



BANCO DE GUATEMALA

Documentos de Trabajo

CENTRAL BANK OF GUATEMALA

Working Papers

No. 52

**DOLARIZACIÓN EN GUATEMALA: ANÁLISIS Y
UNA PROPUESTA FORMAL***

Año 2001

Autor:

Julio Héctor Estrada Domínguez

*Trabajo ganador del 3er. lugar, reconocimiento otorgado por el Jurado Calificador del Certamen Permanente de Investigación sobre Temas de Interés para la Banca Central Dr. Manuel Noriega Morales, Edición XI





BANCO DE GUATEMALA

La serie de Documentos de Trabajo del Banco de Guatemala es una publicación que divulga los trabajos de investigación económica realizados por el personal del Banco Central o por personas ajenas a la institución, bajo encargo de la misma. El propósito de esta serie de documentos es aportar investigación técnica sobre temas relevantes, tratando de presentar nuevos puntos de vista que sirvan de análisis y discusión. Los Documentos de Trabajo contienen conclusiones de carácter preliminar, las cuales están sujetas a modificación, de conformidad con el intercambio de ideas y de la retroalimentación que reciban los autores.

La publicación de Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros de la Junta Monetaria del Banco de Guatemala. Por lo tanto, la metodología, el análisis y las conclusiones que dichos documentos contengan son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no necesariamente representan la opinión del Banco de Guatemala o de las autoridades de la institución.

*****©*****

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is a publication that contains economic research documents produced by the Central Bank staff or by external researchers, upon the Bank's request. The publication's purpose is to provide technical economic research about relevant topics, trying to present new points of view that can be used for analysis and discussion. Such working papers contain preliminary conclusions, which are subject to being modified according to the exchange of ideas, and to feedback provided to the authors.

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is not subject to previous approval by the Central Bank Board. Therefore, their methodologies, analysis and conclusions are of exclusive responsibility of their authors, and do not necessarily represent the opinion of either the Central Bank or its authorities.

DOLARIZACIÓN EN GUATEMALA: ANÁLISIS Y UNA PROPUESTA FORMAL

Julio Héctor Estrada D.*

INTRODUCCIÓN

Antes de comenzar a leer este trabajo, es importante sentar el tono correcto en el cual va a girar la discusión. Las palabras del renombrado economista Michael Gavin (1999) parecen encaminar la discusión por el sendero buscado: *“...a los economistas se les olvida con frecuencia, que el dinero no es lo primero ni lo más importante como herramienta de la política macroeconómica. Algo que se debe de manipular como algún cuadrante o una perilla en una caldera industrial. Cuando en realidad es algo que se debe utilizar por los negocios reales y por las personas reales para planear y realizar sus asuntos. La estabilidad monetaria es algo que se requiere para poder asegurarse que los negocios y los hogares puedan realizar sus planes y enfocar sus esfuerzos a tomar en cuenta los riesgos que tienen que tomar en cuenta. Pero, viéndose aliviados de riesgos que les son extraños, que no deberían de serles impuestos por virtud del hecho que siempre tienen que utilizar esta cosa que se llama dinero para hacer sus negocios...”*

El tema de la dolarización es un tema candente, un tema de moda, un tema controversial que hace 20 años casi hubiera ameritado el exilio obligado. Hoy en día ocupa muchas columnas de periódicos, revistas y publicaciones especializadas. Definitivamente han quedado atrás los años perdidos del ultra nacionalismo y los modelos de sustitución de importaciones. Lo

interesante es que parece ser que también le va llegando su hora de quedar atrás a los años de los tecnócratas y *Chicago Boys* en lo que respecta al tema monetario. Éstos últimos lograron realizar grandes reformas en diferentes ámbitos de la vida económica y acabaron con la planificación centralizada en casi todos los bienes y servicios, pero se guardaron al bien favorito de todos los economistas, el dinero. Es cierto que el dinero no es como cualquier otro bien, vale porque vale y es el tipo de propiedad privada más difundido. Pero le ha llegado su hora, hay que dejar ir al hijo predilecto. Los mejores tecnócratas han fallado con todas sus teorías monetarias y de *Fine Tuning*: explicaciones de los errores y del por qué se dieron, hay más que errores mismos. Este estudio muestra que no es que no haya economistas lo suficientemente buenos, sino que como sucede con la planificación económica, simplemente está fuera de su alcance. Por eso hay que dejar que el dinero, al igual que otros bienes, sea controlado por las fuerzas del mercado.

Cabe aclarar que se ha estructurado el estudio como una propuesta a favor de dolarización, y no como un estudio de viabilidad o factibilidad ortodoxo. La propuesta se va develando poco a poco conforme avanza la lectura y se va defendiendo y vendiendo a lo largo de todo el texto. La estructura en sí se divide en cuatro partes: justificación, explicación, análisis costo beneficio e implementación. El objetivo es que al terminar de leer el lector compre la idea. Esto no quiere decir que no se lleve a cabo un análisis exhaustivo, científico y honesto de los diferentes temas relevantes. Tal vez la diferencia principal con relación a

* Economista guatemalteco.

un estudio típico, es el hecho que en todo momento se sabe cual es la conclusión a la que llega el autor.

El primer capítulo explica por qué en los países en desarrollo los sistemas de banca central están condenados a fracasar casi por su naturaleza misma. También se pone en tela de juicio algunos de los principales paradigmas que sustentan la existencia de bancos centrales. Para poder entender los beneficios de un sistema dolarizado es preciso entender cómo funciona, y así poder evaluarlo como una alternativa positiva a la banca central. El capítulo II está dedicado a esto y en él también se explica porque la dolarización lleva a una libertad monetaria (libertad para utilizar la moneda que se quiera) y no a un sistema donde el monopolio pase del Banco de Guatemala a la Reserva Federal de Estados Unidos.

El capítulo III realiza un análisis de costo beneficio de un sistema dolarizado para el caso específico de Guatemala, comparado con el sistema actual. También se analizan los principales argumentos en contra de la

dolarización. El resultado del análisis no deja lugar a dudas en cuanto a la superioridad de la dolarización. El paso siguiente es determinar si Guatemala está en condiciones de llevar a cabo una dolarización y cuál ha de ser el camino a seguir. Por último, en el capítulo IV se definen los criterios para determinar si procede una dolarización y qué cambios hay que realizar y en qué secuencia. Al final de capítulo se incluye un cronograma de un proceso de dolarización en Guatemala.

En los últimos meses de este siglo, Guatemala se encuentra justo en medio del debate sobre la dolarización. Un debate cuyo fuego se ha visto avivado por los acontecimientos de la última década en la economía mundial, que han enviado a los economistas de vuelta a las mesas de dibujo. Ya es hora de considerar una vieja pero nueva alternativa como lo es la dolarización desapasionadamente. Con este estudio se busca hacer una contribución al hacer ver esa alternativa de una manera más clara y tangible.

CAPÍTULO I

UNA CRÍTICA AL SISTEMA DE BANCA CENTRAL EN PAÍSES EN DESARROLLO

I. UNA CRÍTICA AL SISTEMA DE BANCA CENTRAL EN PAÍSES EN DESARROLLO

El objetivo principal de este estudio es proponer un sistema monetario diferente al actual. Principalmente un cambio en la institución que tiene el monopolio en la emisión de moneda pero que ante todo posee discrecionalidad para afectar la base monetaria. Guatemala actualmente cuenta con un sistema típico de banca central, en el cual el Banco de Guatemala es 100% propiedad del gobierno, está separado del Ministerio de Finanzas y tiene por ley (y en sus objetivos) un alto grado de control discrecional y monopólico sobre la base monetaria.

En este capítulo se va a centrar el argumento en una crítica a la banca central como sistema monetario en general y más específicamente como sistema en países en

desarrollo. Haremos breve mención del desempeño del Banco de Guatemala y será incluido en varios ejemplos y descripciones que detallan por qué el sistema tiende a fracasar por su naturaleza misma. La crítica está centrada en la banca central en su función de proveedora de una moneda de buena calidad. Otras funciones de la banca central, como prestamista de última instancia, custodia de reservas, generadora de estadísticas, proveedora de empleo para economistas, etc. no son tratadas en este capítulo, aunque aparecen más adelante al momento de proponer un sistema monetario alternativo.

Es importante aclarar que cuando se hace referencia al Banco de Guatemala como ente dictador de políticas monetarias, se refiere a la Junta Monetaria y al Banco de Guatemala, sin especificar detalladamente cuál tiene jurisdicción sobre qué áreas y decisiones. La mayoría de bancos centrales en el mundo están estructurados de simi-

lar manera: un banco central con tecnócratas y una junta, comité o consejo, integrado por diversos funcionarios de turno, banqueros, abogados, académicos y otros.

El capítulo comienza con una reseña histórica sobre el origen de la banca central, con una breve descripción del desempeño de la misma alrededor del mundo. Al estar en esto se llega al desastre que ocurre tras el ocaso del sistema Bretton Woods y se ofrece un argumento institucional importante en contra de la banca central para explicar las diferencias entre países desarrollados y no desarrollados. A continuación, para medir el desempeño de la banca central, se definen las funciones principales del dinero y se analiza si se da su cumplimiento. Se desarrollan las dos características principales que una moneda sana debe tener (estabilidad y credibilidad), luego se establece la relación entre credibilidad y tipo de cambio. Se describen los principales regímenes de tipo de cambio y se profundiza en las debilidades de los regímenes con flexibilidad y política monetaria. Siguiendo sobre los problemas de flexibilidad se hace un análisis de los dos principales argumentos a favor de la flexibilidad en la política monetaria. Para terminar, se ofrecen algunos argumentos teóricos de diferentes escuelas económicas, en contra del sistema de banca central, más específicamente uno con discrecionalidad en su accionar.

A) RESEÑA HISTÓRICA

1) Breve historia de la banca central y su desempeño

La figura de un banco central con el monopolio de emisión monetaria es una idea tan arraigada al pensamiento moderno, que para la mayoría, supuestamente, estos han existido desde que existe la humanidad. Sin embargo, en realidad, es un invento relativamente moderno. Se puede decir que el primer banco central fundado fue el Banco de Inglaterra, en 1844, año en el cual por un decreto real pasa a tener el monopolio en la emisión de billetes (papel moneda). Hasta ese año en Inglaterra se daba una libre emisión de billetes («free banking», con alrededor de 300 bancos emitiendo moneda), que según la influencia de las ideas de algunos economistas debía regularse y parecía más fácil regular a un solo banco, que a varios bancos. Otros países siguieron el ejemplo inglés suponiendo que Inglaterra había desarrollado el sistema financiero más sofisticado del

mundo en ese momento, debido a su banco central, aunque no había de eso ninguna evidencia científica ni académica. Así, Alemania funda su banco central en 1875, Japón en 1882 y los Estados Unidos en 1914. En sí la idea únicamente alcanzó aceptación y práctica generalizada alrededor del mundo en la década de 1920 a 1930, años en los que la mayoría de los países independientes del mundo establecen sus propios bancos centrales (en esa época la mayoría de países en desarrollo eran aún colonias en Africa, Asia y Oceanía). En nuestro país se funda el Banco Central de Guatemala en 1926. Todos creados con la intención de ser instituciones a cargo de la emisión monetaria con alta independencia del gobierno central. En los años sesenta y setenta, al hacerse independientes la mayoría de países africanos y asiáticos, mantuvieron por algún tiempo sus monedas atadas al país del cual eran colonia (principalmente Inglaterra y Francia) pero eventualmente también fundaron cada uno su propio banco central. Hoy en día casi todos los países en desarrollo cuentan con un banco central propio. En cierta forma tener una moneda propia se convirtió en un símbolo de autonomía y libertad.¹

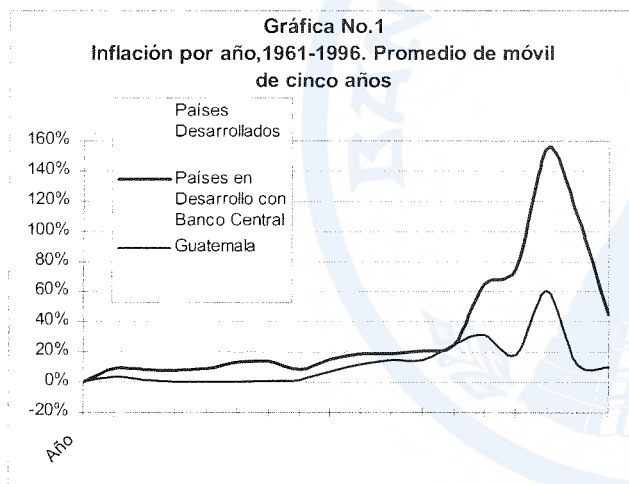
Hasta la segunda guerra mundial los bancos se regían por el patrón oro.² En esos tiempos un quetzal equivalía a

¹ Algo así como tener un parlamento o corte suprema de justicia, o llevándolo un poco más lejos, es como producir sus propios automóviles y tener una industria lechera propia. Muchas aberraciones económicas se han cometido bajo los conceptos de nacionalismo, a veces ser el productor de un producto propio puede ser un lujo demasiado grande para un país. En el pensamiento económico hoy en día sí hay un consenso en cuanto el problema de poner barreras al comercio e intentar producir un bien para el cual no se tiene ventaja competitiva. Donde el consenso no ha llegado es a considerar el dinero como otro bien más en la economía, un bien con características específicas muy particulares, sí, pero en el fondo un bien con valor subjetivo como cualquier otro. Y como cualquier otro bien someterlo al mismo tipo de competencia, evaluar su competitividad y tal vez hasta renunciar a su producción en pos de otros bienes para los que se sea más competitivo: dejar que el dinero se importe como se importan automóviles, teléfonos celulares o servicios de consultoría (Barro, 1999).

² Bajo el patrón oro el dinero se parece mucho a un vale. En teoría, en los tiempos del patrón oro uno podía ir al banco central y cambiar su billete por oro. Cada billete funciona como un contrato en el cual el banco central se compromete a entregar una determinada cantidad de oro al portador del billete, de acuerdo al valor nominal estipulado en el mismo. La ventaja que tenía el patrón oro es que ponía una restricción natural al crecimiento de la base monetaria, el cual no podía ser superior al crecimiento en las reservas de oro. Estas podían obtenerse por el descubrimiento de nuevos yacimientos de oro, o como normalmente ocurría (dado que no se pueden descubrir yacimientos según las necesidades de uno), a través de un superávit en la balanza de pagos.

un gramo de oro. Después de la segunda guerra mundial se estableció el sistema Bretton Woods³, que de una manera indirecta mantenía la relación con el oro, a través del dólar de los Estados Unidos.

El desempeño de los bancos centrales de países en desarrollo comparado con el de los países desarrollados hasta el año de 1973, en que termina de colapsar el sistema Bretton Woods, es similar, o podría decirse igual de malo (con algunas excepciones impresionantes como Brasil). Pero de ahí en adelante se da un cambio radical y aún hoy en día hay una diferencia importante. A pesar de que podría decirse que después de una mala década de los años setenta, un desastre total en los años ochenta, los años noventa han sido de mejor desempeño, sobre todo en los países en desarrollo en Asia y Latinoamérica. Este fenómeno puede observarse en la gráfica número 1.



2) Una explicación para la diferencia en el desempeño de la banca central después del colapso del sistema Bretton Woods

Una explicación que el autor de este texto sugiere para la diferencia de desempeño, es la diferencia en desarrollo

³ En muy pocas palabras, el sistema Bretton Woods funcionaba de la siguiente manera: cada país establecía un tipo de cambio fijo de su moneda con el dólar de los EEUU, que a su vez mantenía un tipo de cambio fijo con el oro, por lo que indirectamente cada país al tener reservas en dólares, era como si tuviera reservas en oro que, en teoría, podía demandar de la Reserva Federal de EEUU, a una tasa fija preestablecida. Para lidiar con problemas que pudieran darse en la balanza de pagos de los diferentes países se fundó el Fondo Monetario Internacional (FMI), (Cole, 1988).

económico, y principalmente institucional, al momento en que desaparece la disciplina y restricción rígida y sencilla impuesta por el sistema Bretton Woods.

Bajo el sistema monetario de Bretton Woods, un banco central que cometía errores en el manejo de la política monetaria, inmediatamente sufría las consecuencias en la balanza de pagos. La ecuación era una, y muy sencilla; si se quiere aumentar la base monetaria para fomentar el crecimiento de la economía, hay que tener un superávit en la cuenta corriente o un superávit en la cuenta de capital (muchas veces a través de préstamos del Banco Mundial y cía.). Un déficit del gobierno financiado con emisión monetaria tiene un resultado inmediato en las reservas internacionales. Si el problema es muy grande la única salida es una devaluación (el sistema no funcionaba siempre bien porque aparecían instituciones como el FMI que les prestaba a los gobiernos aunque crónicamente tuvieran problemas en la balanza de pagos).

Al sucumbir el sistema Bretton Woods, a principios de los años setenta, la mayoría de los gobiernos de países desarrollados también cayeron ante la tentación de la inflación. Tuvieron inflaciones de dos dígitos, e incluso los primeros en tener una inflación más alta fueron los países desarrollados. Los países en desarrollo siguieron sus pasos únicamente algunos años después. Lo que pasó en los países desarrollados fue que éstos en ese momento tenían instituciones mucho más avanzadas, en resumen: derechos de propiedad más sólidos, sistemas financieros más avanzados y accesibles a la mayoría de la población, estructuras fiscales más profundas, democracias más estables (con niveles de educación mucho más altos) y gobiernos más transparentes. Es por eso que la reacción de la población ante el aumento de la inflación fue clara y definitiva. En pocas palabras, sus gobiernos (a través de un balance de poder mucho más limitado dado su mayor avance en el desarrollo de sus instituciones) fueron frenados más rápido ante la mala disciplina monetaria, para la cual ya no había más restricción que la simple discreción de los funcionarios de turno.

Kurt Schuler en su obra «Should Developing Countries have Central Banks» (1996, pp.46-47) señala que las diferencias en riqueza financiera también pueden ser una explicación para las diferencias entre países desarrollados y países en desarrollo con banca central. En la ausencia

de una restricción externa como lo es el patrón oro o semi-oro, la influencia política de la riqueza financiera se vuelve más decisiva. Los bancos centrales son menos dominantes en los sistemas financieros de países desarrollados que en los de países en desarrollo (Fry, 1995, pp. 1-3). Al ser más dominante en el mercado, el banco central obtiene mayores ganancias de políticas inflacionarias. Por ejemplo, una inflación mayor a la esperada reduce el verdadero valor de la deuda interna, lo que beneficia al gobierno central y afecta a los acreedores privados. Los países desarrollados cuentan con millones de acreedores privados a través de sus depósitos en bancos, acciones, bonos, pensiones y pólizas de seguro. Como individuos puede que no sean capaces de organizar un cabildeo efectivo, porque muchas personas serían «free riders» aprovechando los beneficios sin compartir los costos del cabildeo. Pero, las instituciones financieras de propiedad privada son tan pocas como para superar el efecto de «free rider» y poder invertir una buena cantidad de dinero para cabildar en contra de políticas inflacionarias. Las instituciones financieras a menudo favorecen una moneda de alta calidad porque reduce los riesgos de un inesperado cambio en tasas de interés, tipo de cambio, y de regulaciones que les causan pérdidas.

Es debido a la limitación de poder más establecida, que los bancos centrales de estos países pudieron desarrollarse más independientemente y crear dinero de mejor calidad. Y con el tiempo desarrollaron credibilidad dentro y fuera de sus países.

En el otro extremo está el caso de los países en desarrollo, que una vez removidas las limitaciones que imponía el patrón oro primero y después el sistema Bretton Woods, no poseían el balance de poder que pudiera limitar al gobierno. Muchos de los países en desarrollo ni siquiera tenían democracias, y varios eran terreno de combate de la guerra fría. Sufrían golpes de estado constantes y la población estaba más entretenida con la política que con la economía. El banco central ejercía una influencia dominante sobre el sistema financiero privado. La mayoría de sus instituciones eran débiles o en proceso de formación y, por lo mismo, evitar la manipulación de la emisión monetaria por parte del gobierno era imposible.

El resultado fue terrible y visible en la Gráfica 1 (como en todo, hay excepciones, como Malasia y algunos

pocos más). El problema es que el mayor daño hecho a la moneda es en su credibilidad, tanto local como internacional. De ahí que para que una moneda de un país en desarrollo gane credibilidad, local e internacionalmente, es muy difícil que lo logre a través de un sistema de banca central, porque la calidad e independencia de éste dependen mucho de otras instituciones que toma mucho tiempo desarrollar. Ese tiempo que les tomó a los países desarrollados la evolución de sus instituciones transcurrió durante el tiempo que aún existían limitaciones físicas (patrón oro) o formales (Bretton Woods) que no les permitía injerir en la base monetaria sin consecuencias inmediatas. Con un sistema monetario como el actual pero a finales del siglo XIX, es una posibilidad el hecho que a los países de Europa Occidental les hubiera tomado mucho más trabajo crecer y salir de la pobreza.

Borrar las huellas de años muy malos toma mucho tiempo. Tiempo que tal vez resulta demasiado caro para países con tan grandes necesidades de una buena moneda que les facilite a sus ciudadanos el acceso a más capital tanto local como internacionalmente. Un costo muy alto si se toma en consideración que hay otras alternativas.

B) LAS LIMITACIONES DE LA BANCA CENTRAL

La razón principal de existir de un banco central es crear una moneda nacional de buena calidad, por lo mismo se podría decir que el éxito de un banco central se mide sobre la base de la calidad de dinero que es capaz de producir. El dinero cumple tres funciones básicas en la economía. El dinero que la banca central crea tiene que llenar esas funciones de la mejor manera posible, si el caso es éste, entonces se puede decir que el desempeño de la banca es bueno.

1) La función principal de la banca central: Crear dinero de buena calidad

Las funciones básicas del dinero son tres: medio de intercambio, reserva de valor y unidad de cuenta. Una moneda sana realiza estas tres funciones satisfactoriamente y por consiguiente permite un intercambio descentralizado eficiente. Sin una moneda sana el intercambio descentralizado no puede alcanzar su máximo potencial. Una moneda que sufre mucha inflación reduce

la eficiencia del intercambio descentralizado⁴ y consecuentemente la funcionalidad de una economía de libre mercado.

Al igual que muchas otras monedas de países en desarrollo, el quetzal no es una moneda muy sana, y no llena del todo satisfactoriamente las tres funciones descritas con anterioridad. Primero que todo, no es aceptada más allá de dos kilómetros afuera de las fronteras de Guatemala, lo cual resulta un obstáculo para el comercio. Y ni siquiera en Miami, capital de Latinoamérica y por donde pasa el mayor volumen de comercio guatemalteco, es posible encontrar un banco que le cambie a uno quetzales por alguna otra moneda. Comparemos esto con el caso del peso Argentino, una moneda que hasta antes de la convertibilidad no se podía encontrar en ningún lugar del mundo. Hoy en día un turista argentino puede cambiar sus pesos argentinos a francos suizos en el UBS en Zurich.⁵

Segundo, y tal vez su debilidad más grande, es su función como reserva de valor. El quetzal no sufre hoy en día de una inflación desmedida aunque aún está por encima de la inflación promedio de los países de la OECD. Pero ha tenido tres años con una inflación superior al 20% (1985, 1989 y 1990) y devaluaciones de casi 100% en un solo año (1990).⁶ Esto, sumado al mal desempeño crónico de vecinos como México, Nicaragua o Venezuela y en sí a un mal generalizado en toda Latinoamérica, contribuye a que el ciudadano guatemalteco no confíe en el quetzal. Y tal vez si durante veinte años el Banco de Guatemala tuviera un desempeño tan bueno como el del Banco Central de Nueva Zelanda, entonces la gente iría olvidando los malos ratos y guardando su dinero en quetzales, como vimos que empezaba a ser la tendencia a finales de esta década. Sin embargo a la menor señal de una devaluación (como se dio en agosto de 1998), todo el mundo corre a cambiar sus quetzales por dólares, con la consiguiente

devaluación superior a un 10% en sólo tres meses. El que puede, escoge el dólar como moneda predilecta de reserva de valor. Otros, lo que hacen es comprar bienes inmuebles, y otros, bienes duraderos cuyo valor no es afectado por la inflación. Y los de menor poder adquisitivo mejor se gastan el dinero que reciben de una sola vez, a modo de prevenirse de una devaluación sorpresiva que les haga perder sus pocos ahorros, actitud que tiene un impacto negativo en la tasa general de ahorro.

