la venta de las propiedades estatales. El resultado fue que el crecimiento económico en Argentina estuvo acompañado de un creciente endeudamiento externo y otros influjos de capital, mientras que el resultante aumento de las importaciones en relación a las exportaciones (ver la ley de Thirlwall) redujo la capacidad de la economía doméstica para generar reservas internacionales netas en moneda dura. Cuando el gobierno argentino se quedó sin las joyas de la familia para vender, el único método para financiar el crecimiento fue el de aumentar el endeudamiento externo en lo que Imán Minsky podría llamar un

esquema de financiamiento Ponzi donde cada año más endeudamiento era necesario solamente para servir la creciente deuda externa. Pero dado que algunos de ustedes que han contribuido a las cartas Pirámide y otros esquemas Ponzi conocidos, ustedes pueden esperar ganar un retorno significativo solamente antes de que el esquema se quede sin “inversionistas” adicionales. Pero ya que aún Ponzi finalmente lo descubrió en los años 20, uno finalmente se queda sin “inversionistas” que continuamente pongan más dinero en el esquema.

La única cosa dejada a Argentina fue ya sea suspender la convertibilidad o incumplir el servicio de su deuda o ambos. Solo si los inversionistas extranjeros esperaban que el superávit comercial argentino se volviera positivo de manera significativa en un futuro razonablemente cercano, o si los organismos oficiales tales como el FMI o el Tesoro de los Estados Unidos saquen de apuros a Argentina, los inversionistas privados continuarían financiando los crecientes déficits comercial y de deuda tipo Ponzi.

Debo anotar que después de la crisis Tequila de 1994-95, los residentes argentinos temieron por la seguridad de sus depósitos bancarios. Los residentes, por lo tanto, removieron aproximadamente el 40% de sus depósitos desde los bancos argentinos produciendo una contracción repentina en la oferta monetaria y dificultades en el sistema bancario doméstico ya que 59 bancos débiles fueron cerrados o fusionados. Pero no bien el FMI apoyó las políticas de estabilización argentinas, incluyendo la promoción de la propiedad extranjera de la mayoría de los bancos y la remuneración a los bancos por sus reservas en dólares, Argentina pareció capaz de continuar el cumplimiento de sus obligaciones por el servicio de la deuda. El financiamiento externo y las inversiones extranjeras directas aumentaron y la posición de las reservas internacionales de Argentina continuó mejorando. La deuda de corto plazo fue sustituida por deuda de largo plazo y más préstamos fueron otorgados por el FMI con el costo de crecientes condicionalidades, las cuales fueron diseñadas para producir un superávit del gobierno de 2.75% del PIB mediante el aumento de los impuestos y recortes en el gasto público.

Cuando la crisis Asiática y el incumplimiento ruso se sucedieron en los años 1997 y 1998, los mercados de capital externos se cerraron a los países de “mercado emergentes” incluyendo Argentina. Cuando Brasil defendió su plan Real, las exportaciones argentinas declinaron ya que el crecimiento brasilero cayó. Cuando Brasil devaluó su moneda, por otro lado, empujó hacia abajo el crecimiento argentino y los ingresos por exportaciones, aún cuando las importaciones también se desaceleraron. Para retener la confianza de los acreedores externos, el gobierno construyó reservas mediante endeudamiento siempre y cuando fue posible y a través del requerimiento creciente de los recursos del FMI. El FMI, a su vez, exigió mayores recortes en el gasto del gobierno y el peso del servicio de la deuda se volvió en una porción aún más grande del PIB.

La escritura estaba en la pared y a pesar del aumento en el crédito stand-by del FMI en Enero de 2001, así como nuevas promesas de préstamos del Banco Mundial y del BID y un préstamo de España, el final estaba a la vista ya que la economía argentina continuó deteriorándose. El malestar político produjo una fuga de capitales sobre los US\$ 5.500 millones en Marzo de 2001 y todas las agencias calificadoras de deuda degradaron las deudas argentinas devengadas y las colocaron en una lista para su exclusión permanente de los mercados de capitales.

En resumen, la caja de conversión finalmente fracasó en Argentina y el resultante colapso económico ha sido catastrófico –especialmente para aquellos residentes domésticos quienes, tal vez por razones de patriotismo o de orgullo nacional, no trasladaron sus depósitos a tierras extranjeras cuando lo pudieron hacer.

¿Existen lecciones en todo esto para el Ecuador? Pienso que sí las hay. La lección uno es que mientras más abierto sea un país a los *shocks* exógenos sobre su economía, menos hábil es para sobrevivir con el movimiento libre de fondos de capital al otro lado de sus fronteras. Todos los países, grandes o pequeños, dolarizados o no, deben tener legislación para controlar el ingreso y salida de capitales.

La lección dos es que la dolarización no es una panacea que resolverá todos los problemas macroeconómicos del país. En el actual sistema internacional de pagos, la dolarización convierte al riesgo cambiario en otros problemas cuyas implicancias son más difíciles de distinguir, especialmente si provocan un impulso temporal de corto plazo a la economía. El influjo inicial de capitales externos después de la dolarización bien puede crear una euforia engañosa, similar a la creación de burbujas en los mercados financieros domésticos de las economías desarrolladas, tan solo para terminar con una enfermedad desastrosa y usualmente fatal que se ha sido llamada como financiamiento Ponzi.

La lección tres es que los países más pequeños y más abiertos de la economía globalizada finalmente sufren más al consentir a las condiciones del Consenso de Washington. Urgía a estos países que se asocien y demanden al bloque del G-7 una “nueva arquitectura financiera” similar a la unión de compensación propuesta por Keynes en la Conferencia de Bretton Woods. He adaptado el plan de Keynes para enfrentar las condiciones de la economía de mercado del siglo 21¹⁵. Pero este es un tema para otra charla.

¹⁵ P. Davidson, *Financial Markets, Money and The Real World*, Cheltenham, Elgar, 2000., capítulos 13-14.

Bibliografía

- Bagehot W., *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London, William Clowes & Sons, 1873.
- Board of Governors, Federal Reserve System, *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*, 8th Edition, Washington D.C., 1994.
- Davidson P., *Financial Markets, Money and The Real World*, Cheltenham, Elgar Publishing, 2002.
- Skidelsky R., “Historical Reflections on Capital Movements” en *Capital Regulation: For and Against*, by R. Skidelsky, N. Lawson, J. Flemming, M.Desai, and P. Davidson, London Social Market Foundation, 1999.
- Soros G., *The Crisis of Global Capitalism*, Public Affairs Press, New York, 1998.