En cuanto al tercer aspecto, la moneda que se utiliza como unidad de cuenta es la moneda en la cual se hacen los contratos e intercambios comerciales. Como unidad de cuenta en transacciones de tamaño menor y contratos de corta duración, el quetzal cumple su función razonablemente. Como nunca ha sufrido de una hiperinflación el tipo de cambio aún se mantiene sin ceros adicionales, por lo que el guatemalteco típico mide su trabajo en unidades de quetzal y evalúa intercambios en términos de quetzales sin que usar esa unidad le cause algún obstáculo adicional. Pero en transacciones grandes (como adquirir carros o inmuebles), contratos a largo plazo y comerciales a nivel internacional la unidad de cuenta utilizada es el U.S. dólar. En conclusión: la función de unidad de cuenta es cumplida únicamente en forma parcial por el quetzal.

En pocas palabras, el quetzal no cumple satisfactoriamente ninguna de las tres funciones de una moneda sana.

2) Estabilidad y credibilidad, objetivos incompatibles con la discrecionalidad

La estabilidad y credibilidad son la base, la esencia que permite que una moneda pueda cumplir con sus tres funciones de medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor.

La utilidad de una moneda como unidad de cuenta depende de su estabilidad. La estabilidad significa que la inflación anual actual es baja, normalmente de un solo dígito. Credibilidad significa que el emisor de la moneda transmite confianza en que mantendrá la inflación futura baja. En cierta forma la credibilidad es en sí un reflejo de las expectativas futuras de inflación proyectadas en el presente. La utilidad de una moneda como reserva de valor depende de su credibilidad.

⁴ En casos extremos de hiperinflación se ha visto cómo las personas empiezan a usar el trueque como medio de intercambio, en casos menos agudos las personas utilizan otra moneda o se ven obligados a usar contratos más complejos y otros medios de protección legal.

⁵ El autor de este texto laboró por un tiempo en un banco norteamericano en Zurich. Esta afirmación viene de su experiencia personal.

⁶ Banco de Guatemala, Estadísticas Económicas (<http://www.banguat.gob.gt>, página web del Banco de Guatemala, 1999)

Muchos bancos centrales han alcanzado estabilidad en los últimos años a través de medidas de ajuste, siendo uno de estos bancos el Banco de Guatemala. Lo que pasa es que alcanzar la credibilidad es bastante más difícil que la estabilidad, porque para proyectar el futuro la gente incluye factores como el desempeño a lo largo de varios años, el entorno político que permite estabilidad en el momento, y la posibilidad de que ese entorno político cambie (y con él la estabilidad actual). Hoy en día, en tiempos de globalización el desempeño de otros países vecinos y hasta de países lejanos (como en la reciente crisis asiática) influye en la credibilidad. En general, a los bancos centrales alrededor del mundo les cuesta mucho alcanzar credibilidad, pero en los países en desarrollo esto es aún más difícil porque en su mayoría experimentan mucha presión inflacionaria por parte del gobierno. Se puede decir que en esta última década esta tendencia ha cambiado, ya que en los últimos años una inflación baja se ha vuelto un objetivo político bastante importante. El cambio más fuerte en la tendencia se ha dado en Latinoamérica. El problema es que el desempeño hasta esta década había sido muy malo.

La falta de credibilidad contribuye a una alta inflación y altas tasas de interés. Las empresas y los individuos ponen precios a sus bienes y servicios, con la perspectiva de que la inflación va a ser de determinado nivel. Si un año es alta los precios suben muy de prisa y luego bajan menos de prisa, esto aumenta las presiones de los trabajadores del Estado a aumentar sus salarios, lo cual aumenta los gastos del Estado, quien a su vez para cuadrar sus cuentas según las expectativas de la gente termina con el déficit que la gente esperaba. El Estado podría terminar con menos déficit que lo esperado pero esto lo alcanzaría únicamente con una reducción real en su gasto. Esto es algo que muy rara vez se da. Sin embargo la dificultad más grande que la credibilidad pone ante sistemas de banca central es en su interacción con el tipo de cambio.

Una proposición muy bien conocida de política cambiaria indica que de los tres objetivos más comúnmente perseguidos por la política cambiaria, estabilidad externa (tipo de cambio estable), estabilidad interna (masa monetaria estable) y apertura (convertibilidad para transacciones en cuenta corriente y de capital), solamente es posible alcanzar dos consistentemente y simultáneamente, pero no tres (Schuler, 1999). La proposición tiene una larga historia: Jacob Viner (1937, p.287) sugiere que ha

sido conocida al menos desde los tiempos del economista y miembro del Parlamento George Poulllet Scrope (1833, pp.41,2). Trabajos posteriores han sido realizados por Pascal Salin (1982, pp. 11,174). Tratar de alcanzar los tres objetivos simultáneamente es posible en el corto plazo pero no consistentemente al largo plazo. Sin embargo la discrecionalidad de los bancos prácticamente es justificada con el fin de alcanzar los tres objetivos simultáneamente.

En la reciente crisis asiática, de las mayores economías de la región únicamente dos superaron la crisis sin devaluar: Hong Kong y China. Ambas con una política cambiaria consistente y con solo dos objetivos específicos. Hong Kong tiene una caja de convertibilidad, que le obliga a tener un tipo de cambio fijo. Ni el gobierno ni ninguna autoridad pueden influir la base monetaria; ésta depende únicamente de la balanza de pagos. Por lo tanto la política cambiaria de Hong Kong está comprometida únicamente con dos objetivos, estabilidad externa (o sea un tipo de cambio fijo permanente) y apertura o convertibilidad plena (todo mundo es libre de cambiar todo el dinero que quiera para el uso que quiera a la tasa establecida).

Por el otro lado está China, que a pesar de tener una serie de problemas internos tampoco se vio obligada a devaluar. China persigue únicamente dos objetivos: estabilidad externa y estabilidad interna. El gobierno chino no persigue apertura. Tiene un complejo sistema de control de cambios y por lo mismo no hay convertibilidad plena. Tiene lo que se denomina un tipo de cambio dictatorial.

No se busca defender un régimen de tipo de cambio que utilice controles de cambio, porque éste muy probablemente esté empeorando el nivel de vida de las personas del país que los utiliza. Lo que se busca defender es la consistencia en la persecución de objetivos.

Por presiones políticas y para justificar su razón de ser muchos bancos buscan alcanzar tres objetivos simultáneamente, poniendo en riesgo la estabilidad de largo plazo y las reservas internacionales del país.

3) La credibilidad y el tipo de cambio

La credibilidad, el tipo de cambio, la inflación y la tasa de interés interactúan de una manera compleja y paradójica. De tal forma que sin un nivel altísimo de

credibilidad una economía no puede tener una baja inflación y un tipo de cambio estable al mismo tiempo. Y a la vez altos niveles de inflación y un tipo de cambio inestable merman la credibilidad del sistema monetario. Hay dos regímenes básicos de tipo de cambio con flexibilidad. Un tipo de cambio fijo es constante en la actualidad con relación a la moneda de reserva, pero no conlleva ningún tipo de garantía verosímil a largo plazo de que permanecerá a la tasa actual. Países ejemplo de tipo de cambio fijo: El Salvador, Brasil. El segundo régimen es un tipo de cambio flotante, este no mantiene ninguna relación constante con la moneda de reserva. Países ejemplo: Nueva Zelanda, Suiza.⁷

Adicionalmente hay sistemas de tipo de cambio sin flexibilidad, en los que el tipo de cambio es permanente, o, en caso la autoridad monetaria pueda alterar su valor en emergencias entonces la autoridad monetaria debe seguir reglas bien definidas conocidas por el público con anticipación. Países ejemplo: Panamá (1 Balboa por 1 dólar), Hong Kong, Francia, Alemania y todos los países de la zona EURO.⁸

i) Sistemas de tipo de cambio con flexibilidad

Bajo flexibilidad se entiende que está en las manos del banco central el manejo de la política monetaria. El banco central puede hacer cambios a la base monetaria, los niveles de reserva, las tasas de interés o el tipo de cambio con base en decisiones discrecionales, aunque estas estén enmarcadas en algún tipo de reglamento interno o marco de políticas.

a) Tipo de cambio fijo (con flexibilidad)

Un banco central típico no puede mantener un tipo de cambio fijo verdadero porque carece de credibilidad

⁷ Como se dijo antes, estos son los dos tipos básicos de régimen cambiario con flexibilidad, hay varios regímenes que combinan características de fijo y flotante. Como la flotación sucia o los tipos flexibles con bandas de fluctuación, o los fijos deslizantes con tasas de devaluación preestablecidas. De éstas tal vez el que más se asemeja al que Guatemala practica es el de flotación sucia. En adelante vamos a centrar nuestra explicación en los dos principales sistemas de tipo de cambio y sus diferencias. Las mezclas de sistema suelen más que todo hacer los sistemas aún más inconsistentes.

⁸ De forma similar podría decirse que los estados de la unión americana cuentan con un tipo de cambio fijo entre sí, o por lo menos los Seis Bancos en que se divide la Reserva Federal y que tienen el monopolio de creación de dinero.

suficiente. Cuando un banco declara que estará manteniendo un tipo de cambio fijo no se le puede creer, porque las reglas monetarias de un tipo de cambio fijo entran en conflicto con el mismo poder de la discrecionalidad en la política monetaria.

El principal objetivo de un régimen de tipo de cambio fijo es ofrecer restricciones presupuestarias duras creíbles. (Una restricción presupuestaria dura significa que un agente económico no puede gastarse más que sus ingresos más lo que pueda prestar en mercados de crédito no subsidiados. El opuesto es una restricción presupuestaria suave, donde un agente económico recibe subsidios y por eso puede gastarse más de lo que recibe.) La mayoría de agentes económicos desconfían del gobierno y de su poder para mantener el valor de la moneda, porque saben que al haber déficit presupuestarios constantes, el gobierno no podrá controlar la inflación y esto desembocará en una devaluación. Por eso una restricción presupuestaria dura, como la impuesta por un tipo de cambio fijo, debiera ganarle credibilidad al gobierno. Pero en la práctica, un tipo de cambio fijo es típicamente un tipo de cambio «devaluable», involucrando devaluaciones o controles de cambio para poder acomodar restricciones presupuestarias suaves. La tendencia a depreciar tiene consecuencias perversas, que fueron mencionadas brevemente en la sección sobre las funciones del dinero. Como compensación para el riesgo percibido de una devaluación, en un tipo de cambio fijo, prestamistas y depositantes demandan una tasa de interés real más alta que la que existiría bajo un tipo de cambio fijo sin flexibilidad, o sea sin banco central (Walters, 1990). Puede tomar años para que un banco central desarrolle credibilidad en un tipo de cambio rígido fijo. En el ínterin las tasas de interés reales altas tienen un costo muy alto para la economía de un país. Costos que afectan especialmente a industrias intensivas en capital y a exportadores que tienen que competir con otros productores en países con sistemas monetarios que gozan de más credibilidad. Y en este tiempo los gobiernos por su naturaleza cortoplacista pierden la paciencia y dejan de respetar las reglas que permitirían al sistema ganar credibilidad⁹.

b) Tipo de cambio flotante

En el caso del tipo de cambio flotante la banca central enfrenta otra encrucijada similar. El tipo de cambio flotante no impone ningún tipo de restricción dura al

presupuesto del gobierno que lo aleje de la tentación de la inflación y las consideraciones cortoplacistas. Desde principios de los años ochenta, varios bancos centrales en países desarrollados han logrado alcanzar los objetivos de baja inflación, bajas tasas de interés, tipos de cambio flotantes, y absoluta convertibilidad, pero casi ningún banco en países en desarrollo ha logrado esto. En sí, lo que han tenido estos bancos a su favor ha sido credibilidad. Una explicación a este fenómeno podría ser la ofrecida en la sección que explica la diferencia de desempeño después del ocaso del sistema Bretton Woods.

Si bien una banca central necesita de poca credibilidad para operar un tipo de cambio flotante, necesita de mucha credibilidad para combinarlo con baja inflación y bajas tasas de interés. Si la credibilidad es baja, las tasas de interés también serán altas, aunque tal vez no tan altas como con el tipo de cambio fijo.¹⁰ Al igual que con el tipo de cambio fijo, los tipos de cambio flotantes son acompañados de altas tasas de interés. Este régimen cambiario tampoco conlleva ninguna restricción presupuestaria dura para el gobierno y tampoco es capaz de generar credibilidad en el corto plazo, únicamente después de años de buen manejo.

Otro problema del tipo de cambio flotante en países pequeños como Guatemala es que dado el bajo nivel de credibilidad del que goza la moneda, ya los agentes económicos están muy adentrados en un proceso de indexación de precios en términos de la moneda de reserva. De ahí se da que movimientos en el tipo de cambio naturales a un sistema flotante de tipo de cambio, tengan

efectos inflacionarios casi inmediatos, causando presión en las autoridades por evitar los movimientos en el tipo de cambio para alcanzar sus metas trazadas de inflación. Sacrificando muchas veces tasas de interés y crecimiento y algunas veces paran poniéndose en la mira de especuladores listos para hacer una ganancia jugosa atacando la moneda.

Adicionalmente se considera poco recomendable para un país tan pequeño el utilizar un tipo de cambio flotante. Ya Robert Mundell en su obra sobre zonas monetarias óptimas, (*optimum currency zones*)(1961,pp.657-665), definía los criterios que debieran cumplirse en una economía¹¹, país o región, para que fuera conveniente tener un tipo de cambio flotante: (1) debe existir un mercado de futuros líquido donde las empresas e individuos puedan cubrir sus riesgos cambiarios; (2) los bancos centrales evitarán especulación monopolística; (3) se mantendrá la disciplina monetaria ante la amenaza de una devaluación incesante, así como es mantenida bajo un tipo de cambio fijo por la amenaza de pérdidas en los niveles de reservas; (4) se puede proveer de protección razonable a deudores y acreedores a modo de mantener movimientos de capital de largo plazo; (5) los sueldos y utilidades no están atados a un índice de precios en el cual las importaciones reciban una ponderación muy alta (en el caso de Guatemala y otras economías inestables, la indexación se da en forma espontánea). Como podemos ver, desde un punto de vista teórico, no conviene a economías pequeñas como la nuestra un tipo de cambio flotante. De los cinco puntos que menciona Mundell no se cumple ni uno solo. De ahí que nuestras autoridades se enfoquen en un tipo de cambio de flotación sucia, con los problemas de inconsistencia que este sistema implica. El tema de la flexibilidad en el tipo de cambio y su razón de ser será tratado en una sección específica más adelante.

ii) Sistemas de tipo de cambio sin flexibilidad

En este régimen el tipo de cambio es permanentemente fijo y la autoridad monetaria puede alterarlo únicamente en caso de emergencia y según reglas preestablecidas y conocidas por todo el mundo con

⁹ El caso de los últimos años del Banco de Guatemala es un clarísimo ejemplo de este fenómeno (aún cuando ha mantenido un tipo de cambio semi flexible). Años con una tasa real de interés altísima, en los primeros años después de la fuerte devaluación de 1990 hasta más de 10% encima de la Prime Rate. La credibilidad va mejorando y las expectativas también, al mismo tiempo la tasa de interés va bajando, hasta que en un momento dado se vuelve a perder la credibilidad como sucedió a finales de 1998, y suben de nuevo las tasas de interés. La alternativa para el banco central podría haber sido imponer controles de cambio, como se hizo en 1980 - 85, aunque eso hubiera significado sacrificar el objetivo de apertura, sacrificando la convertibilidad que es otra característica de un dinero de buena calidad.

¹⁰ En economías medianas o grandes el incentivo de los especuladores para estar atacando y probando el sistema es menor que con un tipo de cambio fijo (con flexibilidad), porque el banco central no tiene que defender ninguna posición y por lo mismo no tienen la opción tan grande de obtener ganancias de la banca central.

¹¹ El pensamiento económico dio muchas vueltas en contra de las ideas de Robert Mundell para terminar regresando al mismo concepto pero cuatro décadas más tarde y de paso, otorgarle el Premio Nobel.

anticipación. No está abierto a juegos políticos ni a consideraciones de ese tipo. Generalmente se logra establecer un tipo de cambio fijo cuando el monopolio de la emisión de moneda se le quita al banco central, así como la discrecionalidad para influir en la base monetaria. La balanza de pagos es la que determina la base monetaria. Un tipo de cambio fijo genera certeza y credibilidad por sus garantías de largo plazo. Mientras más garantías de largo plazo ofrezca, más credibilidad tendrá. De ahí que un currency board tiene cierta credibilidad de acuerdo a las garantías que protejan su funcionamiento, como artículos constitucionales o leyes específicas. Aún así un sistema de currency board siempre puede ser abandonado o modificado y, al igual que otros sistemas, gana credibilidad con el paso del tiempo, aunque alcanza mucha más credibilidad en el corto plazo. La dolarización es otro mecanismo para establecer un tipo de cambio fijo, como es el caso de Panamá o los países de la zona EURO. En este caso se alcanza aún más credibilidad debido a que una vez instaurado es más difícil de dar marcha atrás que en la caja de conversión. Un tipo de cambio fijo también impone una restricción presupuestaria dura al gobierno, pues este no puede gastarse más de lo que logre captar con sus impuestos y lo que logre conseguir prestado local e internacionalmente, compitiendo con otros agentes del mercado por los fondos.

Más credibilidad implica tasas de interés e inflación más bajas. Los beneficios específicos de la dolarización tienen un capítulo específico asignado más adelante en este trabajo.

4) La flexibilidad y su efecto negativo en el sistema financiero

Otro de los grandes problemas que conlleva el sistema de Banca Central con flexibilidad es un sistema financiero más débil y pequeño. Este problema también tiene su origen en la posibilidad de devaluar y los efectos que eso tiene sobre una economía pequeña.

Pongámonos en los pies de una persona racional que vive en un país pequeño como Guatemala, sujeto a fluctuaciones fuertes en los términos de intercambio. Según la teoría, el tipo de cambio tiene que moverse con los términos de intercambio. En palabras simples, al caerse los términos de intercambio debido a, por ejemplo, una caída en los precios del café, se tiene que dar una

devaluación de la moneda. Y viceversa, si suben los términos de intercambio debiera darse una revaluación de la moneda. El problema de este enfoque teórico, es que no toma en cuenta el impacto que las devaluaciones tienen en el valor de los activos financieros, pero el individuo racional sí. Él sabe que cuando se caiga el precio del café no sólo se va a caer su ingreso sino también el valor de sus ahorros, justo en el momento que más los necesita para compensar su ingreso. El efecto se magnifica mientras más indexada está la economía, porque al ser una economía pequeña con pocos sustitutos para un gran número de importaciones, las expectativas de poder de compra de una persona están basadas en dólares. El resultado es que el individuo racional, y en este tipo de cosas todos son racionales, prefiere ahorrar en dólares, con consecuencias perversas para el sistema financiero¹². Primera consecuencia perversa, la persona demanda tasas de interés locales más altas para compensar el riesgo de devaluación. Se tiene una prima por riesgo de devaluación (que no es lo mismo que la compensación por la inflación esperada, es adicional). Pero esta consecuencia no es la más nociva al sistema financiero aunque sí tiende a hacer al sistema financiero local menos competitivo.

Segunda y más perversa consecuencia, la persona que ahorra en quetzales ahorra a corto plazo. El ahorro a largo plazo en moneda nacional prácticamente no existe. La consecuencia de este fenómeno, es que tanto empresas como entidades financieras están constantemente operando con descalses de vencimiento si quieren invertir o prestar a mediano o largo plazo. La alternativa a operar con descalses de vencimiento es utilizar financiamiento en dólares o en otra moneda fuerte, pero esto a su vez motiva que se incurra en un importante riesgo cambiario que también se podría llamar un descalce de moneda. Por lo tanto, las empresas o los intermediarios financieros están constantemente condenados a conllevar uno u otro riesgo y para colmo de males en el medio nacional no existe ningún tipo de instrumento financiero o derivativo que se pueda utilizar para compensar el mismo (hedging). Los sucesos ocurridos a lo largo de 1998 y 1999 en Guatemala, son un ejemplo muy claro de lo que puede ocurrir debido a estos descalses. Varias empresas y financieras

¹² Roberto Hausman (1999), economista jefe del BID, llama a este fenómeno el pecado original. Porque condena al sistema financiero por algo que no tiene nada que ver con su buen o mal proceder.

quebraron porque su modus operandi era captar a corto plazo dinero de pequeños inversionistas para prestar a largo plazo a proyectos productivos o de construcción, con la idea de recolocar cada inversión nuevamente conforme fuera venciendo. En un momento dado la gente simplemente no quiso volver a invertir, sin importar a que tasa, y empresas buenas y hasta entonces solventes tuvieron que ir a la quiebra. Otro grupo de empresas está en serios problemas debido a sus altos pasivos en dólares y tienen una buena parte de sus ingresos en quetzales. Quien también cae en esta categoría es el gobierno, cuyos pasivos están más del 70% en dólares y que ahora tiene que utilizar un porcentaje mayor de su presupuesto para darle mantenimiento a su deuda.

La tercera consecuencia perversa es menos ahorro más reducido y por lo tanto un sistema financiero más pequeño. Desdichadamente es más fácil hacer un depósito en un banco de Estados Unidos que pedir un crédito en un banco de Estados Unidos. Se tiene una fuga de ahorro, que se suma a la ya baja tasa de ahorro nacional. En un estudio reciente elaborado por el BID (Stein et al, 1999) se llevó a cabo un cálculo del tamaño del sistema financiero en relación al tamaño de la economía en los diferentes países centroamericanos. El cálculo utilizado es el tamaño de M2 /PIB.

Los dos países que cuentan con un tipo de cambio fijo: Panamá y Belice tienen sistemas financieros mucho más grandes que el resto de los países de Centro América. Más interesante aún es el hecho que la diferencia era menor en los años en que todos contaban con tipos de cambio fijo (1975-1980). Esto conlleva una clara implicación del efecto negativo que la posibilidad de devaluar tiene sobre el tamaño del sistema financiero.

Se han analizado tres consecuencias negativas importantes que un sistema de tipo de cambio con la posibilidad de devaluar tiene sobre el sistema financiero. La posibilidad de devaluar es una de las justificaciones más importantes de la existencia de un banco central y es piedra integral de la supuesta «soberanía monetaria». En el capítulo III se analiza con más detalle qué pasa si esa posibilidad de devaluar ya no existe más ya que esa es una de las desventajas que se atribuyen a la dolarización con más frecuencia.

5) Independencia política, un objetivo inalcanzable

Para ayudar al banco central a resistir presiones políticas para financiar los déficits del gobierno, el FMI y muchos otros economistas han sugerido que el banco central sea independiente políticamente. Independencia política en un banco central significa que su presidente o gobernador una vez nombrado, es el único con control sobre la base monetaria y no puede ser despedido por el Ejecutivo ni por el Legislativo a lo largo de la duración de su período predefinido al frente de la institución. A menudo significa también que el banco central se financia puramente de Señoriaje, a modo de no depender del ministerio de hacienda o su equivalente para subsistir. Y el banco central tiene restringido otorgar créditos al gobierno central.

De cualquier manera, ha resultado imposible proteger al banco central de la presión política aún en países desarrollados con largas tradiciones de gobierno representativo y separación de poderes. Los países en desarrollo que aún tratan de alcanzar un gobierno representativo consistente y que no tienen una tradición de separación de poderes tan establecida, encuentran la tarea aún más difícil. Adicionalmente, la independencia política parece no resultar en inflación más baja en los países en desarrollo (Cukierman, 1992, pp. 369-76). Un ejemplo de esto es el caso del Banco de México que en teoría cuenta con bastante independencia y ya contaba con esa independencia antes de 1994.

Analizando el caso de Guatemala, la moda de bancos centrales independientes ni siquiera ha llegado al país. La única medida que podría catalogarse de independencia es el artículo 133 de la Constitución de la República, introducido en el referéndum de 1994. El ente regulador del Banco y de la política monetaria está altamente politizado, contando con ocho miembros con derecho a voto, el Presidente de la República nombra personalmente a cuatro (3 ministros y el presidente del banco)¹³. El Presidente del banco es nombrado por el Presidente de la

¹³ Los miembros de la Junta Monetaria son: el Presidente del Banco de Guatemala; el Ministro de Finanzas; el Ministro de Economía; el Ministro de Agricultura; un representante del Congreso de la República; un representante de la banca comercial y un representante de la Universidad de San Carlos.

República y quitado de su puesto cuando el Presidente así lo considera necesario. Por si todavía hacía falta, el Banco de Guatemala opera con déficit que es financiado con fondos del Ministerio de Finanzas y en los últimos años la liquidez es controlada con esfuerzos conjuntos a través de captación de deuda del MFP y los depósitos de esta entidad en el banco central. ¿Se puede ser más dependiente?

En esta sección se ha analizado las limitaciones de la banca central y sus fallas inherentes en crear una moneda de buena calidad y otras consecuencias negativas que genera. En la siguiente sección se analizan funciones de la banca central aparte de crear una moneda de buena calidad.

C) FLEXIBILIDAD Y POLÍTICA MONETARIA PROPIA ¿PARA QUÉ?

A continuación se discuten y critican dos razones por las cuales se acostumbra justificar la existencia de flexibilidad y discrecionalidad en la política monetaria y la posibilidad de devaluar el tipo de cambio¹⁴: Para aumentar o defender la competitividad y para aliviar o paliar choques externos.

1) Para aumentar la competitividad

Los cambios en la tasa de cambio afectan directa y automáticamente los precios de los bienes transables. Por ejemplo, si un bien importado en Guatemala vale Q.100, después de una devaluación valdrá Q.120. Las devaluaciones dirigidas a beneficiar la competitividad se justifican en la medida que los cambios no afectan a los precios de los bienes no transables, o que los afecten en menor proporción.

	Antes	Después	Valor en \$
Costos transables	120.00	144.00	120.00
No transables			
Salarios	25.00	25.0	20.83
Utilidades	25.00	25.00	20.8
Subtotal	50.00	50.00	41.67
Total precio de la mesa	170.00	194.00	161.67
Menos: Costos totales	145.00	169.00	140.83
Costos/Precio de venta	0.85	0.87	0.87
Utilidad Bruta	25.00	25.00	20.84
Valor empresa			
Activos transables(maquinaria)	100.00	120.00	100.00
Activos no transables	50.00	50.00	41.57
Total activos	150.00	170.00	141.67
Rentabilidad	16.67%	14.71%	14.71%

Es importante señalar que lo natural es que los precios de los no transables suban igual que la devaluación porque todos (los empresarios y los trabajadores del sector privado y público) tienden a tratar de mantener su poder adquisitivo en términos de los transables. Para asegurarse que esto no se dé, es necesario acompañar las devaluaciones con políticas fiscales y monetarias restrictivas (subir tasa de interés, restringir el crédito al sector público y privado, rebajar el gasto público) de tal manera que la demanda por no transables caiga, reduciendo así su precio relativo con respecto a los transables y reprimiendo la tendencia de los no transables a subir. Como el salario es el precio no transable más importante, es necesario evitar que el empleo suba porque al subir el empleo los salarios tienden a subir¹⁵.

Suponiendo que se logra una devaluación real, entonces se dan dos posibilidades: primero, la posibilidad de que los empresarios reaccionen ante la devaluación real bajando sus precios en dólares a lo que permite la devaluación para así aumentar sus ventas. Segundo, que no bajen los precios en dólares tratando así de aumentar sus utilidades en base a los precios más altos.

¹⁵ Los salarios son el precio de la mano de obra, sujeto a la ley de oferta y demanda. Al haber más empleos se reduce la oferta de trabajo, causando que los salarios suban.

¹⁴ La mayoría de argumentos y ejemplos en esta sección han sido tomados del texto «Consideraciones sobre la dolarización» elaborado por Manuel Hinds (1999, pp.4-25). El Dr. Hinds fue Ministro de Hacienda de El Salvador y uno de los más activos impulsores de la dolarización. En julio de 1999, se presentó ante el Senado de los Estados Unidos para tratar temas sobre la dolarización de El Salvador.

i) Rebaja de precios en dólares

La mejor forma de ilustrar lo que sucede es a través de un ejemplo simplificado. Veamos lo que pasa a una empresa productora de sillas cuando hay una devaluación nominal del 20% y los empresarios rebajan los precios en dólares. Se asume que la devaluación nominal produce una devaluación real de tal forma que los costos de los transables aumentan, mientras que los de los no transables se mantienen iguales. De igual forma, se asume que los precios de los activos transables aumentan mientras que los de los no transables se mantienen fijos. Por último se asume que la empresa no tiene deudas, de tal forma que los activos son el capital.

Nótese que, como la empresa rebaja sus precios en dólares a lo que le permite la devaluación, mientras que sus costos en dólares suben porque los insumos transables se vuelven más caros, la relación de costos a precio de venta aumenta. También disminuye la rentabilidad sobre el capital. En esta tabla los costos y los activos transables eran más altos que los no transables. La tabla siguiente muestra lo mismo para una empresa en la que los costos y los activos no transables son mayores que los transables.

	Antes	Después	Valor en \$
Costos transables	120.00	144.00	120.00
No transables			
Salarios	100.00	100.00	83.33
Utilidades	100.00	100.00	83.33
Subtotal	200.00	200.00	166.67
Total precio de la mesa	320.00	344.00	286.67
Menos: Costos totales	220.00	244.00	203.33
Costos/Precio de venta	0.69	0.71	0.71
Utilidad Bruta	100.00	100.00	83.33
Valor empresa			
Activos transables(maquinaria)	200.00	240.00	200.00
Activos no transables	500.00	500.00	416.67
Total activos	700.00	740.00	616.67
Rentabilidad	14.29%	13.51%	13.51%

Pasa lo mismo, aunque en menor grado (mientras más alto es el contenido de transables, mayor es el impacto negativo en las utilidades y en la rentabilidad). ¿Puede

este efecto ser beneficioso para el país? Los defensores de las devaluaciones continuas dicen que sí, porque con menores precios se van a exportar más unidades. Esto, sin embargo, equivale a trabajar más por el mismo dinero. No necesariamente representa mayor ingreso para el país. Depende de las elasticidades de la demanda por las exportaciones. Las exportaciones tradicionales cuentan con una demanda muy elástica, mientras que las exportaciones no tradicionales cuentan con una demanda más inelástica.

ii) Los precios se mantienen en dólares

La siguiente tabla muestra lo que pasa si los productores no bajan los precios en dólares. Lógicamente, si los salarios no suben, las utilidades aumentan en términos absolutos y porcentuales.

Así, las empresas que producen tienen un aumento en sus utilidades como resultado de una devaluación sólo si:

- * Mantienen iguales sus precios en dólares.
- * No suben sus sueldos y otros gastos no transables.

	Antes	Después	Valor en \$
Costos transables	120.00	144.00	120.00
No transables			
Salarios	100.00	100.00	83.33
Utilidades	100.00	140.00	116.67
Subtotal	200.00	240.00	200.00
Total precio de la mesa	320.00	384.00	320.00
Menos: Costos totales	220.00	284.00	226.67
Costos/Precio de venta	0.69	0.64	0.64
Utilidad Bruta	100.00	140.00	116.67
Valor empresa			
Activos transables(maquinaria)	200.00	240.00	200.00
Activos no transables	500.00	500.00	416.67
Total activos	700.00	740.00	616.67
Rentabilidad	14.29%	18.92%	18.92%

Es decir, los ingresos adicionales que los accionistas obtienen de una devaluación real —si es que se dan— se obtienen a costa de rebajarles los ingresos a los

trabajadores. El país no gana nada. Sólo hay una redistribución de ingresos de los trabajadores a los accionistas.

iii) El efecto sobre la inversión

Los defensores de las devaluaciones como instrumento para ganar competitividad dicen que esta redistribución del ingreso es positiva para el crecimiento en el largo plazo. El argumento es que al subir la rentabilidad de las actividades transables, se invierte más en dichas actividades, la producción sube y se crea más empleo. Esto, sin embargo, no sucede necesariamente. Las devaluaciones crean otros efectos que reprimen la inversión, principalmente los incrementos en las tasas de interés y de inflación y en los precios de los bienes de capital importados. Por supuesto, estos problemas se ven agravados porque como hemos discutido antes, la gente se ajusta a las devaluaciones, de tal forma que los precios de los no transables suben con las devaluaciones, llevando círculos viciosos de devaluaciones e inflación que son muy difíciles de romper. Para hacerlo es necesario sumir a la economía en una recesión, que es más grave mientras más altas sean la devaluación y la inflación.

Estos problemas típicamente terminan por reprimir el crecimiento porque la tasa de interés tiende a subir más que lo que realmente justifica la tasa de devaluación que se da en la realidad. Esto es porque la tasa de interés incorpora un elemento de seguro contra el riesgo de devaluación.

iv) La verdadera competitividad

La verdadera competitividad no se gana con devaluaciones. La competitividad puede ganarse solamente con acciones en la economía real: agilidad y eficiencia en la respuesta a las necesidades del mercado y a las condiciones cambiantes de la economía local. Esta es la única respuesta a la competencia internacional que es congruente con los objetivos de desarrollo y crecimiento de largo plazo de la economía y de lograr una sociedad con equilibrio social.

Las devaluaciones no son congruentes con el desarrollo del país porque con el crecimiento de las exportaciones (que en una economía son el único camino al desarrollo) hay una tendencia natural en la moneda a

apreciarse, ya que fluyen más dólares al mercado local. Con dicha apreciación, los precios de los no transables suben con relación a los de los transables, poniendo presión sobre las utilidades de la producción de los transables, particularmente sobre aquellos que tienen contenidos mayores de no transables en su producción. Este fenómeno se siente principalmente por el lado de los salarios. Mientras más se aprecian, mayores son los saldos en términos de dólares. Como el precio de los transables está dado en los mercados internacionales, esto significa que la variable que se ajusta hacia abajo, para dar cabida a los salarios más altos, son las utilidades.

Hay tres maneras de reaccionar en este caso: una es devaluar; la otra es mejorar la eficiencia de los no transables, y la tercera es mover la economía hacia otras actividades que son rentables a los niveles más altos de salarios. La primera reacción es macroeconómica y está en el dominio del gobierno. La segunda y tercera son competencia tanto del gobierno como de las empresas.

v) Devaluar para ganar competitividad

Devaluar para ganar competitividad es inconsistente con el desarrollo del país. Lo que se desea es una economía que permita aumentar los ingresos de la población de una manera estable y consistente. Las devaluaciones actúan en contra de este objetivo en varias dimensiones:

- * Primero, reducen los salarios eliminando la ganancia obtenida en los años anteriores. Una política basada en devaluar continuamente para ganar o mantener la competitividad da un carácter cíclico e inestable a la economía, subiendo y bajando salarios continuamente. Nótese que el ciclo es menos pronunciado si lo que se desea es mantener el salario a un nivel constante en el promedio; es más pronunciado si lo que se desea es ganar competitividad. Una política de devaluaciones funciona en aumentar la producción de transables en la medida en que mantiene pobre a la población. Si se desea mantener una actividad competitiva a través de devaluaciones, es necesario bajar los salarios en términos de dólares, al nivel del país competidor con los salarios más bajos. Este es el camino de la miseria. ¿De qué sirve exportar más si la población se vuelve más pobre?

* Segundo, las devaluaciones eliminan una parte de los ahorros que el país ha acumulado. El efecto de esto en la inversión puede verse imaginando a una empresa que ha acumulado efectivo para importar maquinaria moderna y que sufre una devaluación antes de comprarla. El dinero acumulado ya no alcanza para comprar la maquinaria, que ha subido de precio en un porcentaje igual al de la devaluación.

* Tercero, las devaluaciones aumentan el costo del capital no sólo a través de aumentar el costo del equipo importado sino, también, de subir las tasas de interés. Si la empresa del ejemplo anterior, iba a comprar el 60% de la maquinaria al crédito y hay una devaluación del 20%, la empresa se enfrenta a la siguiente situación:

	US\$	Planeado sin devaluación Q.	Después de Devaluación Q.	Si se da devaluación igual 2. Año Q.	Sigue devaluación igual 3. Año Q.	Sigue devaluación igual 4. Año Q.	Sigue devaluación igual 5. Año Q.
Tasa de cambio		5.00	6.00	7.20	8.64	10.36	12.44
Precio de la maquinaria	1,000	5,000	6,000				
Prima 40%	400	2,000	2,400				
A financiar 5 años	600	3,000	3,600				
Tasa de interés	9.00%	11.00%	25.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
Cuota anual	154.26	974.05	1,338.65	1,583.09	1,583.09	1583.09	1,583.09
En US\$	154.26	194.81	223.11	219.87	183.22	152.69	127.24
Exportaciones anuales		2,500.00	3,000.00	3,600.00	4,320.00	5,184.00	6,220.80
Precio máquina/ exportaciones		200.00%	200.00%				
Necesidad de efectivo adicional por prima			480				
Efectivo adicional prima/exportaciones			13.33%				
Cuotas anuales como % de exportaciones	32.47%	44.62%	43.97%	36.65%	30.53%	25.45%	

Nota: Se asume que la empresa no rebaja sino mantiene sus precios en dólares después de la devaluación.

Nótese que el costo de la maquinaria en términos de las exportaciones se mantiene igual, pero las cuotas anuales del préstamo aumentan de 32% a 45% de las exportaciones. Además tiene que producir efectivo adicional para la prima equivalente a 13% del valor de las exportaciones al tipo de cambio ya devaluado. Nótese también que la empresa es exportadora; a las que venden en el mercado local les va aún peor.

El cuadro también ilustra lo que sucede con las cuotas anuales si se mantiene una devaluación anual constante durante los siguientes 4 años del crédito. En el segundo año la tasa de interés sube aún más, pues las expectativas se ajustan a una devaluación constante del 20%. La cuota nivelada aumenta, el precio de las exportaciones aumenta, y la cuota como porcentaje de las exportaciones se sitúa en un 43.97%. La cuota nivelada como proporción de las exportaciones va bajando año con año debido a que el valor del préstamo se mantiene igual en quetzales, mientras que las exportaciones van aumentando con la devaluación. Ya el quinto año es únicamente el 25.45% de las exportaciones. O sea que el resultado de la devaluación es mayor necesidad de efectivo en los primeros años y menores necesidades de efectivo en los últimos años. El efecto desalentador de este fenómeno es evidente.

Si se diera el caso que la devaluación fuera únicamente de un año, el efecto sería aún más nocivo para la empresa exportadora, porque normalmente la tasa de interés toma tiempo en regresar a su nivel original y se mantiene alta por lo que el exportador no seguirá aumentando sus ingresos en quetzales durante los años venideros debido a las devaluaciones.

* Cuarto, no todas las empresas exportadoras experimentan un aumento en sus ingresos. Muchas empresas exportadoras producen también para el mercado local, y es donde generan economías de escala que les permite exportar. La mayoría de empresas de exportaciones no tradicionales, con la principal excepción de la maquila, comienzan sus operaciones para el mercado local y luego se lanzan a conquistar nuevos mercados. Para que la devaluación sea real el gobierno tiene que ser capaz de evitar que los ingresos de la población suban en la misma proporción que la devaluación, si no los precios de los no transables aumentarían de igual manera que los

transables, anulando el efecto favorable de la devaluación para los exportadores. En resumen lo que el gobierno tiene que alcanzar es una caída en la demanda agregada. Las empresas no pueden subir sus precios en el mercado local, por lo que se reducen sus márgenes. El hecho de experimentar una caída en la demanda interna resulta en ingresos totales menores para algunas empresas exportadoras y un aumento en sus costos de producción por la pérdida de economías de escala.

* Quinto, para las empresas productoras de no transables la situación es aún peor, porque no pueden subir sus precios, asumiendo otra vez, que el gobierno es exitoso en volver real la devaluación. Es cierto que los precios de sus insumos no transables no aumentan tampoco, pero también es cierto que los precios de sus insumos transables aumentan. Los márgenes se les disminuyen, y en un momento en que la demanda agregada está cayendo.

Estos cinco puntos están implícitos en la idea de que devaluar ayuda a la competitividad. En resumen lo que hay que hacer es crear condiciones muy malas en el mercado interno, para que la inversión y el trabajo se muevan hacia actividades de producción de transables, o dicho de otra forma: de productos para el mercado interno a productos de exportación.

2) Flexibilidad para absorber choques externos

Uno de los argumentos que se usan con más frecuencia para oponerse a una tasa de cambio fija, y por ende para favorecer una política de cambio flexible, es que el tipo de cambio fijo lleva a desempleo cuando la moneda local se sobrevalúa como resultado de un choque externo (por ejemplo, que caiga el precio de las exportaciones del país). El argumento dice que, al caer el precio de dichas exportaciones, la demanda interna (generada en parte por las exportaciones cuando los precios estaban al nivel previo a la caída) se vuelve excesiva. La devaluación la reduce a través de reducir los salarios. Al bajar los salarios, habrá más oportunidades de empleo. En cambio, -sigue el argumento-, si no se devalúa, el ajuste de la demanda interna se realizará reduciendo el número de empleos.

Es importante recordar que la devaluación, para que sea real, debe estar acompañada de políticas contraccionarias, y que, como se discutió en las secciones inmediatamente anteriores, esto lleva a ajustes dolorosos en las empresas, que tienen un efecto negativo en el empleo. Las empresas productoras de no transables tienen que despedir gente para que las contraten empresas exportadoras. Muchas de las empresas de transables también pasan por ajustes de planilla. Dado esto, el aumento del desempleo en el corto plazo también se da en una devaluación. El argumento pro devaluación lo podemos refinar ahora en dos suposiciones:

- * Primero, que habrá menos desempleo mientras menor sea el salario, lo que se logra en una devaluación, y
- * Segundo, que los desempleados aceptarán más rápidamente un empleo, si les ofrecen un salario nominal igual al que tenían en el empleo anterior, que si les ofrecen uno menor en términos nominales.

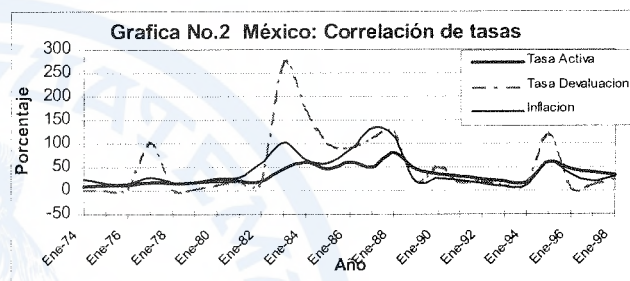
Esto da la impresión de que la devaluación tiene una ventaja decisiva sobre la tasa de cambio fija en términos de un ajuste a un choque externo. La realidad de las devaluaciones, sin embargo, es mucho más complicada que las suposiciones que respaldan este razonamiento. Basta ver unos ejemplos reales para darse cuenta del desorden que las devaluaciones introducen en la economía y de cómo la población rápidamente aprende a resistirlas, creando un ambiente que es más rígido que el del tipo de cambio fijo. La gente no acepta las devaluaciones. Pide aumentos de salarios y tasas de interés más altas desde antes que las devaluaciones pasen. Con esto, las devaluaciones causan el problema que supuestamente después curan.

a) Dos ejemplos: México y Chile

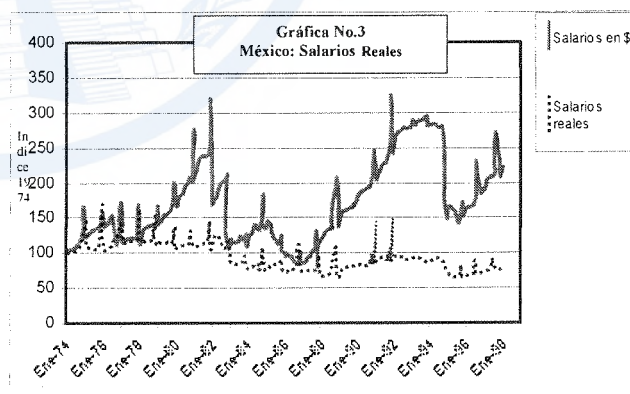
Se han escogido estos dos países como ejemplos, porque ambos han seguido políticas de cambio flexible (con discrecionalidad) por un largo tiempo y porque ambos han tenido experiencias diferentes. México ha experimentado graves crisis mientras que Chile ha crecido de una manera muy sólida en los últimos quince años. Ambos países, sin embargo, muestran los síntomas de los problemas que se han discutido en las secciones anteriores. En el caso de México, el énfasis está en el efecto terriblemente negativo de la inestabilidad. En el caso de

Chile, el énfasis está en cómo su política de devaluaciones nominales no ha logrado depreciar el peso en términos reales, desde mediados de la década de los años ochenta, sino sólo aumentar las tasas de inflación y de interés. La inflación y la tasa de interés cayeron en Chile sólo cuando el gobierno dejó que la moneda se apreciara en términos reales (la tendencia natural en un país exitoso en las exportaciones).

México



La realidad de México se aprecia en la gráfica no. 2 (que muestra las tasas de inflación, de devaluación y de interés en ese país, de enero de 1974 a diciembre de 1998). Hay dos cosas claras. Primero, nótese cómo las tres variables están correlacionadas. Suben y bajan juntas. Segundo nótese cómo la inflación y las tasas de interés reaccionan más rápido y con más fuerza a las devaluaciones conforme va pasando el tiempo.

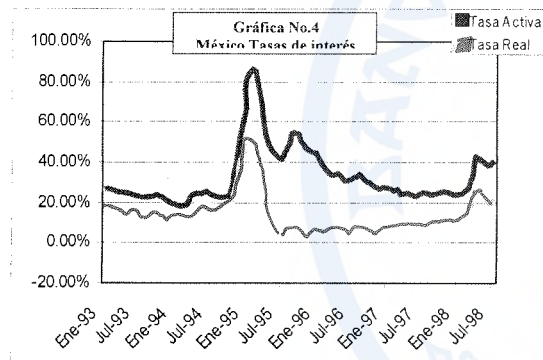


Fuente: International Financial Statistics, FMI

Lograr una devaluación real se va volviendo cada vez más difícil políticamente, y los depositantes aumentan sus demandas de tasa de interés para compensar las devaluaciones. Conforme esto sucede, la inestabilidad se vuelve crónica. La vida económica se vuelve una lucha entre el gobierno y los trabajadores, el

primero tratando de bajar los salarios y los segundos tratando de aumentarlos. La economía entera se politiza. Empresarios, trabajadores y ciudadanos en general dedican grandes cantidades de tiempo a defenderse de la inestabilidad, descuidando las tareas que llevan a mejorías en la productividad y el mercadeo, las únicas fuentes de progreso.

La gráfica No.3: muestra los salarios en México en términos de dólares y en términos reales (definidos por las tasas de inflación). Los salarios reales han subido y bajado en un rango de +50% a -30% de 1974 a 1998, variando alrededor de un 80%. Este rango tan grande no se nota en la gráfica porque las variaciones del salario en términos de dólares lo minimizan. De 1974 a 1998 se notan tres de éstos ciclos de subida y bajada. Nadie puede pensar que esto representa desarrollo. Y esto ha sucedido por 25 años.



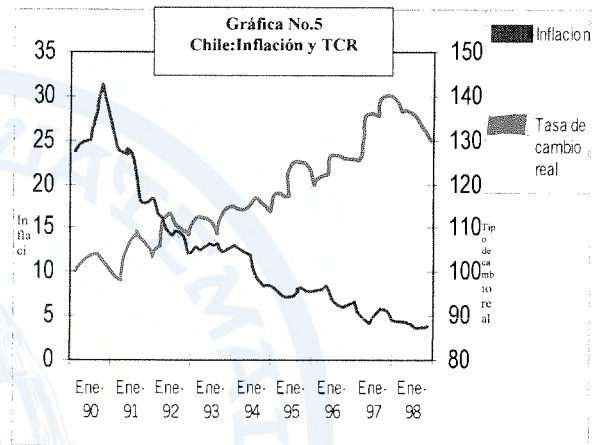
Fuente: International Financial Statistics, FMI

La inestabilidad ha sido igual de pronunciada en los mercados financieros, como puede verse en la gráfica No.4: México, Tasas de Interés e Inflación. La tasa nominal de intereses ha subido hasta 80%, la real a 60%. A fines de 1998 estaba a 40% y 20% respectivamente. Esta inestabilidad es el mayor enemigo de la inversión a largo plazo. Es un costo para toda la economía.

i) Chile

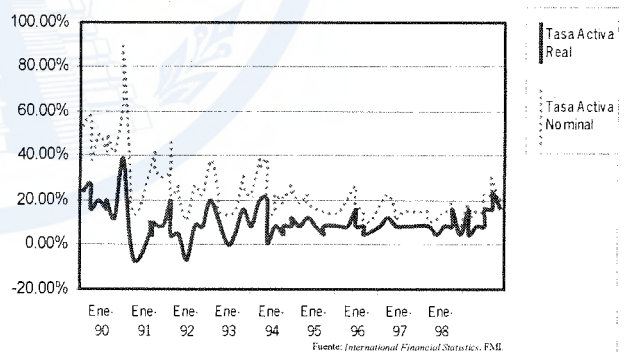
Chile ha tenido un crecimiento sostenido desde el final de su crisis bancaria de 1982-85. Dicho crecimiento ha estado basado en un incremento igualmente sostenido de su competitividad definida en términos de agilidad en el mercado y la producción: el resultado de la liberalización económica y la desburocratización de la administración pública de los años de Pinochet. Desde 1985 el gobierno chileno ha tenido déficit pequeños o

superávit. Sin embargo, la tasa de inflación se mantuvo muy alta durante los años ochenta. Ha sido sólo en los años noventa que Chile ha reducido la inflación a los niveles de los países desarrollados. Como se ve en la Gráfica No. 5: Chile, Inflación y TCR, la manera en que lo logró fue apreciando la moneda en términos reales: esto redujo la tasa programada de devaluación, y disminuyó la tasa de inflación.



Fuente: International Financial Statistics, publicado por el FMI

Gráfica No.6
Chile. Tasa Activa Real y Nominal



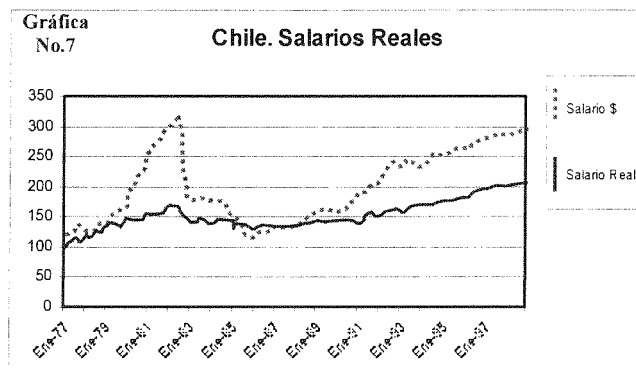
Fuente: International Financial Statistics, FMI

A través de todos esos años, Chile ha sufrido de una variabilidad muy marcada en sus tasas de interés. Como puede apreciarse en la gráfica 6: Chile, Tasa Activa Real y Nominal, la tasa activa llegó hasta 85% en octubre de 1990 y se mantuvo alrededor de 30% hasta 1994. Luego bajaron como resultado de la reducción en la tasa de inflación. Además las tasas de interés han fluctuado mucho. Dichas fluctuaciones han disminuido en los últimos años (al reducirse tanto la tasa de inflación como

la de devaluaciones), sin embargo siguen siendo muy marcadas, mucho mayores que los cambios que se dan en los países desarrollados. Esta variabilidad es nociva para los negocios. En Chile hay un mecanismo para aliviar este problema: las tasas de interés están indexadas a la tasa de inflación. Esto supuestamente debería disminuir el riesgo, de tal forma que las tasas reales deberían confluir con las tasas reales internacionales. Esto no sucede a tasas altas de inflación. Como lo muestra el comportamiento de la tasa real en Chile. Dichas tasas bajaron a niveles razonables, cerca del 10% en los préstamos, sólo cuando las tasas de inflación bajaron.

Chile sufrió dos crisis graves en los últimos treinta años: la que acompañó a Allende y la crisis bancaria de 1982-85. Después de este último episodio, la economía ha crecido a tasas muy altas, impulsada principalmente por el éxito de sus exportaciones. Se dice con frecuencia que este éxito se debe a que Chile devalúa continuamente. La primera gráfica (ver gráfica No. 5: Chile. Inflación y TCR), la que compara la inflación con el cambio real, muestra que eso no es verdad. La tasa de cambio se ha apreciado consistentemente desde mediados de los ochenta. La gráfica siguiente (ver Gráfica No.7: Chile, salarios reales), que muestra los salarios en términos reales y en dólares, desde enero de 1977 a diciembre de 1998, confirma eso desde el punto de vista de los salarios.

En la gráfica se ve claramente cómo la tasa de cambio se ha apreciado continuamente desde el final de la crisis bancaria, a mediados de los ochenta: los salarios han subido más en términos de dólares que en términos reales. Esto es el resultado de que la tasa de devaluación ha sido menor que la tasa de inflación. Esto igual pudo haberse alcanzado con una tasa de cambio, pero a una tasa de inflación y una tasa de interés menores.



La consistente apreciación real en la época de éxito de Chile, demuestra que dicho éxito no se ha basado en devaluaciones nominales continuas, que no sólo no han resultado en devaluaciones reales sino en apreciaciones reales, sino en las mejoras en la competitividad real del país. Chile ha tenido éxito a pesar de su política cambiaria, que ha ido en contra de la tendencia natural a apreciarse como resultado del éxito como exportador que el país ha tenido. Por esa contradicción entre la política cambiaria y las tendencias naturales del mercado, Chile ha sufrido de tasas altas de inflación y tasas altas y variables de interés en términos nominales y reales. Es decir, Chile ha progresado a pesar de su política cambiaria.

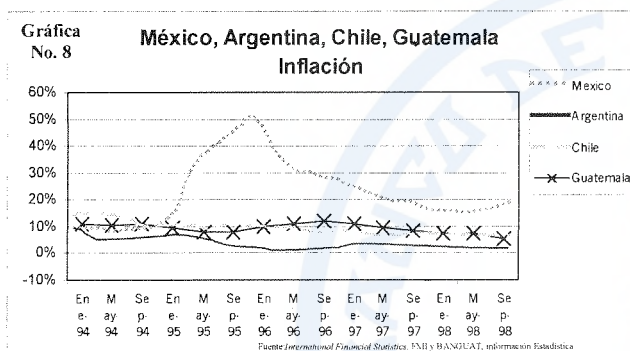
a) ¿Qué se gana en realidad con la posibilidad de variar la Tasa de Cambio?

En resumen las devaluaciones no son soluciones para aumentar la competitividad del país. Sólo son soluciones para crisis en los mercados cambiarios: cuando el banco central no es capaz de mantener líquido dicho mercado de una manera sostenible. Esto, sin embargo, es como las amputaciones de pie. Son soluciones cuando el cuerpo no puede mantener el miembro sin morir entero. Pero eso no quiere decir que ni las amputaciones ni las devaluaciones son deseables. Peor aún, cuando la amputación tiene que llevarse a cabo porque el médico dejó demasiado tiempo puesto el torniquete en la pierna del paciente, como es el caso de los bancos centrales que tienen que devaluar porque ellos mismos han causado el problema. El que lo dude, que pregunte a los ciudadanos comunes de México y Brasil que no pueden pagar sus casas, que han perdido sus ahorros y que enfrentan tasas altísimas de interés y una drástica inestabilidad en su futuro.

El argumento que se usa con más frecuencia, que dice que una economía dolarizada o con la tasa de cambio fijo puede tener tasas más altas de desempleo que una con cambio flexible en caso de un choque externo, asume que:

- * Se logrará una devaluación real, de tal forma que los salarios pueden ser reprimidos y no generen ciclos de devaluación, inflación y devaluación otra vez;
- * Se logrará que los depositantes piensen que ya no habrá más devaluaciones, por lo tanto no exigen mayores tasas de interés.

La experiencia en la América Latina es todo lo opuesto. Los países que reaccionan con devaluaciones entran en ciclos de inflación/devaluación de los que tardan años y décadas en salir. La gráfica siguiente muestra la experiencia de cuatro países, incluida Guatemala. En términos de la tasa de inflación antes y después del Tequilazo: México que devaluó; Argentina, que mantuvo su tipo de cambio; Chile que apreció su moneda en términos reales y Guatemala que también apreció su moneda en términos reales. (Gráfica No.8: México, Chile, Argentina, Guatemala, Inflaciones).



México que devaluó, aún se encuentra estabilizando su economía. Ciertamente que el Tequilazo se inició con una crisis interna de México, mientras que para los otros dos países fue un choque externo. Las fluctuaciones de México tienen mucho que ver con las políticas excesivamente expansivas que el país había tenido antes de la inevitable devaluación del peso. Pero hay otras consideraciones de extrema importancia:

- * Las expansiones monetarias que llevaron al desastre mexicano no hubieran sido posibles en el régimen argentino.
- * La expansión monetaria no justificaba, según criterios puramente técnicos, una devaluación de la magnitud que se dio (Salinas-León, 1996, pp. 115-126) y (Pazos, 1996, pp. 101-114). La devaluación se dio, en la dimensión que se dio, en gran parte por expectativas de los agentes económicos temerosos del mal precedente del gobierno mexicano.
- * Las salidas de capital que hicieron colapsar el sistema se dieron por miedo a la devaluación. No se hubiera dado si no hubiera existido la posibilidad de devaluar.

- * En un sistema dolarizado, muchos de esos capitales nunca hubieran llegado a México, porque llegaron precisamente a apostar a que la devaluación no iba a ser mayor que el diferencial de tasas de interés entre pesos y dólares. El cual no existe en una economía dolarizada. Y de paso, el daño al sistema bancario no hubiera sido tan grande y el rescate no hubiera salido tan caro.

La reacción de Guatemala al Tequilazo:

Es importante meditar en este caso, para un país como Guatemala, que tenía un sistema de tipo de cambio flexible (flotación sucia), cuál era su alternativa ante la devaluación mexicana, superior al 120% y qué fue lo que se hizo. El choque externo que en ese momento sufrió Guatemala es bastante similar al que sufre hoy en día Argentina, tras la devaluación de Brasil y que ha generado bastantes críticas al sistema de convertibilidad que rige en ese país hoy en día. En 1995 el vecino grande del norte inundó Guatemala con todo tipo de productos, desde carros y estufas, hasta sacos de maíz y arroz. Los defensores de la flexibilidad hubiesen esperado que, en ese año, se diera una devaluación para reducir el impacto de los productos importados, en el empleo nacional. Sin embargo Guatemala no devaluó. Teniendo la libertad de hacerlo no lo hizo. ¿Por qué?

México es el segundo socio más importante de Guatemala en importaciones y un competidor directo con los productos de exportación a Estados Unidos. No hicieron falta presiones de parte de productores nacionales y exportadores a favor de una devaluación. Es difícil hacer conjeturas en cuanto a lo que hubiera sucedido exactamente si se hubiera devaluado, pero el riesgo más grande era transmitir a los agentes económicos que Guatemala estaba en similares problemas que México. Pudo haber intentado una devaluación de un 10%, pero eso mismo quiso hacer el Banco de México el 19 de diciembre de 1994, y para el 27 de diciembre la devaluación superaba el 100%. Es importante reconocer que en casos como éste, el país con el choque interno que genera el choque externo, sufre grandes pérdidas y tarda mucho tiempo en recuperarse de éstas. Devaluar en casos así es como si en la oficina hubiese una epidemia de tifoidea, y se optara por contagiarse de una buena vez por todas, y así no tener que trabajar más para suplir la ausencia de los que están enfermos. El que no se enferma sufre por tener que trabajar

más, pero lo más seguro es que el que está enfermo sufre aún más por la tifoidea. De cualquier manera, la enfermedad del compañero de trabajo inevitablemente cuesta algo. Los problemas de los países vecinos igualmente cuestan algo, la pregunta es cuánto. Si se devalúa probablemente se tenga que atravesar por los mismos problemas del país vecino. Si no se devalúa hay que trabajar más, pero también la recuperación es más rápida.

Si a través de devaluaciones o modificaciones de la tasa de cambio no se puede o no se debe amortiguar un choque externo, o resulta demasiado peligroso y muchas veces contraproducente, entonces el argumento de flexibilidad para poder paliar choques externos pierde valor.

Como se verá en el siguiente capítulo, los sistemas de tipo de cambio fijo, y principalmente los sistemas dolarizados, tienen otros medios para amortiguar los choques externos. Principalmente a través del crédito, de una manera muy similar a como las personas individuales manejan sus choques externos.

D) FLEXIBILIDAD: UN PROBLEMA AÚN EN TEORÍA.¹⁶

Hasta ahora se ha enfatizado en los problemas prácticos que encuentra un banco central típico. Sin embargo hay fuertes argumentos teóricos en contra de una política monetaria discrecional, por lo tanto, en contra de la banca central. El fundamento es que aún cuando un banco central tenga la flexibilidad para actuar de acuerdo a su mejor juicio, y no en respuesta a presiones políticas, en promedio es más probable que desestabilice la economía en lugar de estabilizarla.

Los argumentos teóricos en contra de una política monetaria discrecional vienen de tres fuentes diferentes. El pensamiento de la escuela monetarista enfatiza que largos y variables rezagos («lags») pueden hacer los efectos de la política discrecional impredecibles. A menos que el banco central sepa aproximadamente de cuánto tiempo es el rezago («lag») entre cambios en la base monetaria y cambios en los precios, por ejemplo, puede que

desestabilice en vez de estabilizar con sus acciones. Hay razones para pensar que la política discrecional en promedio tendrá peores resultados que la política de reglas fijas, aún cuando en casos particulares la política discrecional puede contar con suerte y tener mejores resultados que la política de reglas fijas (Friedman 1948,1960; Laidler 1982,pp.25-34, 153-63 y 187-92; Meltzer, 1992).

La escuela de expectativas racionales, por su parte, pone énfasis en que no importa qué política discrecional aplique sistemática el banco central, la gente la puede anticipar y contrarrestar. De hecho, muchos banqueros y «traders» pueden hacer mucho dinero anticipando correctamente las medidas del banco central. Sus acciones crean muchos problemas al banco central, pues mucho del éxito de sus acciones depende del elemento sorpresa. Si la gente anticipa que el banco central va a crear inflación, ajustan sus precios y tasa de interés y la medida no tiene ningún efecto estimulador en la economía. La escuela de expectativas racionales plantea que siempre y cuando un banco central tenga una política sistemática, la gente tiende a anticipar la acción aun cuando el banco central trate de esconderla. Las únicas medidas por parte del banco central, que son consistentemente efectivas, son las medidas sorpresivas y fortuitas. En promedio, las sorpresas fortuitas desestabilizan más de lo que estabilizan, porque crean incertidumbre no bienvenida. Reglas monetarias fijas son la mejor política monetaria disponible, dada la habilidad de la gente para anticiparse y contrarrestar las acciones del banco central. Una política monetaria discrecional, más fácilmente puede terminar en una mayor inflación y menor crecimiento, que una política de reglas fijas (Barro y Gordon, 1983; Kydland y Prescott, 1977; Persson y Tabellini 1990, pp.19-33).

De alguna manera está relacionada la crítica hecha por la escuela austríaca, que dice que la política monetaria discrecional es un tipo de planeación central. La banca central tiene en cierto modo las mismas desventajas que la planeación centralizada de la producción agrícola. La planeación central suprime señales de precios y cantidad, que llevan información a personas que son capaces de interpretarla correctamente. En el sistema monetario una de las señales más importantes es el cambio en las reservas internacionales. Los cambios en la balanza de pagos o en la posesión de billetes y monedas por parte del público, causan cambios de las reservas, y a través de éstas,

¹⁶ Tomado literalmente del libro: Currency Boards for Developing Countries (Hanke y Schuler, 1992: pp.25-28).

cambios en la oferta de dinero, tasas de interés e ingresos. Para poder hacerse merecedora de su nombre, la política monetaria discrecional debe tratar de luchar contra los mercados, mientras estos se ajustan para llegar a un nuevo equilibrio. Al hacer esto, usualmente hace que los ajustes sean más largos y costosos. La suerte a veces le permite a la política discrecional tener efectos positivos, pero en promedio la política discrecional es dañina porque el banco central no tiene forma de saber por adelantado, y a menudo tampoco en retrospectiva, qué medidas van a ser exitosas y cuales dañinas (Selgin, 1988, pp.85-125).

La escuela monetarista y la escuela austríaca enfatizan la ignorancia de la banca central, mientras que la escuela de expectativas racionales hace énfasis en el hecho de que la banca central es incapaz de sorprender a los agentes del mercado a través de acciones discretionales sistemáticas. Algunos autores de la escuela austríaca han promulgado en repetidas ocasiones un regreso al patrón oro, como regla fija de restricción monetaria. La dolarización es una alternativa muy parecida al patrón oro, en la perspectiva, por supuesto, del país que dolariza y no es emisor de moneda. La dolarización es una forma de dejar la creación de dinero externa, tal como es el caso

del oro, que está sujeto a la restricción de las existencias de reservas limitadas.

E) ARGUMENTOS FINALES

Después de presentar evidencia histórica, teórica y práctica en contra del manejo discrecional y la flexibilidad en la política monetaria, la conclusión que se repite una y otra vez es que en Guatemala el banco central por su misma naturaleza y objetivo no es el ente capaz de producir una moneda de buena calidad. Otras razones a favor de flexibilidad en el tipo de cambio también han sido descartadas. Consecuentemente la opción que aparece es la de una política monetaria sin discrecionalidad ni flexibilidad, a través de un tipo de cambio fijo en el cual la política monetaria la dicte el mercado. Los dos regímenes principales con estas características son un sistema de currency board y una dolarización. Los dos regímenes son muy similares, con sólo pequeñas pero importantes diferencias. En el siguiente capítulo se explica lo que es dolarización y las características más importantes de su funcionamiento. En el capítulo tercero, sobre costos y beneficios de dolarizar, se explica por qué la dolarización es superior al currency board.

CAPÍTULO II

¿CÓMO FUNCIONA UN SISTEMA MONETARIO DOLARIZADO?

En el primer capítulo se establecieron las debilidades de los sistemas monetarios con banco central, en países como Guatemala. Ahora corresponde analizar el funcionamiento y los detalles de una de las alternativas a un sistema con banco central, más precisamente: de la dolarización, que es la alternativa propuesta por este estudio. Este capítulo explica cómo opera un sistema monetario dolarizado y las diferencias en relación a un sistema con banco central, aunque no entra en detalle en cuanto a compararlos directamente y determinar cuál es mejor. El capítulo II, está dedicado específicamente a eso.

A) QUÉ SE ENTIENDE BAJO EL TÉRMINO DOLARIZACIÓN Y SU RELACIÓN CON UNA UNIÓN MONETARIA UNILATERAL

1) El término DOLARIZACIÓN

Según criterios técnicos, la dolarización se da cuando los ciudadanos de un país utilizan una moneda de otro país para llenar alguna de las tres funciones básicas del dinero: medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor. Dolarización es un término general para el uso

de cualquier moneda extranjera, no específicamente el dólar de los Estados Unidos, aunque en la práctica es la moneda más utilizada. Es algo así como el término eurobono.

La dolarización se puede dar de manera oficial o no oficial. La dolarización no oficial existe a pesar de prohibiciones legales. Por ejemplo, en Rusia actualmente el 60% de los billetes en poder de personas individuales son dólares de Estados Unidos (Schuler, 1998, p.12). Una dolarización no oficial se da a menudo después de muy malos desempeños por parte del banco central de un país, como ha sido el caso de Rusia después de la caída del comunismo. Otro país con cifras similares a las de Rusia es Bolivia, donde la gente utiliza el peso Boliviano casi exclusivamente para transacciones menores. Pero también en Guatemala podríamos decir que hay cierto grado de dolarización no oficial, principalmente en las funciones de reserva de valor y unidad de cuenta. Si bien no existen estadísticas exactas, es sabido que la mayoría de contratos de arrendamiento están hechos en dólares, al igual que el precio de bienes con un valor alto, como lo son los bienes raíces o automóviles. En los últimos meses hasta bienes de menor precio aparecen cotizados en dólares.¹ La mayoría de comerciantes tiene una lista de precios en quetzales, pero detrás del mostrador tienen una lista de costos en dólares. Los productores y comerciantes aumentan el precio de sus productos, proporcionalmente al aumento en el precio del dólar, aún cuando en su estructura de costos los productos relacionados directamente con el precio del dólar únicamente sumen, por decir algo, un 25 % del costo total. La mayoría de comerciantes no se da a la compleja tarea de calcular el efecto de un aumento en el precio de su bien proporcional a su componente en dólares, sino que sube el precio del bien proporcional al aumento en el tipo de cambio. Esto se da porque las personas empiezan a tener una expectativa de utilidades en dólares.

Se podría decir entonces que Guatemala vive una dolarización no oficial en un grado regular², no tanto por

haber tenido un desempeño terrible en su economía como por ser una economía pequeña y abierta, con un desempeño de la moneda que si bien no ha sido el peor, tampoco pasa de malo.

2) La dolarización oficial

Se da cuando el gobierno retira cualquier restricción a usar otra moneda como medio de pago, y se da en su máxima expresión cuando el gobierno retira de circulación la moneda local y la reemplaza con la moneda extranjera. El gobierno puede reemplazar la moneda nacional por una determinada moneda extranjera, pero al mismo tiempo, dejar que circulen otras monedas libremente, para realizar cualquier tipo de transacciones, de modo que sean los ciudadanos quienes elijan qué moneda desean utilizar para qué propósitos. Lo importante es que dado el poder monopólico con que cuenta la moneda oficial del gobierno, hay que sacarla de circulación y entonces dejar que las monedas compitan. La esencia de un sistema monetario dolarizado es que la creación de dinero se da fuera de las fronteras y fuera del alcance de cualquier influencia que el gobierno o los grupos de presión quisieran poner sobre la misma. En sí, no hay política monetaria discrecional. No se toman decisiones basadas en determinadas condiciones. Lo que es más, simplemente no se toman decisiones. La creación de moneda y política monetaria queda a cargo de un ente fuera de la jurisdicción del gobierno central, y fuera de sus fronteras. La dolarización oficial suele darse mediante una unión monetaria. Otra manera en que puede darse la dolarización sin una unión monetaria, es si un país decide usar algún «commodity» como moneda (el oro podría considerarse un commodity hoy en día).

Hay tres tipos de uniones monetarias:

- * Unión monetaria unilateral: se da cuando un país toma la moneda de otro país y la utiliza como moneda de curso legal. Ejemplo: si Guatemala decide utilizar el yen como moneda de curso legal, puede ser con o sin el aval del gobierno de Japón.
- * Unión monetaria bilateral: se da cuando dos países se ponen de acuerdo para crear una nueva moneda y utilizarla como moneda de curso legal. Ejemplo: si El Salvador y Guatemala deciden crear el «Colotzal» y utilizarlo como moneda de curso legal en ambos países.

¹ Revista Crónica, julio 1999, artículo en portada.

² Un criterio utilizado para medir el nivel de dolarización de un país es el porcentaje de depósitos bancarios en moneda extranjera en relación al total de depósitos. Así por ejemplo en Bolivia el 82.3% de los depósitos está en moneda extranjera. (Banguat, 1999,3). Pero en Guatemala no es permitido tener depósitos en moneda extranjera y por lo mismo no hay estadística alguna. Estimaciones privadas calculan el nivel de depósitos en el sistema OFF-SHORE alrededor del 40% del nivel de M2.

* Unión monetaria multilateral: varios países se ponen de acuerdo para crear una moneda común. Ejemplo: la iniciativa de moneda común Centroamericana que nunca se concretó o el ejemplo actual del EURO, que ya entró en vigencia.

De las tres, la que más garantías de total independencia por parte del ente emisor suele ofrecer, es la Unión Monetaria Unilateral, que es la que se trata en este trabajo. Aunque esta unión monetaria unilateral no es ortodoxa, porque se acompaña de una libertad de uso de otras monedas. O sea que los agentes económicos son libres de utilizar la moneda que deseen para realizar sus transacciones. Se abandona el concepto de moneda de curso legal, porque ninguna moneda está excluida de ser utilizada legalmente. Funciona como unión monetaria unilateral por motivos prácticos, porque de cualquier manera el dólar de los Estados Unidos es la moneda dominante en la región.

Una unión monetaria multilateral, como la de la unión monetaria europea, suele ofrecer casi las mismas garantías, sobre todo en los países más pequeños que toman parte en la alianza, como Portugal, Irlanda o Luxemburgo. Estos países prácticamente no tienen ningún peso en las decisiones tomadas para toda la zona EURO por parte del banco central Europeo.

En el trabajo se hace constantemente referencia a dolarización o sistema monetario dolarizado; al hacer esto se está hablando de una unión monetaria unilateral con los Estados Unidos, acompañada de una libertad de uso de monedas. Por motivos prácticos se usa el término dolarización o dolarizado.

B) CÓMO FUNCIONA UN SISTEMA MONETARIO DOLARIZADO: DIFERENCIAS EN LA MICRO Y MACROECONOMÍA.

El dinero aparece virtualmente en todas las acciones y actividades económicas que existen. La base de las acciones económicas es el intercambio y en una economía moderna prácticamente todas las transacciones se llevan a cabo con dinero (la alternativa es el trueque que casi ha desaparecido). Para ilustrar esto se tendría que describir cómo funciona una economía dolarizada en prácticamente todos los temas y fenómenos del estudio económico: la inversión, los precios, el ahorro, la inflación, el monopolio,

la tasa de interés, las expectativas, el comercio internacional, etc. Sin embargo, el hecho de cambiar de una moneda a otra no tiene ningún efecto en casi todas las áreas del estudio económico. En sí no difiere mucho de hacer transacciones con billetes de cinco quetzales, o billetes de veinte quetzales. O como el caso de la reciente introducción del EURO en Europa, las monedas europeas como el marco alemán o el franco francés siguen circulando y siendo utilizadas por las personas. Pero desde el 1 de enero de 1999, estas monedas han pasado a ser denominaciones del EURO, algo así como sencillo del EURO. El marco y el franco en sí ya no existen, el marco es por decir 0.55 de EURO, o un franco francés es un 0.1257 de EURO, de igual manera que una moneda de 25 centavos de quetzal (una «choca») es 0.25 de un quetzal. La introducción del EURO no cambia la mayoría de aspectos de la economía y las acciones de los agentes económicos. Es decir en la microeconomía no hay cambio. El cambio está en la política monetaria, la posibilidad de poder ejercer una política monetaria discrecional y así influir o afectar la oferta y demanda de dinero a través de los cambios en la base monetaria: la inflación y los precios; el tipo de cambio; la tasa de interés, y el financiamiento de déficits del gobierno.

1) La oferta y demanda de dinero

En un sistema monetario dolarizado oficialmente, la oferta de dinero funciona de manera muy parecida a como funciona dentro de un país. Panamá, por ejemplo, tiene una relación muy similar con la parte continental de los Estados Unidos, que la que tienen Hawaii o Puerto Rico. La base monetaria está determinada por la balanza de pagos, que a su vez refleja arbitraje de precios de un país a otro, así como la preferencia local por poseer dinero. La base monetaria en un sistema con banca central la componen los billetes y monedas, más las reservas de los bancos comerciales en el banco central. En un sistema dolarizado la conforman los dólares de los Estados Unidos en circulación, más los encajes o reservas obligatorias de los bancos. Recordemos que por definición, la balanza de pagos (que en un sistema dolarizado equivale al cambio en reservas en dólares) es igual a la cuenta corriente (intercambio de bienes y servicios) más la cuenta de capital (intercambio de activos financieros). Un país dolarizado no necesita tener un superávit en la cuenta corriente para acumular dólares; un superávit en la cuenta de capital, que resulta cuando la gente trae más capital para invertir

en un país, que el capital que sacan del país, puede más que compensar un déficit en la cuenta corriente (que es el caso de Guatemala), permitiendo así que la cantidad de dólares en circulación aumente. Lo mismo sucede en un sistema de banca central, como lo ha ocurrido a Guatemala en los últimos 8 años.

Lo que pasa con la base monetaria bajo un sistema dolarizado es muy similar a lo que pasa con un tipo de

cambio fijo (ver figuras número 1 y 2). Estas ilustran los cambios que se dan y que autorregulan la masa monetaria en un sistema dolarizado cerrado. Por cerrado entiéndase que la balanza de pagos depende exclusivamente de la cuenta corriente y no está sujeta a variaciones en la cuenta de capital. Más adelante, al analizar el papel de la banca en la dolarización se puede observar la misma figura modificada a un sistema dolarizado abierto.

Figura 1 Aumento en la oferta de dinero simplificado en un sistema dolarizado cerrado

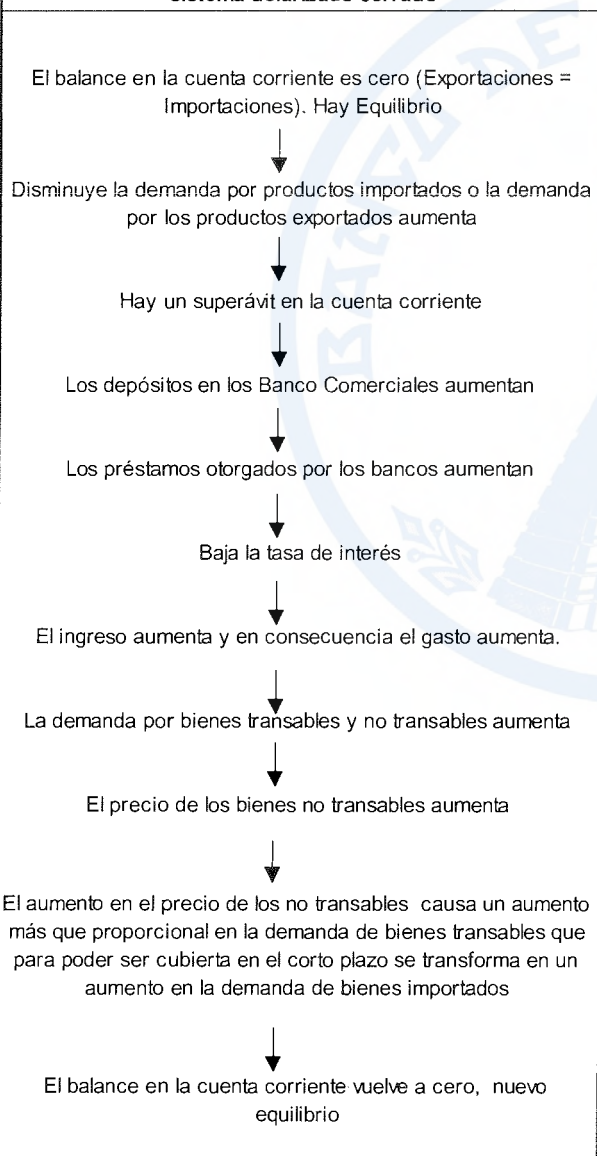
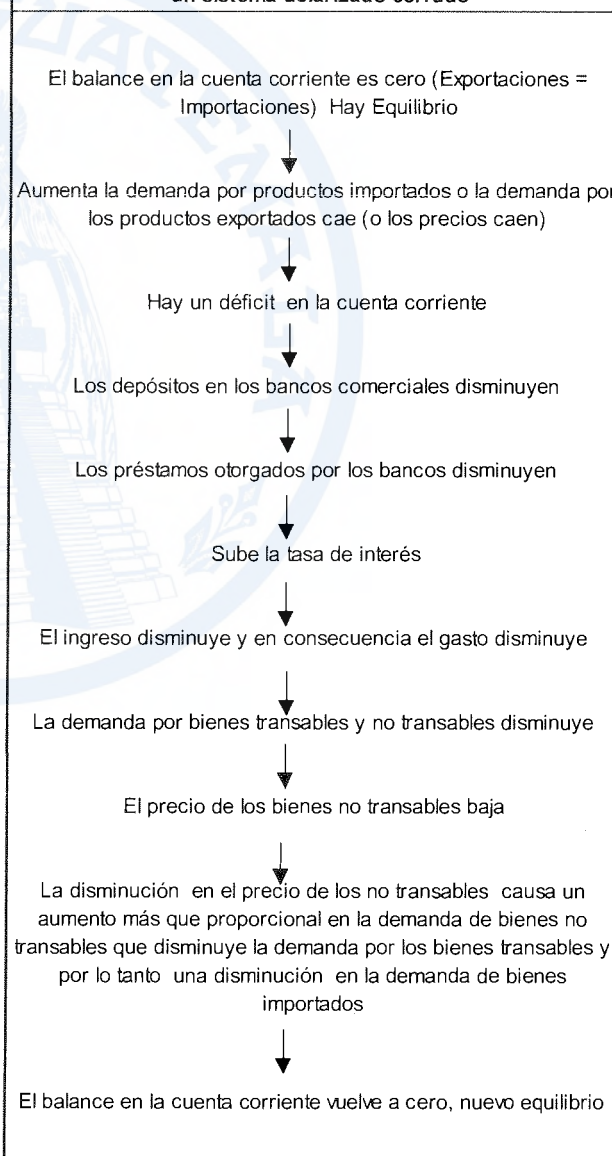


Figura 2 Aumento en la demanda de dinero simplificado en un sistema dolarizado cerrado



La oferta de dinero en un sistema dolarizado es determinada por el mercado y no por el banco central local. La dolarización en forma eficiente ajusta la oferta de dinero a la demanda de dinero. Para comprender por qué, consideremos que la demanda de dinero es al final una demanda por una cantidad real de dinero. Esto no quiere decir que la gente siempre perciba la inflación correctamente o que la demanda real de dinero sea estable; simplemente significa que a la gente lo que le importa al fin de cuentas es el poder adquisitivo del dinero con que cuenta, más que el valor nominal del dinero que tiene (el número nominal de unidades sin relación con el poder adquisitivo). Si el quetzal es reemplazado a una tasa de Q.7.50 por un dólar, alguien que hasta ahora guardaba Q7,500 bajo el colchón, querrá guardar US\$ 1,000 bajo el colchón. Alguien que cuando se movilizaba en camioneta viajaba con 30 quetzales en el bolsillo, ahora irá con 4 dólares. La demanda real del dinero tiende a estar siempre al nivel que las personas consideran óptimo según las circunstancias del momento. La demanda fluctúa, eso sí, y en ningún lugar del mundo los economistas han sido capaces de diseñar un modelo que les permita predecir estos cambios con exactitud. La única manera de averiguar si una oferta particular de dinero, iguala una demanda particular de dinero es dejando a las fuerzas del mercado hacer los ajustes correspondientes. He aquí un ejemplo típico del accionar de los economistas de bancos centrales: por determinado modelo matemático se predice un aumento en la demanda de dinero (hoy en día está de moda el término demanda de liquidez), el banco central aumenta la oferta de dinero, digamos, dejando vencer algunos bonos, y ¿qué pasa? Pues que en efecto se da un aumento en la demanda de dinero, aunque mucho menor a lo pronosticado, ante lo cual es EL MERCADO el que se ajusta, a través de una baja en las tasas de interés a corto plazo.

La oferta real de dinero es el poder adquisitivo de un quetzal, o dólar, multiplicado por la oferta nominal (la cantidad de dólares o quetzales en existencia). Cuando la demanda real de dinero está en su nivel óptimo, pero la oferta de dinero no coincide con ella, la más rápida y más eficiente manera de que ocurra el ajuste en la oferta real del dinero es a través de variaciones en el tipo de cambio. Si es un tipo de cambio variable; o cambios en la oferta nominal de dinero (cambios en la tasa de interés regulan los cambios en la oferta de dinero), si es que el tipo de cambio es fijo. Una manera más lenta de ajustarse sería

mediante un cambio en la producción de bienes y servicios. Si los consumidores no quieren que la producción cambie, los ajustes a través de la producción serán menos eficientes que los ajustes a través del tipo de cambio o de la oferta nominal de dinero.

En una economía de mercado, el banco central controla en forma directa únicamente la base monetaria (M0 o B). Los agregados monetarios más amplios que la base monetaria, (M1, M2, M3 etc.) que se componen de varios tipos de crédito emitido por la banca comercial y otras instituciones financieras, están determinados por las actividades lucrativas desarrolladas por esas instituciones, que en general son las mismas bajo cualquier sistema monetario, en una economía de libre mercado. Típicamente, una mayor base monetaria nominal permite a los bancos comerciales expandir el crédito nominal que otorgan, mientras que una menor base monetaria los induce a reducir el crédito nominal otorgado.

Lo que el banco central le hace a la base monetaria es la clave de la diferencia entre un sistema de banca central y un sistema dolarizado. El banco central puede crear, ya sea un permanente exceso o una permanente deficiencia en la oferta real de dinero, cuando realiza intervenciones esterilizadas: un tipo de intervención que no permite que cambie ni la base monetaria nominal ni el tipo de cambio, cuando hay cambios en las reservas internacionales. Un exceso constante en la oferta nominal de dinero, genera un auge artificial e inflacionario, seguido de un doloroso ajuste correctivo; una deficiencia consistente, por el otro lado, genera una contracción del crédito y una subsecuente recesión.

La intervención esterilizada³ involucra al banco central apuntando a la base monetaria para, a través de ésta, afectar los agregados monetarios de la oferta real de dinero, en vez de dejar a las fuerzas del mercado ajustar la oferta real de dinero a la demanda real. Los errores al apuntarle a la oferta real de dinero crean oportunidades para arbitraje en los mercados locales e internacionales

³ La intervención esterilizada se da cuando la autoridad monetaria contrarresta sus operaciones en el mercado de divisas, con operaciones en el mercado de crédito doméstico, dejando la base monetaria sin cambio (Schuler, 1998). Ejemplo: el Banco de Guatemala vende divisas para bajar el tipo de cambio, esto reduce la base monetaria, entonces el Banco dejar vencer algunos bonos y al pagarlos la base monetaria queda al mismo nivel, evitando así que la disminución en las reservas la afecte.

de cambio y derivados (en Guatemala esto no se da porque la moneda prácticamente no se negocia en el mercado internacional y el mercado bursátil local es muy incipiente y no cuenta con productos derivados); mientras más grande el error, más grande la oportunidad. El banco central al no permitir que la oferta real de dinero disminuya, cuando la demanda real disminuye, promueve presión especulativa sobre la moneda. La presión se acumula como sucedió en Guatemala al acumular presión durante 1988 y 1989 para, finalmente, ceder a una devaluación de casi 100% en 1990, durante la cual los especuladores realizan espectaculares ganancias. O como sucedió con la mayoría de los países asiáticos involucrados en la crisis de 1997.

La intervención esterilizada causa problemas. Pero de todos los bancos centrales del mundo el único que no lleva a cabo este tipo de intervenciones es el Banco Central de Nueva Zelanda (no lo ha hecho desde 1985). La mayoría de bancos realizan las intervenciones bajo presiones políticas; otros pocos para afectar y reducir fluctuaciones por ciclos económicos, sin una evidencia real y consistente de haber tenido algún éxito decisivo. Las presiones políticas muchas veces se disfrazan bajo la bandera de estar evitando choques económicos temporales. Más adelante veremos cómo en un sistema dolarizado se pueden combatir los choques económicos, de una manera mucho más transparente, descentralizada y eficiente en el largo plazo.

Un sistema monetario dolarizado no lleva a cabo intervenciones esterilizadas, simplemente porque no existe un banco central a cargo del nexo entre las reservas internacionales y la base monetaria. En un sistema dolarizado las reservas internacionales son la base monetaria. Por lo que una disminución en la demanda por la base monetaria inmediatamente disminuye las reservas en dólares y pone en marcha los cambios adecuados en flujos de capital, tasas de interés y precios. Las reglas bajo las que opera un sistema monetario dolarizado no le dejan la libertad de suplir ninguna otra cantidad que no sea la base monetaria que el público demanda. Un banco central por otro lado tiene la opción, en el corto plazo, de suplir una mayor o menor cantidad de dinero que la demandada por el público. Consecuentemente, un banco central tiende a prevenir el ajuste de la oferta real de dinero a la demanda real. Es algo así como un defecto innato de la banca central. En consecuencia, un sistema monetario

dolarizado también es superior a la banca central desde el punto de vista de la teoría económica.

2) Los precios y la inflación

Al considerar cómo el dinero va a ser provisto en la economía de Guatemala en el caso de una dolarización, vale la pena considerar el rol de Guatemala en la oferta y demanda mundial de dólares. La demanda por dinero y el arbitraje determinan cuánto de la oferta mundial de dinero va a dar al país dolarizado y cuánto llega a los Estados Unidos y a otros países del mundo que usan el dólar como moneda. El arbitraje tiende a mantener los precios bastante similares en los diferentes países dolarizados y los precios en Estados Unidos. De cualquier manera, no hay por qué preocuparse si existen diferencias en las tasas de inflación, al igual que no hay que preocuparse si la inflación es diferente en Hawaii o California (como en efecto lo es). Resulta natural la diferencia en inflaciones cuando una región crece a un ritmo diferente a la otra. La experiencia de Panamá ha sido una inflación en promedio 1.7% más baja que en Estados Unidos, desde 1961 a 1997. Si en algún momento, en la economía del país dolarizado, se está dando una inflación alta, las oportunidades de arbitraje crecen más deprisa promoviendo que en vez de comprarse bienes en el país se compren afuera. El resultado es un proceso autocorrectivo espontáneo.

Bajo un crecimiento normal de la economía se podría esperar una inflación similar e incluso menor a la de los Estados Unidos. Si el crecimiento de la economía (per cápita) fuera mayor al de Estados Unidos, la inflación tendería a ser más alta aunque solo levemente. La inflación también podría ser más alta si durante un tiempo se diera un intenso influjo de inversión extranjera, impactando principalmente los bienes no transables en el índice de precios. Aún con este fenómeno, la tasa de inflación no llegaría a superar la tasa internacional más que por un par de puntos, dada la regulación que un sistema completamente abierto de arbitraje provee.

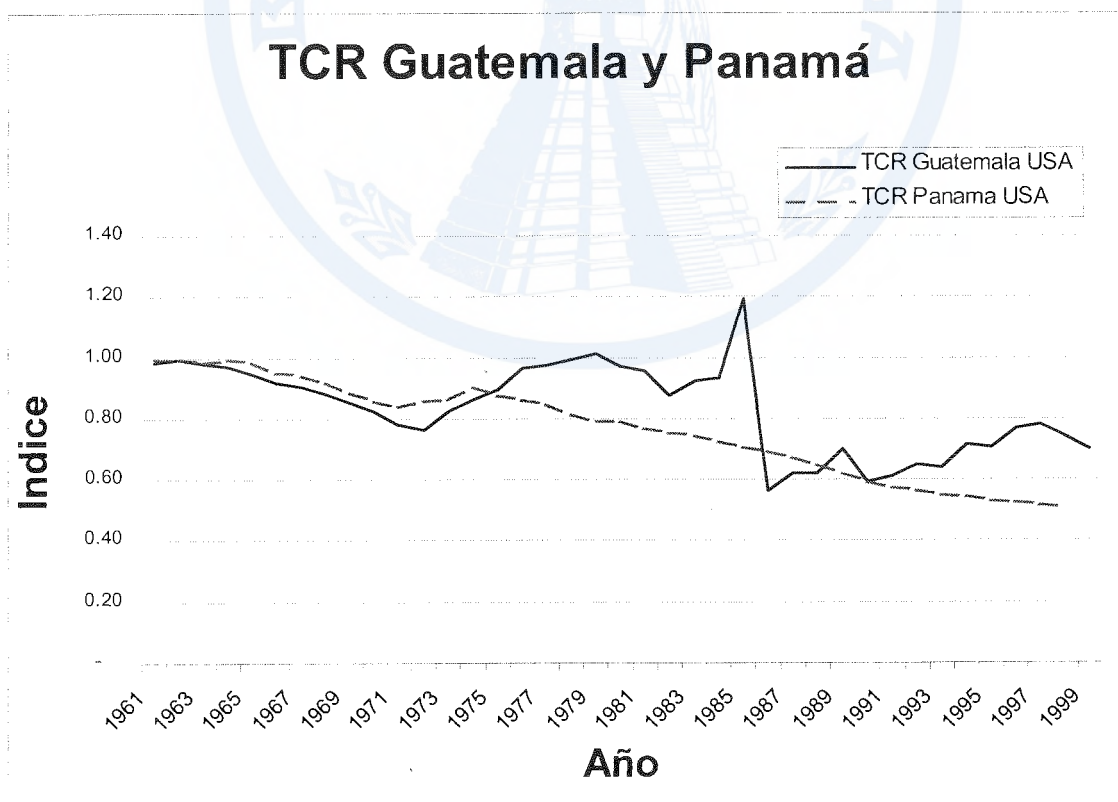
Una inflación baja asegurada es una de las ventajas más grandes y concretas de la dolarización.

3) Equilibrio de precios y el tipo de cambio real

El método más común para medir el tipo de cambio real es el del diferencial de inflaciones. No es un método

100% eficiente pero, aparte de ser el más común, es el más fácil de comprender. Para ilustrar su cálculo se incluye el cuadro número 1. El movimiento del tipo de cambio real (TCR) en los últimos años se puede ver en la gráfica número nueve y en el cuadro número 1, que muestran el movimiento del tipo de cambio real en Panamá y Guatemala con respecto al de los Estados Unidos. Se debe observar el valor acumulado del tipo de cambio real, aunque al momento de realizar un análisis también es importante observar la tendencia reciente del tipo de cambio real, si se ha estado apreciando o depreciando. En la gráfica, se puede observar cómo el tipo de cambio real de Panamá y el de Guatemala se movían de forma casi paralela hasta principios de los años setenta, esto es natural debido a la tasa de inflación más baja experimentada por ambos países. Después de esos años Guatemala mantiene un tipo de cambio fijo, pero la inflación en el país aumenta por lo que se da una apreciación en el tipo de cambio real hasta el año de 1985 en que se devalúa el quetzal. De ahí en adelante el TCR ha mantenido una tendencia hacia una revaluación con una caída fuerte en 1990 y otra en 1998-99.

El principal objetivo de esta gráfica es mostrar cómo aún con altibajos el tipo de cambio real de Guatemala ha seguido la tendencia del de Panamá, país donde se ha mantenido un tipo de cambio nominal fijo a través de la dolarización. La tendencia principal del tipo de cambio real depende de variables reales y de largo plazo. En este caso se ha dado que Estados Unidos (y el mundo en promedio) ha tenido un crecimiento per cápita más rápido que Guatemala y Panamá, apreciando su tipo de cambio real en comparación con estos dos países. Dependiendo el TCR de variables reales en el largo plazo, lo importante es evitar que se den distorsiones en el corto plazo. Estas pueden ser introducidas principalmente por el banco central interviniendo de maneras diversas el tipo de cambio nominal. La dolarización es superior al sistema de banca central en cuanto que restringe la volatilidad del tipo de cambio real.



Cuadro No.1
Inflación y tipo de cambio, Guatemala, Panamá y Estados Unidos 1960-1998

Año	Inflación Guatemala	Tipo de Cambio. Q/US\$	Tipo de Cambio Balboa/US\$	Inflación Panamá	Inflación USA	Diferencial: Guatemala - USA	Diferencial de Inflación Acumulado	Diferencial: Panamá USA	TCR Guatemala USA	TCR Panamá USA
1961	-0.50	1.00	1.00	0.50	1.1	-1.60	0.98	-0.60	0.98	0.99
1962	2.10	1.00	1.00	0.80	1.1	1.00	0.99	-0.30	0.99	0.99
1963	0.10	1.00	1.00	0.50	1.4	-1.30	0.98	-0.90	0.98	0.98
1964	-0.20	1.00	1.00	2.40	1.1	-1.30	0.97	1.30	0.97	0.99
1965	-0.80	1.00	1.00	0.50	1.7	-2.50	0.94	-1.20	0.94	0.98
1966	0.70	1.00	1.00	0.00	3.3	-2.60	0.92	-3.30	0.92	0.95
1967	0.50	1.00	1.00	1.50	2.4	-1.90	0.90	-0.90	0.90	0.94
1968	1.90	1.00	1.00	1.50	4.3	-2.40	0.88	-2.80	0.88	0.92
1969	2.10	1.00	1.00	2.00	5.6	-3.50	0.85	-3.60	0.85	0.88
1970	2.40	1.00	1.00	2.90	5.7	-3.30	0.82	-2.80	0.82	0.86
1971	-0.50	1.00	1.00	1.90	4.4	-4.90	0.78	-2.50	0.78	0.84
1972	0.50	1.00	1.00	5.60	3.2	-2.70	0.76	2.40	0.76	0.86
1973	14.40	1.00	1.00	6.80	6.3	8.10	0.82	0.50	0.82	0.86
1974	15.90	1.00	1.00	16.20	11.2	4.70	0.86	5.00	0.86	0.90
1975	13.10	1.00	1.00	6.00	9	4.10	0.90	-3.00	0.90	0.88
1976	13.58	1.00	1.00	3.80	5.8	7.78	0.97	-2.00	0.97	0.86
1977	7.45	1.00	1.00	4.70	6.4	1.05	0.98	-1.70	0.98	0.84
1978	9.10	1.00	1.00	4.10	7.5	1.60	0.99	-3.40	0.99	0.82
1979	13.77	1.00	1.00	8.10	11.4	2.37	1.01	-3.30	1.01	0.79
1980	9.08	1.00	1.00	13.80	13.5	-4.42	0.97	0.30	0.97	0.79
1981	8.64	1.00	1.00	7.3	10.3	-1.66	0.95	-3.00	0.95	0.77
1982	-1.96	1.00	1.00	4.2	6.2	-8.16	0.88	-2.00	0.88	0.75
1983	8.42	1.00	1.00	2.1	3.1	5.32	0.92	-1.00	0.92	0.74
1984	5.18	1.00	1.00	1.6	4.3	0.88	0.93	-2.70	0.93	0.72
1985	31.46	1.00	1.00	1	3.6	27.86	1.19	-2.60	1.19	0.71
1986	25.67	2.62	0.38	-0.1	1.8	23.87	1.47	-1.90	0.56	0.69
1987	10.05	2.53	0.40	1	3.7	6.35	1.57	-2.70	0.62	0.67
1988	10.97	2.71	0.37	0.3	4	6.97	1.68	-3.70	0.62	0.65
1989	17.94	2.71	0.37	0.1	4.9	13.04	1.90	-4.80	0.70	0.62
1990	60.64	4.98	0.20	0.8	5.4	55.24	2.94	-4.60	0.59	0.59
1991	9.17	5.04	0.20	1.3	4.2	4.97	3.09	-2.90	0.61	0.57
1992	13.73	5.27	0.19	1.8	3.1	10.63	3.42	-1.30	0.65	0.56
1993	11.64	5.82	0.17	0.5	3	8.64	3.71	-2.50	0.64	0.55
1994	11.59	5.65	0.18	1.3	2.9	8.69	4.03	-1.60	0.71	0.54
1995	8.61	6.04	0.17	0.9	2.8	5.81	4.27	-1.90	0.71	0.53
1996	10.85	6.00	0.17	1.3	2.9	7.95	4.61	-1.60	0.77	0.52
1997	7.13	6.18	0.16	1.2	2.3	4.83	4.83	-1.10	0.78	0.52
1998	7.48	6.85	0.15	1	2.1	5.38	5.09	-1.10	0.74	0.51
1999	1.5	7.32	0.14	0.7	1.05	0.45	5.11	-0.35	0.70	0.51
AVG	9.52	2.30	0.74	2.93	4.66	4.87	1.73	-1.73	0.84	0.77

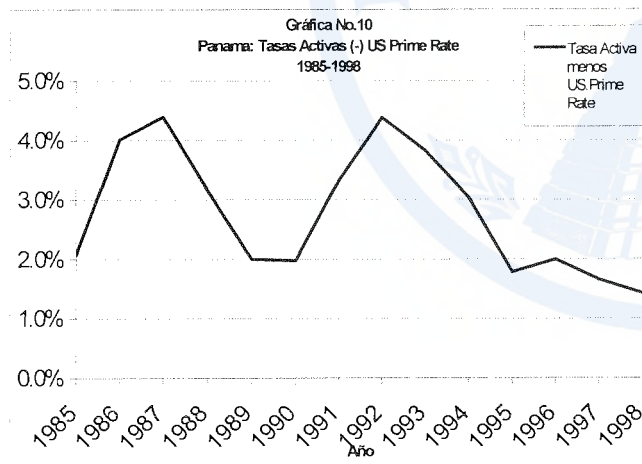
Fuente: Banco de Guatemala, Banco Nacional de Panamá e International Financial

En la gráfica se puede ver la suavidad de la curva panameña comparado con los altibajos de la curva guatemalteca. No ha de sorprender que un estudio llevado a cabo por el BID, encontró un índice de volatilidad en el tipo de cambio real en Latinoamérica del 13.3. La volatilidad en países en desarrollo de 4.8 y en Panamá únicamente del 2.3⁴. (BID, 1995)

Otra gran ventaja, es que se acaba el debate constante entre exportadores, importadores y los economistas contratados por ambos grupos, sobre si el tipo de cambio está subvaluado o sobrevaluado. Ya no hay tipo de cambio nominal. No se puede alegar algún tipo de distorsión artificial.

4) La tasa de interés

La tasa de interés se acerca mucho a la tasa de interés del dólar en los mercados internacionales de crédito, más una prima por riesgo institucional. En un sistema de banca central la tasa de interés también incluye una prima por riesgo de devaluación, misma que desaparece bajo la dolarización.



La experiencia panameña ha sido que la tasa activa se mantuvo entre 2 y 4 puntos encima de la Prime Rate durante muchos años, hasta que en los últimos dos se ha visto reducida a poco más de un punto en promedio. Ver

⁴ Otros factores actúan a favor de Panamá para tener un índice de volatilidad tan bajo, entre ellos, que sus términos de intercambio también tienen una volatilidad muy baja debido a la conformación de sus exportaciones con un gran componente de ingresos constantes provenientes del manejo del Canal.

Cuadro 2 y Gráfica 10 (Panamá: Tasas Activas (-) US Prime Rate). En el cuadro 2 se detallan los préstamos por industria. Esto para formarse una idea del rango en el cual andarían los préstamos. Es difícil predecir en cuántos puntos por encima de la «prime rate» se encontraría la tasa en Guatemala; Panamá debiera ser un buen parámetro. En el Cuadro 2 se puede observar las tasas de interés que rigen en Panamá en diferentes industrias. Esto se debe a la mejora en el «ranking» de riesgo país que ha sufrido Panamá, entre otras razones por una reducción enorme en su déficit fiscal y una mejora importante en las garantías políticas y en su sistema democrático.

CUADRO No. 2				
TASA DE INTERES SOBRE CREDITO				
Panama				
DICIEMBRE 1996 -DICIEMBRE -1998				
(En Porcentaje)				
PRESTAMOS A MENOS DE UN AÑO				
FECHA	COMERCIO	INDUSTRIA	CONSUMO	PRIME RATE
			PERSONAL	
DIC. 96	11.17	10.89	12.04	8.25
MAR. 97	10.12	9.25	12.07	8.25
JUN. 97	10.21	10.03	12.97	8.5
SEP. 97	10.18	9.25	12.93	8.5
DIC. 97	9.97	8.51	13.78	8.5
ENE. 98	10	8.97	13.06	8.5
FEB. 98	9.93	8.87	12.91	8.5
MAR. 98	9.9	8.84	12.47	8.5
ABR. 98	9.92	8.89	12.47	8.5
MAY. 98	9.91	8.9	12.49	8.5
JUN. 98	10	8.88	12.4	8.5
JUL. 98	10.07	8.92	13.55	8.5
AGO. 98	10.11	8.88	13.57	8.5
SEP. 98	9.95	9.06	13.48	8.5
OCT. 98	9.91	9.14	13.25	8
NOV. 98	9.81	9.03	13.05	7.75
DIC. 98	9.87	9.06	13.12	7.75

PRESTAMOS DE 1 A 5 AÑOS				
FECHA	COMERCIO	INDUSTRIA	C. PERSONAL	PRIME RATE
DIC. 96	10.63	9.78	12.5	8.25
MAR. 97	10.53	10.44	13.07	8.25
JUN. 97	10.44	10.5	12.25	8.5
SEP. 97	10.77	9.74	12.72	8.5
DIC. 97	10.52	9.9	12.68	8.5
ENE. 98	10.55	9.57	12.4	8.5
FEB. 98	11.05	9.71	12.3	8.5
MAR. 98	11.04	9.11	12.13	8.5
ABR. 98	11.3	9.09	12.25	8.5
MAY. 98	11.32	9.15	12.24	8.5
JUN. 98	11.47	9.16	12.38	8.5
JUL. 98	11.45	9.14	13.55	8.5
AGO. 98	11.47	9.15	13.35	8.5
SEP. 98	10.06	9.25	13.25	8.5
OCT. 98	10.09	9.27	12.8	8
NOV. 98	10.08	9.26	12.77	7.75
DIC. 98	9.94	9.09	12.62	7.75

FUENTE: Banco Nacional de Panamá.

En el cuadro 2 se puede observar también cómo ha descendido la tasa de interés en Panamá a lo largo de los últimos dos años. Para estabilizarse en los créditos a la industria en poco más de un uno por ciento encima de la «prime rate» de Estados Unidos.

En la gráfica número 10 se puede apreciar como ha ido variando la diferencia entre la «prime rate» y la tasa activa en Panamá desde 1985. Las tasa de interés a corto plazo en Panamá prácticamente no fluctúa más que lo que se mueve el «money market» internacional (Moreno-Villalaz,1998). Pero esto también se debe a su sistema financiero totalmente integrado internacionalmente. En el caso de una dolarización en Guatemala, al principio habría alguna fluctuación relacionada con los ciclos económicos

del país (ciclos agrícolas, dada la importante dependencia en algunos productos agrícolas de exportación). Conforme la banca se va integrando con el sistema financiero internacional las fluctuaciones disminuyen. Los movimientos bruscos en la tasa de interés de corto plazo tienen un efecto negativo en el «spread» (Edwards, 1999, pp.7-9), haciéndolo más grande. ¡En Guatemala el «spread» en los últimos 6 años no ha bajado del 10%! Y la tasa de interés pasiva real ha sido negativa en todos los años menos en 1993 (ver cuadro 3). Una reducción de las fluctuaciones de las tasas de interés a corto plazo sumado a un incremento en la competencia internacional y transparencia en el sistema bancario bajo el sistema dolarizado tienen como consecuencia una reducción en el «spread».

Cuadro No.3
TASA DE INTERÉS Nominales, Reales y Spread en Guatemala
AÑOS 1980 - 1998
- Porcentajes -

AÑO	ACTIVA	PASIVA	Spread	Inflacion	Tasa Real Activa	Tasa Real Pasiva
1980	11.0	9.0	2	9.08	1.92	-0.08
1981	15.0	13.0	2	8.64	6.36	4.36
1982	12.0	9.0	3	-1.96	13.96	10.96
1983	12.0	9.0	3	8.42	3.58	0.58
1984	12.0	9.0	3	5.18	6.82	3.82
1985	12.0	9.0	3	31.46	-19.46	-22.46
1986	14.0	11.0	3	25.67	-11.67	-14.67
1987	14.0	11.0	3	10.05	3.95	0.95
1988	16.0	13.0	3	10.97	5.03	2.03
1989	16.0	13.0	3	17.94	-1.94	-4.94
1990	22.6	14.5	8.1	60.64	-38.04	-46.14
1991	22.1	14.0	8.1	9.17	12.93	4.83
1992	21.2	11.3	9.9	13.73	7.47	-2.43
1993	25.7	13.7	12	11.64	14.06	2.06
1994	20.2	7.6	12.6	11.59	8.61	-3.99
1995	22.2	8.2	14	8.61	13.59	-0.41
1996	22.4	7.7	14.7	10.85	11.55	-3.15
1997	16.4	5.0	11.4	7.13	9.27	-2.13
1998	18.1	6.2	11.9	7.48	10.62	-1.28

Fuente: Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala

Es importante mencionar que el gobierno guatemalteco pierde mucho de su poder para alterar o afectar la tasa de interés, directa o indirectamente. En un sistema de banca central el gobierno puede afectar la tasa de interés local a través de operaciones de mercado abierto (colocación y vencimiento de bonos de deuda interna), dado que es el agente más grande y dominante del mercado. En un sistema dolarizado, el tamaño del gobierno en relación con los mercados globales de crédito, que se manejan en dólares, es insignificante. Por esto, mientras más integrado internacionalmente se encuentre el sistema financiero, más pequeño relativamente será el peso del gobierno en las actividades de financiamiento y menor será su influencia en la tasa de interés en el mercado local.

Tasas de interés activas más bajas, tasas de interés reales pasivas positivas y menos fluctuaciones en el corto y largo plazo, son unas de las ventajas más concretas y claras que un sistema dolarizado ofrece.

5) Ajuste a choques externos

En una economía dolarizada el ajuste a choques se da de una manera muy similar a la forma en que las personas individuales se ajustan a los choques. A través del crédito. Es muy importante evaluar cuál es la verdadera función de los choques externos en la economía de un país. Los choques per se no son malos. Si yo tengo una empresa y lo que produzco es un «commodity», un tomador de precios puro, digamos madera en pie, entonces tengo años de buenos precios y años en los que alguna empresa internacional obtiene una licencia para explotar bosques vírgenes en Surinam por 20,000 km², y los precios se caen. Mi negocio estará sujeto a constantes choques externos debido a precios. Si yo soy un agente económico razonable, o escogeré ahorrar en los años buenos y desahorrar en los malos, o tendré abierta una línea de crédito con un banco, para capital de trabajo en años de malos precios. Además de esto tendré un incentivo para dar más valor agregado a mi producto, a modo que ya no fluctúe tanto con los precios internacionales. Como individuo «razonable» también podría ir al gobierno y pedirle que en los años malos devalúe un poco la moneda o me otorgue un pequeño subsidio para que mis ingresos se mantengan iguales, aunque sea en perjuicio de otras personas. En este segundo caso, el incentivo para aumentar el valor agregado en el producto también será menor. Este

ejemplo de alguna manera manifiesta la diferencia entre un sistema monetario dolarizado y uno con banca central. Al analizar los choques que afectan a la economía en forma agregada, a fin de que el país pueda prestar o ahorrar para compensar choques, el sistema financiero tiene que contar con recursos mayores a los utilizados en el operar normal de la economía. Para el caso en análisis da lo mismo si cuenta con los recursos o simplemente tiene acceso a esos recursos a través de endeudamiento con otros bancos en el exterior. Las diferencias en el sistema financiero, bajo un sistema monetario dolarizado, serán discutidas más adelante en una sección específica sobre el tema.

Bajo una integración financiera internacional, las tasas de interés están definidas por las tasas mundiales de interés, ajustadas a los costos de transacción, riesgo de cliente y riesgo país. El equilibrio en el portafolio de los bancos implica que, al margen, a los bancos les es indiferente utilizar sus recursos localmente o en el exterior, y así ajustan sus portafolios correspondientemente. Una oferta excesiva de dinero crea una mayor liquidez en el sistema bancario. Los bancos evalúan proyectos rentables (a niveles aceptables de riesgo), y cuando estos se acaban, colocan los fondos sobrantes en el mercado internacional, directamente o vía la intervención de otros bancos internacionales en el país. Por el otro lado, un exceso en la demanda de dinero o crédito lleva a los bancos a reducir sus depósitos o inversiones en el exterior, o a pedir prestado en el exterior. Este ajuste en los portafolios de los bancos es la clave para el mecanismo de ajuste del sistema monetario dolarizado, al permitirle ventilar una excesiva oferta de dinero, y sirviendo para suavizar fluctuaciones en la oferta y demanda de dinero y crédito. De otra manera, pequeñas variaciones en los flujos de capital o tipos de cambio vecinos, cambiarían el nivel de la oferta de dinero y el gasto. En Panamá, que cuenta con un sistema financiero totalmente integrado, este no ha sido el caso (Moreno-Villalaz, 1997, pp.2-10).

Un ejemplo de un choque externo: en Guatemala se da una caída en la producción de café, debido a una helada que destruye el 80% de la plantación nacional. En un sistema cerrado como el actual, se da una caída en el gasto y el consumo, ya sea a través de una reducción en la oferta de dinero o de una devaluación del tipo de cambio. En un sistema internacionalizado, si los bancos perciben que el choque es de corto plazo y las personas aún son razonablemente sujetos de crédito, procederán a

endeudarse en el extranjero y a prestar no sólo a los productores de café, sino en general, mantendrán el nivel de préstamos que había en el resto de la economía antes del choque. En sí el endeudamiento internacional de los bancos evitará una reducción en la oferta local de dinero. Modificando un poco el ejemplo, si el choque fuera más permanente, digamos una caída en el precio a US\$ 40 el quintal (suponiendo que la caída es debido a una sobreproducción generalizada en el mundo, la cual tarda mucho en bajar). En este caso los bancos difícilmente prestarán dinero a los productores de café e industrias relacionadas, aunque sus préstamos a otras industrias se reducirían en menor escala. Se da una reducción en el gasto y el consumo pero no tanto por una reducción en la oferta de dinero, como por una reducción real en el ingreso. Este mecanismo permite que un choque se filtre en la economía de acuerdo a la percepción de duración y gravedad que tenga el sistema financiero, que está mucho menos sujeto a presiones políticas que un banco central.

En los países en los que un tipo de cambio fijo ha perdurado por un período prolongado, la clave del éxito parece haber radicado en dos fenómenos económicos (Harberger, 1999): la desvinculación del ahorro con la inversión y la desvinculación de los depósitos locales con los créditos al sector privado. La única manera en que se puede alcanzar esto es a través de una integración financiera total, en la que las instituciones balanceen juntas sus operaciones locales e internacionales. La dolarización al ser una medida que otorga más seguridad a largo plazo, promueve la integración financiera internacional de forma más decidida, al mismo tiempo que elimina totalmente el diferencial de tasa de interés, proveniente del riesgo del tipo de cambio, entre la moneda local y el dólar.

Resumiendo, el ajuste a los choques externos se da a través del sistema financiero. Mientras más integrado a los mercados internacionales de crédito está el sistema financiero, mayores son los choques temporales que puede amortiguar. Sin embargo, la amortiguación de los choques se da bajo un contexto de libre mercado y transparencia y con un juicio técnico independiente, más que por influencia política.

C) DIFERENCIAS EN EL GOBIERNO

1) Restricción fiscal dura

La ausencia de dinero producido localmente significa que el gasto público está en efecto limitado a los recursos financieros disponibles. El sistema monetario le impone una racionalidad de mercado a las decisiones gubernamentales, evitando así desequilibrios macroeconómicos. Políticas que crean desbalances macrofiscales no existen. Cuando hay necesidad de equilibrar el presupuesto, se realizan cortes inmediatos en el gasto, principalmente en la inversión y muy ocasionalmente se puede incrementar los impuestos.

Las entidades estatales (instituciones descentralizadas) tienen una presión más grande para ser autosuficientes, alcanzando la autosuficiencia, a veces, a través de precios más altos.

La planificación precisa del gasto de cada unidad del gobierno se hace también de manera más exigente, pues las correcciones sobre la marcha se vuelven más difíciles de hacer. Las instituciones descentralizadas, incluidos los gobiernos departamentales y municipales están presionados a llevar sus funciones de una manera tal que éstas tengan suficiente transparencia como para tener acceso al crédito en el sistema financiero. La restricción financiera dura tiene implícito un incentivo a favor de la descentralización.

Las restricciones en el gasto del gobierno no implican que el gobierno automáticamente tendrá un déficit fiscal bajo. El gobierno panameño tuvo un déficit fiscal anual entre el 7-9% del PIB durante los años setenta y aún hoy en día la deuda pública supera el 90% del PIB.

Lo que sí ofrece la restricción fiscal dura es independencia en el nivel de riesgo asignado al gobierno y el nivel de riesgo general del sistema financiero. Por lo menos ésta ha sido la experiencia en Panamá (Moreno-Villalaz, 1997, pp.14). Con la consiguiente ventaja de que los agentes del mercado no se ven afectados directamente por niveles de deuda muy alta en el gobierno, evitando así comprometer más el crecimiento económico con tasas de interés más altas, lo que probablemente empeoraría aún más la situación fiscal del gobierno.

2) El financiamiento del déficit

El gobierno pasa a funcionar de muchas maneras como una empresa grande (y hay cientos, si no miles de empresas en el mundo, con un presupuesto de gastos más grande que el gobierno de Guatemala). Su déficit lo tiene que financiar a través de aumentar su deuda, así como una empresa financia su inversión mediante la colocación de bonos, o a través de préstamos bancarios. Si va a pedir prestado es mejor que lo haga con bastante tiempo de anticipación, si no lo hace así tendrá que pagar una tasa de interés más alta. El gobierno de Guatemala ha hecho importantes progresos en los últimos años en lo que a control y monitoreo del gasto público se refiere. Al punto que casi logra llevar todo los gastos ejecutados en línea. Otra característica del gasto público en los últimos años ha sido que los presupuestos anuales son sub-ejecutados. Estos dos hechos son una buena característica para un sistema en el cual se tiene una restricción presupuestaria dura. El primero porque permite observar una variación en las necesidades de financiamiento en el momento que comienzan a darse, y el segundo porque el financiamiento se encuentra planificado por más de lo que se va a utilizar, que es como una empresa bien manejada opera. Como reza el viejo refrán: «Más vale que sobre y no que falte». Las alternativas de financiamiento del gobierno son:

- * Colocación de bonos
- * Deuda con bancos o instituciones financieras privadas, locales o internacionales
- * Organismos multilaterales

Como en una empresa, la capacidad de endeudamiento del gobierno dependerá del tamaño de la economía y su proporción de captación fiscal, y de la velocidad con que crece la economía (al largo plazo es la misma velocidad con que crecen sus ingresos). Un buen manejo fiscal y de su deuda permitirá al gobierno acceder con el tiempo, a créditos con tasas cada vez más bajas.

D) DIFERENCIAS EN LA BANCA CENTRAL Y EL SISTEMA FINANCIERO

En el capítulo I se ha demostrado desde varios puntos de vista, cómo la flexibilidad es peligrosa y muchas veces contraproducente. En sí, uno de los objetivos de la dolarización es acabar con la flexibilidad y dejar al mercado ser el que determine los agregados monetarios sin distorsiones.

El Banco de Guatemala abandona sus funciones de director de la política monetaria. Una vez establecida la dolarización podría intentar continuar con el manejo de política monetaria pero, de cualquier manera, no tendría ningún efecto con sus medidas, así que mejor si cierra todos sus departamentos dedicados a esto de una sola vez. Hay que reestructurar el banco para separar las funciones que realiza en torno a recopilación de información y estadística y las que realiza en análisis económico y planificación. Así se puede dejar la parte de recopilación de estadística e información y fusionarla con el Instituto Nacional de Estadística. La parte de análisis y planificación debe desaparecer. La función de custodia de reservas puede seguir a cargo del Banco de Guatemala, aunque pasa a ser más una función de supervisión y administración de reservas que una verdadera custodia. Su rol como prestamista de última instancia y banco del gobierno, es discutido en detalle más adelante en esta misma sección. El manejo de sus pasivos y activos, así como el proceso de transición es discutido en el capítulo V.

1) Prestamista de última instancia

La escuela monetarista, encabezada por Milton Friedman, dio mucho auge al concepto de un prestamista de última instancia en un sistema de banca central, sobre todo con su explicación de la recesión de los años treinta. Sin embargo el concepto de prestamista de última instancia ha perdido presencia en el debate económico en los últimos años. Aún así el consenso general todavía lo incluye como un elemento clave en un sistema bancario de reservas fraccionales. El consenso general también ha llegado a un acuerdo en cuanto a que el gobierno tampoco tiene que garantizar los depósitos de las personas en la banca pero de alguna manera se debe buscar reprimir las muy temidas corridas bancarias, en las cuales por algunos bancos malos quiebran muchos bancos buenos, causando enormes pérdidas generalizadas. Entrar en polémica sobre si un prestamista de última instancia es realmente necesario o no, es un tema para otro estudio de igual tamaño que este, así que aquí el enfoque será el de alternativas para un prestamista de última instancia, que eviten las temidas corridas bancarias, dado que en un sistema monetario dolarizado, o no hay banco central, o éste no puede actuar como prestamista de última instancia

tradicional a través de préstamos temporales provenientes de la emisión de billetes sin respaldo. Se buscan otras alternativas que ofrezcan similar protección⁵.

Algunas alternativas son:

- * Internacionalizar el sistema financiero
- * Establecer un seguro de depósito con líneas de crédito preaprobadas
- * Permitir a los bancos ejercer una cláusula opcional

Estas medidas no tienen que ser independientes, se puede introducir como una combinación de medidas.

El arreglo más promisorio es internacionalizar el sistema financiero. Esto significa promover que bancos extranjeros establezcan agencias en el país, permitir que compitan con bancos locales en igualdad de condiciones y que puedan tener hasta 100% de propiedad en bancos locales. En Guatemala hoy en día ya hay muy pocas restricciones específicas al ingreso de bancos internacionales en cuanto a propiedad o condiciones de competencia. Lo que sí existe es una restricción en extremo retrógrada a poseer depósitos en moneda extranjera; la «ley de desconcentración de divisas», que abre el sistema, llegó al Congreso hace años y se encuentra engavetada. Cualquier iniciativa para modernizar el sistema financiero nacional, en cualquier dirección, debe comenzar con la aprobación de esa ley. Cambios más específicos en el sistema financiero son discutidos en la próxima sección. La dolarización y la internacionalización bancaria son complementarios: la dolarización abre la moneda al mundo, la internacionalización de la banca abre a la banca y el sistema financiero al mundo. Históricamente, países con sistemas financieros internacionalizados han sufrido menos problemas que países que han restringido la

competencia de bancos extranjeros. A los bancos locales por sí solos les resulta más difícil diversificar los riesgos que a los bancos internacionales, así que cuando un choque de origen local golpea a la banca, como por ejemplo una gran caída en los precios de los bienes raíces, todos los bancos locales caen en iliquidez. Si el sistema bancario local no se encuentra internacionalizado, el público y los bancos tienen acceso muy limitado a recursos externos de liquidez.

Una manera en la que un sistema internacionalizado detiene corridas bancarias es a través de la confianza. La gente sabe que se puede aburrir de ir a sacar sus depósitos del Citibank o el Chase Manhattan y a esos bancos nunca se les van a acabar los fondos, ya que son bancos más grandes que la economía guatemalteca entera. Por eso, en una crisis de confianza, no van a sacar sus depósitos de estos bancos, lo que es más, llevan más depósitos. Un sistema bancario internacionalizado obtiene su liquidez de dentro de sí mismo.

Los bancos multinacionales al tener acceso ilimitado a recursos con sus casas matrices, también proveen de liquidez a bancos locales en los casos de un choque interno. A través de líneas de crédito preaprobadas y de muy corto plazo a tasas de interés relativamente altas. Las corridas bancarias son fenómenos que arrancan muy deprisa, y de muy corto plazo. La quiebra inesperada de un banco por malos manejos crea una rápida reacción por parte de los depositantes, que tratan de sacar su dinero de ese banco, y luego la reacción se propaga a otros bancos de los que la gente pueda desconfiar. Si los otros bancos a los que van llegando les van dando su dinero, y en ningún momento restringen los pagos, el miedo disminuye y la corrida va perdiendo velocidad, hasta casi desaparecer. Otro fenómeno que ocurre es que la gente va a sacar su dinero de un banco para llevarlo a otro, esto tiene el efecto de disminuir el riesgo de una crisis sistémica. Aún así medidas de seguridad adicionales se pueden instituir, como parte de un nuevo «policy mix». Además el sistema financiero no se puede internacionalizar por decreto, ni de un día para otro; toma tiempo. Este estudio considera que para Guatemala, en la situación actual de la banca y su poca internacionalización, un fondo para contingentes de iliquidez sumado a un seguro de depósitos son indispensables para mantener la confianza en el sistema.

⁵ Contar con una moneda propia no quiere decir que al presentarse una crisis bancaria se pueda resolver el problema mediante una ilimitada impresión de billetes. En Venezuela, en la primera mitad de 1994, se presentó una crisis bancaria severa que resultó en una corrida masiva de depósitos. El Banco Central de Venezuela hizo adelantos en efectivo, en grandes cantidades, a una serie de bancos en problemas, buscando paliar la crisis. Esto resultó en una devaluación superior al 100% en el tipo de cambio, hasta que controles de cambio fueron impuestos. El Gobierno al final se quedó con un costoso rescate bancario sobre sus hombros, que fue pagado por la gente a través de inflación y devaluación. La idea de un prestamista de última instancia resulta desestabilizadora si está basada en la idea de que es fácil imprimir dinero (Hausman, 1999, pág.16).

Un fondo para préstamos de contingencia se puede constituir con una línea de crédito a favor del gobierno por US\$ 340 millones⁶. Existen posibilidades de obtenerla de parte de instituciones multilaterales como el FMI o el BM. O incluso podría negociarse con un grupo (Pool) de bancos comerciales internacionales. Por supuesto, una línea de crédito como tal tiene un costo que será evaluado más adelante en el capítulo de costos y beneficios. US\$ 340 millones es más o menos el 10% de los depósitos bancarios actuales (US\$3,402MM al 7 de julio de 1999). Una crisis bancaria que superara necesidades de efectivo superiores a ésta no puede ser soportada por ningún sistema monetario⁷. Además las últimas crisis bancarias en Latinoamérica (Chile 81-83, México 95, Brasil 99) han tenido todas una relación directa con crisis cambiarias, las cuales no existen bajo la dolarización. Muchas veces la gente también saca su dinero masivamente del sistema bancario para convertirlo a una moneda más fuerte, como se dio el caso en Guatemala a principios de 1999. Esta es también una de las razones por las que es mejor la dolarización que la caja de convertibilidad (genera más confianza). La línea de crédito podría irse reduciendo conforme objetivos de internacionalización bancaria se fueran alcanzando. O se puede dejar con esta cantidad fija, para que se vaya reduciendo en términos porcentuales al ir aumentando el nivel de depósitos.

La administración del fondo permanece bajo el Banco de Guatemala (o la institución en la que se convierta después de la dolarización) y se definen una serie de características que tienen que cumplirse para poder acceder a los fondos contingentes, a ser supervisados por la Superintendencia de Bancos. Este fondo NO es para garantizar depósitos, es para facilitar préstamos a bancos con problemas netamente de liquidez, y no de balance general. Si un banco tiene problemas de malos créditos y falta de liquidez, se debe dejar ir a la quiebra. Ante lo cual los depositantes únicamente podrán reclamar lo que logren rescatar del valor de los activos del banco y lo que estuviere cubierto por el Seguro de Garantía de Depósitos. Un seguro de Garantía de Depósitos ya se encuentra en proyecto de ley en Guatemala, el FOPA, fondo de protección al pequeño ahorrante. En el caso de una dolarización habría que cambiar las cantidades mínimas cubiertas, y en los primeros años de la dolarización es importante comenzar con una cobertura un poco mayor, sin importar que la prima del seguro aumente. En la ley actual se habla de protección hasta Q.20,000. El seguro de depósitos vigente en Argentina es por hasta US\$30,000. Un cálculo actuarial hace falta para determinar la cantidad, el costo y el monto de ahorrantes cubiertos en un nuevo sistema, pero la cantidad debiera ser por lo menos de US\$ 5,000 y la cantidad cubierta no ser mayor al 80% de los depósitos, para evitar el riesgo moral (moral hazard). El seguro de garantía opera bajo normas mucho más rígidas que el fondo para préstamos de contingencia. La posibilidad de contar con un seguro, aunque sea para los pequeños ahorrantes, genera una confianza adicional por parte de la gente, sobre todo los pequeños ahorrantes que son generalmente los que se encuentran menos informados y más de prisa podrían amenazar a los bancos sanos con retiros de sus ahorros, sin importar la fortaleza con que estos bancos cuentan.

Otra medida de protección podría ser permitir a los bancos incluir cláusulas opcionales en los contratos de depósito. De acuerdo a éstas, los bancos tendrían la opción de retrasar la devolución de fondos a los ahorrantes por un tiempo, y a cambio tendrían que pagarles una tasa de interés preestablecida, de penalización, bastante más alta durante ese período. Los intereses de penalización serían un incentivo para que los bancos utilizaran la cláusula sólo en casos de necesidad. La cláusula debe ser voluntaria. Los bancos sólo la adoptan si quieren y los depositantes pueden escoger tener sus depósitos únicamente en bancos

⁶ Aproximadamente el 10% del total de depósitos en el sistema bancario (M2).

⁷ En la actualidad el Banco de Guatemala no tiene ninguna obligación de respaldar los depósitos en los bancos del sistema. Sin embargo se dice que en el caso de una crisis severa el Banco de Guatemala puede asumir la responsabilidad y hacer préstamos en efectivo a entidades bancarias. Un banco que se encuentra en problemas tiene derecho, bajo ciertos prerrequisitos a utilizar su encaje en concepto de préstamos por parte del Banco de Guatemala. Sin embargo, el Banco de Guatemala no puede prestarle más que el encaje propio del banco, y se dice que en caso de una crisis severa de liquidez, esto puede resultar insuficiente. Sin embargo, dada la naturaleza de muy corto plazo de las crisis bancarias, el límite natural de los préstamos que puede hacer el Banco de Guatemala está en la cantidad de billetes con que cuenta en sus bóvedas. El Banco de Guatemala mantiene normalmente aproximadamente entre un 40 y 60% del numerario en circulación, como billetes impresos pendientes de entrar en circulación. Esto en la práctica ni siquiera alcanza para cubrir efectivamente el total de encajes bancarios. Hacer pedidos de más billetes toma por lo menos un mes, pues ya no se imprimen en Guatemala. En consecuencia, una crisis de confianza que superara necesidades de avances en efectivo equivalentes al 10% de los depósitos, más o menos unos tres mil millones de quetzales, sería incontenible hoy en día con nuestro sistema de Banca Central. Además, como ya se aclaró en un pie de página anterior, la medida resultaría en más inestabilidad.

que no incluyan la cláusula. Hace poco los bancos ecuatorianos restringieron los retiros por parte de los ahorrantes, por un prolongado período, sin pagarles ningún tipo de compensación.

Para concluir, es importante resaltar el hecho de que la mayoría de crisis bancarias, en los últimos treinta años, se han dado directa o indirectamente relacionadas con crisis cambiarias (Chile 1980-82, México 1994-95, Indonesia 1998), o han sido causadas porque el gobierno había corrompido el sistema de créditos para favorecer su propia agenda, el caso de Corea o Tailandia en 1998. En los casos de crisis cambiarias, las distorsiones en el tipo de cambio y las tasas de interés combinadas con flujos entrantes de capital causaron una sobreexposición del sistema bancario a una devaluación. La devaluación se da y el sistema financiero colapsa. Los rescates han costado decenas de miles de millones de dólares a estos países. Como se puede ver, la ausencia de distorsiones en el tipo de cambio, combinado con un mercado bancario libre de intervención estatal (aunque es importante una buena supervisión), en gran manera elimina el riesgo de un colapso generalizado del sistema. Transparencia y competencia en la banca evitan que malos manejos se acumulen y contagien a muchos bancos, haciendo que el banco en mala situación quiebre rápido o sea absorbido por otro banco más fuerte. La combinación de medidas descritas en este capítulo, combinadas con los beneficios de una moneda fuerte y la internacionalización de la banca, ofrecen en conjunto un sistema bancario mucho más sólido que el actual.

2) Banco del Gobierno

En la actualidad, el banco central, por orden constitucional, no puede prestarle dinero al Gobierno, así que la diferencia más grande en las operaciones actuales del gobierno se daría en el manejo de los depósitos que mantiene en el Banco de Guatemala. En los últimos cinco años, el Banco de Guatemala ha dejado vencer todas sus obligaciones locales, al mismo tiempo que el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) ha colocado deuda interna a través de CDPs y otros instrumentos de corto y mediano plazo por cantidades similares. Lo que ha captado, lo ha depositado en su cuenta en el Banco de Guatemala. El resultado de esto ha sido que todo el exceso de efectivo retirado de la economía por el Banco de Guatemala, para evitar una inflación muy alta y proveniente, de sus altas

pérdidas operativas acumuladas, se encuentra actualmente en poder del MFP. El Banco de Guatemala no puede prestarle al gobierno, pero sí tiene que devolverle sus depósitos a petición. Los depósitos del gobierno en el banco central (más de seis mil millones de quetzales) superan la cantidad de dinero en circulación. Si el gobierno decidiera utilizarlos, tendría un efecto desastroso en la economía del país. Como puede verse, hoy en día el gobierno de Guatemala no tiene ningún tipo de restricción presupuestaria dura. Como se verá en el capítulo IV, el gobierno va a tener que utilizar en adelante sus depósitos actuales en el Banco de Guatemala, para capitalizar al Banco, dadas las enormes pérdidas acumuladas que tiene el Banco de Guatemala. Estos serán los últimos depósitos del Gobierno que el Banco habrá visto. Porque en adelante el Banco de Guatemala no servirá más de banco al Gobierno, porque el Banco de Guatemala no es ningún banco en realidad, tiene el dinero guardado y no lo presta. El gobierno tendrá que colocar su dinero en la banca privada. Un mecanismo de subasta y distribución tendrá que ser desarrollado para evitar que se den preferencias en la colocación de los depósitos de la Tesorería Nacional. También se puede crear un mecanismo para que el banco que guarde los depósitos del Gobierno mantenga un 100% de reserva sobre estos y por lo mismo no tenga una ventaja de mercado sobre otros bancos. Lo malo de este mecanismo es que el gobierno perdería la oportunidad de recibir intereses por esos fondos. En sí el concepto de un grupo «pool» de bancos para manejar las cuentas parece más razonable y rentable para el Gobierno.

3) Integración total con los mercados internacionales de crédito (Internacionalización de la banca)

Un sistema dolarizado sin internacionalización de la banca es casi idéntico a un sistema de cambio fijo como el que tuvo Guatemala en los tiempos del patrón Oro y el sistema Bretton Woods. Más o menos hasta el año 1972. Sin embargo, al no existir la apertura en el sector financiero, se da mucha segmentación de crédito, la cual hace que los créditos sean menos accesibles a los prestamistas más pequeños. La experiencia de Panamá y Guatemala es muy similar, precisamente hasta el año 1970, cuando Panamá abre su sistema financiero totalmente. Reducir la segmentación de los créditos y aumentar los recursos disponibles son otros beneficios de la internacionalización de la banca. El rol que juega en el

equilibrio macroeconómico se ha descrito ya antes en este capítulo. También se ha descrito el papel importante en la absorción de flujos de capitales sin que causen desequilibrios importantes. Se dice que Panamá tiene un sistema bancario como el actual, debido a su posición geográfica y política, relacionada al Canal de Panamá. Si bien estos factores son influyentes, Panamá no contaba con un sistema financiero mucho más completo que el Guatemalteco antes de la apertura bancaria realizada entre 1969-1970. La apertura bancaria combinada con el hecho de contar con la moneda del mundo financiero, parecen ser más decisivamente la razón por la que en Panamá se llegó a desarrollar el sistema financiero que hoy existe y que le ha permitido tanta estabilidad.

Las características principales de un sistema financiero con una integración internacional absoluta son las siguientes:

- * Absoluta libertad de entrada y propiedad en el sector bancario, en igualdad de condiciones para bancos extranjeros y locales
- * Libre movilidad de capitales para entrar y para salir
- * Libertad de moneda para llevar a cabo depósitos, préstamos y transacciones

- * La posición externa y local de los bancos son balanceadas juntas. Transacciones en diferentes monedas aparecen todas en el mismo balance general del banco
- * Una moneda base 100% convertible

Para alcanzar estas características en Guatemala habría que realizar una serie de cambios legales e institucionales, uno de los más importantes es la dolarización. Otros pasos generales aparecen en el capítulo V de este estudio.

E) CONSIDERACIONES FINALES

Se espera que con las explicaciones vertidas en este capítulo se haya logrado el objetivo: mostrar la sencillez con que opera un sistema monetario dolarizado, y cómo su funcionamiento es dictado y llevado por las fuerzas libres del mercado.

Después de analizar el funcionamiento en un sistema monetario dolarizado, haciendo énfasis en las diferencias entre éste y un sistema de banca central, llega el momento de hacer un análisis de costo y beneficio. Esto se lleva a cabo en el próximo capítulo.

CAPÍTULO III DOLARIZACIÓN, UNA BUENA ALTERNATIVA PARA GUATEMALA

En este capítulo se busca establecer si a Guatemala le conviene dolarizar su sistema monetario.

A) GUATEMALA, UN BUEN CANDIDATO PARA LA DOLARIZACIÓN

La economía guatemalteca es pequeña y abierta. Y debe ser abierta porque la única manera de aumentar la productividad sostenidamente es a través de especialización y crecimiento en exportaciones, dado el tamaño de la economía guatemalteca.

Un tipo de cambio flexible impone demasiadas distorsiones (McKinnon, 1963), cuando el porcentaje de transables en la economía es muy alto. Por esto en el caso de un movimiento en la tasa de cambio prácticamente no existen sustitutos domésticos para una serie de productos y prácticamente no existe la denominada ilusión monetaria, que permite a una devaluación amortiguar choques externos e internos. En consecuencia, para ajustar choques las autoridades se ven obligadas a acompañar devaluaciones con políticas monetarias restrictivas. La devaluación amortigua el impacto del choque externo sobre el empleo, pero el impacto lo terminan siendo las

políticas restrictivas necesarias para lograr que la devaluación sea real. Adicionalmente, dado el pequeño tamaño de la economía, ni se crean mercados financieros avanzados, ni se logra generar suficiente credibilidad o fortaleza en la moneda, limitando el margen de acción de las empresas y haciendo que sus inversiones tiendan a ser a corto plazo. Esto sumado a otras características descritas en el primer capítulo nos llevan a la conclusión que a Guatemala le conviene usar un tipo de cambio fijo.

En adelante se lista un resumen de características óptimas de una economía para calificar para un tipo de cambio fijo (Mundell, 1961; McKinnon 1963; Kenen 1969; Ingram 1962):

- * Una economía pequeña
- * Una economía abierta al comercio internacional
- * El comercio es un porcentaje alto en la producción
- * La moneda no cumple con sus tres funciones básicas. No goza de mucha credibilidad
- * Hay una indexación importante de los precios de los transables y no transables con una moneda fuerte
- * El sistema financiero está abierto y no hay restricciones a los flujos internacionales de capital
- * Se cuenta con un sistema financiero internacionalizado

Guatemala cuenta con todas las características excepto las relacionadas con el sistema financiero. Por eso mismo es que de los posibles tipos de cambio fijo que le convendrían a Guatemala, la dolarización es superior a todos los demás. Porque acompañada de una buena

legislación no solo permite un fortalecimiento del sistema financiero sino que promueve una internacionalización. Adicionalmente genera credibilidad muy rápido con todas las ventajas que una moneda con credibilidad conlleva.

Acceptada la premisa de que a Guatemala le conviene un tipo de cambio fijo, queda cierto debate sobre el tipo de cambio fijo que le conviene más. En el capítulo I se discutió ampliamente de los problemas que un tipo de cambio fijo con política monetaria conlleva así que ese se descalifica de entrada. Quedan dos posibilidades principales. Un sistema de Currency Board y una dolarización (acompañada de libertad monetaria). Como sus características son muy similares se discuten en una sección a continuación los pros y los contras de cada uno de esos sistemas. En el resto del capítulo se analizan las ventajas y desventajas de dolarizar y se concluye con un listado de argumentos en contra de la dolarización, rebatidos en el orden que se listan. Sumando y restando ventajas y desventajas, y rebatidos los argumentos en contra, la conclusión sobre si dolarizar o no es conveniente, queda a discreción del lector. La posición del autor es sólida a favor de la dolarización.

1) ¿Por qué la dolarización es mejor que el currency board?

La dolarización es, desde un punto de vista técnico, muy similar al currency board. En el cuadro que aparece a continuación se hace una evaluación de las diferencias, ventajas y desventajas principales entre los dos sistemas:

CARACTERÍSTICA	CURRENCY BOARD	DOLARIZACIÓN
Señoría	Retiene el señoría	La dolarización pierde el señoría
Venta política	Es a menudo más fácil de vender políticamente, pues no se da un reemplazo de moneda.	Es más difícil de vender. A veces es interpretado como pérdida de soberanía. Es importante hacer énfasis en la libertad monetaria.
Credibilidad	El <i>currency board</i> genera credibilidad, pero el sistema puede ser abandonado con limitada dificultad. Un gobierno suspende la convertibilidad a la tasa predefinida. Se dan presiones como la que sufre Argentina en 1999.	La credibilidad es muy alta y se obtiene muy deprisa. El sistema puede ser abandonado en algún momento pero sólo con el consentimiento de los agentes económicos, prácticamente en forma voluntaria. Abandonarlo también toma tiempo por lo que el interés que pudiera tener un gobierno disminuye.

Integración financiera	Promueve la integración financiera por reducir los riesgos cambiarios. Pero es un proceso más lento que va avanzando conforme crece la credibilidad en el <i>currency board</i> . Argentina, en 1999, después de 7 años, aún no iguala tasas de interés en pesos con tasas en dólares.	La integración financiera internacional es promovida con más fuerza. ¡La base de captación de los bancos está en la moneda financiera internacional 100%! Aún sin la presencia de bancos internacionales, se les abren líneas de crédito más grandes a los bancos locales. Riesgo cambiario 0, permite crecimiento más rápido en mercado de capitales y de deuda.
Ajuste a choques externos	Se da el caso de que un choque externo genera desconfianza y especulación en cuanto a si el gobierno va a mantener o no la convertibilidad actual o va a devaluar. Esto ocasiona un alza en la tasa de interés en los momentos en que la economía sufre una contracción, empeorando la situación.	Los choques externos afectan poco la tasa de interés, que depende más de la tasa de interés internacional. El choque afecta a la economía en proporción inversa a la internacionalización de su sistema financiero. La tasa de interés no empeora la situación.
Libertad de moneda	Aún con una legislación que permita transar en cualquier moneda, el gobierno, para mantener las ganancias por el señoriaje, tenderá a no promover o permitir pagos en monedas diferentes a la moneda oficial.	La propuesta de dolarización <i>per se</i> es acompañada de una libertad de moneda de curso legal. El Gobierno ya renunció al señoriaje por lo que no busca protegerlo. Los individuos más probablemente utilizarán el dólar para realizar sus transacciones por ser la moneda del comercio internacional, pero pueden cambiarse en cualquier momento según les parezca.

Los sistemas de tipo de cambio fijo a largo plazo sin política monetaria, ofrecen un gran número de ventajas; sin embargo su debilidad más grande radica en su falta de flexibilidad para ajustarse a los choques externos. Como los sistemas de tipo de cambio fijo no pueden alterar el tipo de cambio nominal, necesitan de otros mecanismos para poder ajustar la economía a los choques externos. En los países en los que un tipo de cambio fijo ha perdurado por un período prolongado, la clave del éxito parece haber radicado en dos fenómenos económicos (Harberger, 1999): la desvinculación del ahorro con la inversión y la desvinculación de los depósitos locales con los créditos al sector privado. Como se ha mencionado antes en el capítulo II, la única manera como se puede alcanzar esto es a través de una integración financiera total: en la que las instituciones balanceen juntas las operaciones locales e internacionales. Donde para las instituciones financieras no exista diferencia o privilegio para realizar operaciones locales o internacionales y el análisis se limite a la calidad de los créditos. La dolarización al ser una medida que otorga más seguridad

a largo plazo, promueve la integración financiera internacional de forma más decidida, al mismo tiempo que elimina totalmente el diferencial de tasa de interés entre la moneda local y el dólar¹.

Si bien el *currency board* ofrece ventajas políticas y retiene el señoriaje (el valor aproximado del señoriaje se detalla en la sección de costos y desventajas, más adelante en este capítulo), las desventajas que conlleva para una economía como la guatemalteca, son tan importantes que únicamente se le podría utilizar por un tiempo reducido como parte del proceso de transición hacia una dolarización. El *currency board* tiene una mayor debilidad a choques externos y tiene un efecto menos promotor en la internacionalización de la banca (menos aún en un país pequeño que en uno grande). Adicionalmente, se da el

¹ Unas de las ventajas claras de la dolarización, para facilitar la intermediación financiera, es que en un sistema dolarizado los bienes inmuebles pueden ser utilizados como colateral para préstamos o líneas de crédito con bancos extranjeros; hoy en día esto no es posible debido al alto riesgo cambiario.

fenómeno de la caída en la credibilidad, en los momentos cuando se dan choques externos. El cual el autor se ha tomado la libertad de llamarlo «el doble choque». El fenómeno se explica mejor con un ejemplo: el caso reciente de Argentina en 1999. Se da un choque externo debido a la devaluación brasileña. La gente empieza a especular que el gobierno no va a soportar el costo político de mantener el tipo de cambio a su nivel actual. Consecuentemente, suben las tasas de interés en pesos debido al temor de una devaluación. El resultado: en el momento cuando se da un choque externo y éste genera una reducción en la producción, suben las tasas de interés empeorando el problema; se agregá un choque interno, fruto de la desconfianza. Las tasas de interés en dólares en Argentina no han subido significativamente, lo cual es prueba de que con dolarización las tasas en dólares suben muy poco. Y aunque las tasas de interés en dólares son más bajas, los agentes económicos evitan endeudarse en dólares, por el mismo miedo a una devaluación. La dolarización es superior, evita el problema del doble choque y facilita la internacionalización de la banca y así la habilidad para ajustarse a choques externos. Genera mayor credibilidad con más rapidez y no se puede abandonar el sistema en perjuicio de los ciudadanos, sin la cooperación de estos.

B) VENTAJAS Y BENEFICIOS DE LA DOLARIZACIÓN

Después de haber establecido la superioridad de la dolarización se procede a realizar un listado de sus ventajas y beneficios, costos y desventajas, en comparación con el sistema actual de banca central. El análisis se inicia con las ventajas y beneficios.

1) Respeto a la propiedad privada

La gente tiene dinero en sus bolsillos y en sus cuentas bancarias. Dinero que ha obtenido con el fruto de su arduo trabajo. Otorgar al gobierno la potestad para alterar discrecionalmente el valor de ese dinero, es casi lo mismo que otorgar al gobierno la potestad de expropiar a la gente el fruto de su trabajo. En un sistema monetario dolarizado, el gobierno no tiene más la posibilidad de expropiar valor por medio de devaluaciones. Además la dolarización va acompañada de libertad monetaria, o sea que si un día la Reserva Federal ya no está produciendo moneda de buena calidad, las personas son libres para cambiarse a otra

moneda. Tal vez el cambio sea al EURO o al Oro, no importa más porque la gente es libre de elegir.

El hecho de que el gobierno tenga derechos monopolísticos para emitir moneda, obligar a los ciudadanos a usarla y reservarse el derecho de alterar el valor de esa moneda podría tacharse hasta de inmoral.

2) Transparencia y disciplina fiscal

La dolarización deja fuera la posibilidad de confiscaciones de moneda, controles de capital, o el uso de la devaluación como herramienta de política monetaria discrecional. La transparencia en el nuevo sistema monetario daría ímpetus a reformas fiscales y estructurales, ya que cualquier error en la administración pública no podría ser escondido por medio de instrumentos monetarios. (Ejemplo: expandiendo la oferta de dinero para financiar gasto público). Se impone una disciplina fiscal dura. El gobierno no puede gastar más que sus ingresos y lo que pueda obtener en mercados no subsidiados de crédito. Aquí es donde el término transparencia toma relevancia. El gobierno, para financiar déficits, tiene que salir a captar dinero a los mercados de crédito. Una ventaja grande es que los mercados de crédito suelen ser bastante inquisitivos para prestar su dinero. El gobierno se convierte en un agente como cualquier otro en el mercado, sujeto a escrutinio. Si no ofrece explicaciones adecuadas a sus planes de pago, tiene que pagar una tasa de interés cada vez más alta. Si se endeuda mucho tiene que pagar también una tasa de interés más alta². Esto no quiere decir que el gobierno no pueda adquirir más deuda y que limite terminantemente su capacidad de acción. El gobierno de Panamá tiene una deuda del 91% del PIB y a principios de los años ochenta financió déficits de casi 10% del PIB anuales. ¿Significa esto que se va a liberar la bestia endeudadora, el Leviathan? Tal vez, pero si así se da, será con el aval de los ciudadanos, que podrán decidir si quieren mantener o castigar a un gobierno que se ha endeudado mucho. El autor duda que esto suceda; el guatemalteco siempre se ha caracterizado por una aversión a la deuda y

² En la zona del EURO, desde el 1 de enero de 1999, todos los países emiten deuda denominada en EUROS, sin embargo países como Irlanda, Italia y Portugal pagan tasas de interés ligeramente más altas que Alemania o Francia. Un fenómeno similar se da con los gobiernos estatales y municipales en Estados Unidos, que prestan dinero a diferentes tasas uno de otro. Se ha dado el caso de gobiernos municipales que se han declarado en quiebra.

también los tiempos de créditos desmesurados a países en desarrollo de los años setenta y ochenta ya han pasado, y si habían empezado a revivir sufrieron otro golpe reciente con la crisis de la deuda rusa.

Otro gran beneficio de la transparencia es que el gobierno al endeudarse mucho afecta muy poco el riesgo país. Bajo cualquier otro sistema monetario, incluyendo una caja de convertibilidad, al endeudarse más el gobierno, afecta la tasa de interés que paga él mismo y la que pagan todos los demás agentes de la economía del país. Esto es lógico, pues si yo tengo mi dinero guardado en un banco con problemas y otro banco que me da un crédito se entera que mi dinero está guardado en el banco con problemas, me va a subir la tasa de interés pues mi riesgo es afectado junto con el del banco que guarda mi dinero. En el caso de la dolarización, el gobierno no le está cuidando el dinero a nadie y por lo mismo tampoco lo puede despojar de su dinero. Sí afecta el riesgo, en el sentido de que un gobierno dolarizado demasiado endeudado va a tener que aumentar sus ingresos a través de impuestos adicionales. Como los impuestos suelen ir dirigidos más a las utilidades, lo que más afecta un gobierno desordenado es la valuación de las empresas, y de una forma indirecta la tasa de interés.

3) Estabilidad y credibilidad

El tema de la estabilidad y credibilidad fue tratado con amplitud en el primer capítulo de este trabajo. La dolarización crea estabilidad en el sentido que la devaluación, medida en término al dólar como comúnmente se hace, desaparece. La inflación se reduce a la misma o un poco menor a la de Estados Unidos (la experiencia de Panamá ha sido de una inflación menor a la de EEUU en los últimos 35 años). La credibilidad viene de la certeza que una medida de esta naturaleza tiene, porque impone una verdadera restricción presupuestaria dura al gobierno. Ya no está sujeto a presiones a favor o en contra de devaluar, o a tentaciones populistas de financiar el gasto público con expansión monetaria.

La estabilidad y credibilidad hacen accesibles todos estos objetivos:

- * Baja inflación

La inflación se parecerá mucho a la inflación en el

país emisor de la principal moneda en circulación. En este caso, los Estados Unidos. Aunque la experiencia de Panamá ha sido la de una inflación sostenida más baja. (en promedio un 1.7% más baja desde 1960). La inflación anual en los Estados Unidos ha estado alrededor de un 2% anual en los últimos cinco años.

- * Tasas de interés activas más bajas

Baja la inflación, desaparece la prima riesgo de devaluación, disminuyen las fluctuaciones de las tasas de interés a corto plazo (reportos) y se puede sustituir el sistema de encajes por uno de reservas requeridas³. Los dos últimos tienen un impacto reductor en los spreads.

La reducción de la tasa activas de interés tiene un impacto tremendo en las industrias:

- * Construcción de vivienda
- * Forestal
- * Industria manufacturera
- * En general en todas las industrias que necesiten inversiones de largo plazo.
- * Tasas pasivas reales positivas

En Guatemala la tasa de interés pasiva real ha sido negativa en cuatro de los últimos cinco años. Esto es un desincentivo enorme al ahorro. Una alta tasa de ahorro es vital para promover la inversión nacional y el crecimiento. La reducción del spread y la baja en la inflación contribuyen a alcanzar una tasa de interés pasiva real positiva. Aunque a diferencia del caso de la tasa activa, que en los primeros años difícilmente baja a menos de unos tres puntos arriba de la «Prime Rate», la tasa pasiva sí se acerca más a la tasa LIBOR. Esto sucede porque es más fácil depositar dinero en un banco en Estados Unidos o Panamá, que pedir prestado a uno de esos bancos. Una

³ Argentina actualmente cuenta con un sistema de reservas requeridas en vez de encajes. Los bancos en vez de tener el dinero como encaje depositado en el Banco Central, poseen «securities» de instituciones triple AAA, que están en custodia en el Deutsche Morgan Greenfell en Nueva York, y son supervisados por el equivalente a la Superintendencia de bancos de Argentina. Esto le permite a los bancos percibir intereses sobre sus encajes reduciendo sus costos de intermediación. La diferencia entre esas reservas y a la inversión obligatoria actual en Guatemala, es que los intereses de la actual inversión obligatoria los paga el gobierno con sus ingresos, aunque no pueda utilizar esos fondos. Los intereses de la reserva requerida son pagados por otras instituciones de crédito internacionales, que incluso tienen un ranking de riesgo mejor que el mismo gobierno.

vez dolarizados tanto los ingresos como los gastos de las personas y empresas, éstas no tienen ninguna restricción al colocar su dinero en bancos en el extranjero, si estos les ofrecen una mejor tasa. Así, los bancos en el país afrontan una competencia mucho más fuerte en los depósitos que en los préstamos. Por lo tanto las tasas pasivas en el país distan menos de las tasas internacionales, que las tasas activas.

4) Integración financiera internacional y más competencia

Como se venía diciendo, la competencia que afrontan los bancos locales se vuelve mucho más grande y clara. Ya hoy en día una buena parte de los depósitos bancarios nacionales están en los bancos «OFF SHORE» propiedad de bancos o grupos financieros nacionales. Ante la dolarización estos bancos perderían una gran parte de sus depósitos que pasarían a la banca regulada, pues la gente no tiene su dinero en los bancos «OFF SHORE» porque tenga una aversión positiva al riesgo, sino porque ahí puede tener su dinero en una moneda en la que no puede tenerlo en el sector regulado. Sólo esta migración de fondos fortalecería y ampliaría al sector financiero nacional, haciéndolo más atractivo para bancos internacionales. Desaparece el riesgo cambiario, por consiguiente las oportunidades de arbitraje se vuelven más obvias. Los bancos locales pueden utilizar sus garantías inmuebles como colateral para líneas de crédito con bancos en el extranjero. Si un banco maneja una buena cartera de créditos y obtiene un margen de utilidad similar a los que hoy en día obtiene en quetzales, o atrae a un banco internacional ya operando en Guatemala para ampliar sus operaciones, o si su margen de utilidad lo hace un objetivo interesante para bancos internacionales y regionales que estén buscando ampliar su presencia en la zona. Bancos que estarían interesados en una fusión o participación accionaria o una alianza estratégica. De la manera como funcionan las finanzas internacionales hoy en día, no es necesario poner una agencia en un país para poder tener presencia en ese país. Hay muchas alternativas. Independientemente de la remuneración extra percibida en la tasa de interés por riesgo institucional, por naturaleza en Guatemala la tasa de interés que se puede esperar en créditos es más alta, por la ley de rendimientos marginales decrecientes. En Guatemala hay en proporción mucho menos capital que en países desarrollados, por lo tanto el capital tiene un rendimiento marginal más alto.

5) Inversión extranjera

Para no repetir lo que ya se mencionó en la sección anterior sobre atracción de inversiones financieras, en realidad sólo se puede agregar que en los mercados financieros mundiales actuales las expectativas y la información mueven los engranajes principales de los flujos de capital. Guatemala no aparece en ningún mapa de inversionistas más allá de México al norte y Costa Rica hacia el sur. Una dolarización pone a Guatemala en el mapa internacional. Empuja al país un poco de la categoría de mercado exótico hacia la de mercado emergente.

6) Desincentivo a capitales golondrina

En una economía dolarizada la economía se estabiliza y ata su volatilidad a la de los Estados Unidos y, consecuentemente, a la internacional. Por lo anterior, los capitales golondrina, como suele llamarse a las inversiones corto placistas de carácter especulativo, no estarían incentivados a irse a una economía dolarizada, ya que no existiría un diferencial de tasas de interés que genere ganancias significativas en el corto plazo. Los capitales golondrina especulan con la tasa de interés y la devaluación. Van a un país donde reciben una tasa de interés a tal nivel que compensa el riesgo cambiario. Al menor indicio de devaluación salen volando, de ahí que se llamen golondrina, y siempre están atentos a las señales de una devaluación. Hay un sinnúmero de excelentes economistas, matemáticos y econométristas que trabajan específicamente para los especuladores, buscando predecir en qué momento se va a dar una devaluación. Con la dolarización el diferencial de tasa de interés no desaparece del todo, pero tiende a reflejar el verdadero riesgo país y como no hay tipo de cambio contra el cual especular, llegan pocos capitales golondrina. Los capitales que llegan son para financiar inversiones directamente en el sector privado, o a través de la banca. Una buena supervisión bancaria sigue siendo importante, principalmente para prevenir que los bancos comerciales tengan una exposición muy alta en captación a corto plazo para créditos a largo plazo.

7) Acceso a mercados

Hay mercados que no existen y nunca van a existir en nuestros países tan pequeños. Una economía dolarizada permite a un país pequeño como Guatemala acceder a un

mayor número de instrumentos financieros, que actualmente se encuentran disponibles para mercados con una moneda de alta calidad (moneda fuerte). O que existen en mercados con monedas de menos calidad pero mucho más grandes. El acceso a este tipo de instrumentos estimularía el crecimiento de la economía al permitir inversiones con mayores grados de certeza, además de fortalecer al sistema financiero que podría realizar coberturas cruzadas y diversificar sus portafolios entre un número mucho más alto de instrumentos con diversidad y correlaciones inversas de riesgo. Un ejemplo simplificado: un banco que financia fuertemente inversiones en bienes raíces podría tomar una posición «short» en bonos del tesoro americano. Si las tasas de interés suben, el banco pierde en sus créditos para bienes raíces (si los da a tasa fija) pero gana en su posición «short» en bonos del tesoro. Si los créditos fueran a tasa variable la misma empresa de construcción podría estar tomando la posición «short» en bonos con el mismo resultado de cobertura (hedging).

8) Mayor eficiencia fiscal

Con una dolarización, el gobierno puede tener mayor ingreso fiscal ya que su recaudación de impuestos tales como el impuesto sobre la renta (ISR), el impuesto sobre inmuebles (IUSI) y el impuesto sobre el nivel de activos (IEMA) resultaría ser más inmediato y más exacto que el actualmente recaudado. Lo anterior se explica con el argumento de que los impuestos se calculan sobre una base de operaciones pasadas, las cuales han sido afectas a la devaluación e inflación y por lo mismo resultan distorsionando el cálculo real del impuesto. Al no haber inflación y devaluaciones, la estabilidad macroeconómica se reflejaría en las empresas contribuyentes, y por lo tanto habrá más precisión en el pago de impuestos, mejorando así el ingreso fiscal del país.

También se puede esperar una caída en los costos de financiamiento externo del gobierno. El hecho de que el gobierno cuente con su base de ingresos totalmente dolarizada, ceteris paribus, implica un riesgo menor para el cumplimiento de sus obligaciones en moneda dura. Habría que realizar un estudio específico para estimar el valor de este ahorro en intereses.

9) Costos de transacción

Actualmente las instituciones financieras que ejecutan

los cambios de moneda cobran una comisión entre el tipo de cambio a la compra y el tipo de cambio a la venta logrando con dicho diferencial obtener un margen bastante atractivo. El margen captado por las instituciones financieras resulta ser un costo que tiene que absorber el ciudadano común y corriente, que no tendría razón de ser en una economía dolarizada.

Cuadro 5
ESTIMACIÓN DE COSTOS DE TRANSACCIÓN POR CAMBIO DE DIVISAS
--en millones--

	US\$	Q.
Estimado diario de transacciones en divisas por el sistema Bancario		
Compra divisas	\$42.00	
Venta divisas	\$42.00	
Días bancarios hábiles del año	240	
Comisión promedio	Q 0.02	
Compra divisas por año	\$10,080.00	Q 201.60
Venta divisas por año	\$10,080.00	Q 201.60
Total comisiones		Q 403.20
Margen de utilidad (transferencia entre residentes)	20%	Q (80.64)
Costo social de las transacciones		Q 322.56

Nota: En estos casos los costos de transacción para los agentes pequeños son muchísimo más altos que para los usuarios grandes.

Ejemplo: Juanita Gónzales recibe US\$200 mensuales de su marido en L.A.

	US\$	Q
Monto de la transacción	\$200.00	
Tipo de cambio promedio	7.4	
Tasa a la que vende doña Juanita	7.25	
Monto recibido en quetzales		Q 1,450.00
Pérdida cambiaria por transacción	\$4.05	Q 30.00
Pérdida anual	\$48.65	
Pérdida porcentual	2.03%	

Doña Juanita pierde el 2% de sus remesas en diferencial de tipo de cambio

Remesas totales anuales recibidas en Guatemala	\$700,000,000.00
pérdida del 2%	\$14,000,000.00
En quetzales	Q103,600,000.00

Es bien conocido que la mayoría de remesas vienen a Guatemaltecos de las clases sociales más pobres.

El cuadro 5 muestra una estimación del ahorro que se obtiene en el caso de la dolarización. La estimación anda alrededor de los Q.320 millones anuales.

10) Seguridad de reservas

Las reservas del país actualmente están guardadas por el banco central, sin embargo en una economía dolarizada, las reservas pasan a manos de las personas y éstas son quienes las resguardan. Esto implica perder los ingresos del señoriaje, es decir el ingreso que obtienen los países por tener moneda local, sin embargo, el lado positivo de esto es que se eliminan los riesgos del mal manejo que

podrían darse bajo el cuidado del banco central, ya que bajo su manejo se pueden perder las reservas en acciones especulativas y en malas inversiones. El costo de la pérdida del señoría se puede comparar con las pérdidas de reservas que se dieron a finales de los años setenta y principios de los ochenta, primero para defender la tasa de interés y después para defender el tipo de cambio. Estas pérdidas superan los mil millones de dólares (no existen estadísticas exactas sobre este dato) que pasaron del Banco de Guatemala a algunas pocas manos privadas. En el caso de la dolarización, este riesgo deja de existir. Es como si la gente dejara de tener un activo ganando intereses y lo cambiara por dinero en efectivo. Se pierden los intereses pero se gana seguridad. Y si se pudiera hacer un cálculo actuarial de cuánto valdría un seguro para prevenir las pérdidas de reservas por parte del Banco de Guatemala, se podría tener un estimado cuantitativo de este beneficio. Sin duda, el seguro no sería barato.

C) COSTOS Y DESVENTAJAS

1) Pérdida de señoría

En un sistema monetario como el guatemalteco la pérdida de señoría se puede dividir en dos: «pérdida de stock» y «pérdida de flujo» (Stanley Fisher, 1982). El primero es el costo de obtener la suma total de dólares inicial, para reemplazar los billetes y monedas en circulación. La base monetaria al 12 de Agosto de 1999 era alrededor de 9,207 millones de quetzales. Para cubrir esa cantidad a tasas similares a la actual se necesitaría de unos 1,180 millones de dólares. En el capítulo siguiente hay una sección dedicada específicamente al proceso de conversión y los recursos necesarios. El costo de stock se calcula con una tasa del 2.5%⁴ anuales. El costo de flujo se calcula sobre la base de la inflación anual de Estados Unidos (aún cuando se espera que la inflación en Guatemala sea menor).

⁴ Esta es la tasa de interés real que se podría recibir por las reservas invertidas en instrumentos altamente líquidos. La tasa obtenida por las reservas suele no ser muy alta porque una parte está en billetes, en las bóvedas del Banco de Guatemala, otra buena parte está invertida (o debería estar) a corto plazo en el «Money Market» y solo una parte menor está a plazos más largos, aunque siempre a tasas no muy altas, por ser inversiones en instrumentos de mucha seguridad. Tomando en cuenta estos factores y la experiencia actual del Banco de Guatemala, se estima una tasa promedio del 4.5%.

La «pérdida de flujo» se da mediante una pérdida constante de señoría, año con año. A diferencia de los depósitos bancarios, los billetes no pagan ninguna tasa de interés. En este caso se otorga un préstamo sin intereses a la Reserva Federal de los EEUU, que crece cada año conforme crece la base monetaria. En el largo plazo la base monetaria suele crecer a un ritmo similar a la inflación, que en Estados Unidos se estima alrededor de un 2% anual (esto sin incorporar los costos de impresión del dinero, que reducen el señoría).

Costo anual de señoría (en millones de US\$)

Base monetaria en dólares		\$1,174.88
Costo de stock	3.00%	\$35.25
Costo de flujo	2%	\$23.50
Costo total anual		\$58.74
Porcentaje del PIB		0.34%

Nota: para calcular la base monetaria se usan datos del Banco de Guatemala al 12 de agosto de 1999.

En su estudio, Stanley Fischer calcula el «costo de stock» como un gasto que se realiza de una sola vez y que contabiliza de una sola vez. Sin embargo el autor difiere un poco con esta posición. Las reservas pertenecen a la gente, a la población. El banco central las cuida por la gente y las tiene colocadas a cierto interés en diferentes instrumentos financieros. Con la dolarización la gente pasa a tener las reservas en sus propias manos, lo cual implica que ya no devengará ningún interés, pero el dinero lo tiene ahora la gente, no se ha perdido. Para el cálculo se utiliza una tasa de interés real del 3% que se recibe sobre las reservas internacionales (en promedio se recibe un 5% nominal actualmente, dada la alta liquidez y bajo riesgo de las inversiones) y una tasa de inflación del 2%.

El resultado obtenido es de un costo anual de 58.74 millones de dólares o 0.34% del PIB⁵ perdidos en señoría.

2) Costo de adaptación

El autor denomina costos de adaptación a todos los costos relacionados con la re-indexación de precios:

⁵ PIB a dic. 31 1998. Fuente BANGUAT, estadísticas.

etiquetado, cambios de software, de papelería, textos, contratos y otros relacionados, que resultan del cambio en precios que se origina con el cambio de moneda. Es muy difícil cuantificar estos gastos. En los países de la zona EURO el cambio fue estimado en un 1% del PIB. Sin embargo, la proporción más grande de los gastos en la zona EURO son las modificaciones de software y automatización. Que además se ve triplicado por el hecho de que tienen que mantener indexación en dos monedas durante tres años. En el caso de Guatemala, el cambio se daría de una sola vez y el país cuenta con una automatización mucho menor que la que hay en la zona EURO. Al momento de ejecutarse el cambio de monedas, con la publicación de un par de decretos se ahorrarían muchos cambios en contratos y papelería. De forma poco académica se hace un estimado burdo, digamos que los costos de adaptación serían del 0.4% del PIB.

Ya que el costo del señoríaje lo hemos anualizado, debemos anualizar este gasto para poder analizarlos mejor simultáneamente. 0.4% del PIB son unos 70 millones de dólares. A una tasa interés real de 4% a largo plazo, esto significaría gastos anuales de 2.8 millones de dólares o 0.016% del PIB.

3) Prestamista de última instancia

En el capítulo anterior se presentaron alternativas para un prestamista de última instancia. La alternativa propuesta es una mezcla de internacionalización bancaria, modificaciones contractuales en los depósitos, un seguro de protección a los depósitos y un fondo para préstamos de contingencia.

De éstos tres el que representa un costo adicional es el fondo para préstamos de contingencia. Se estimó que, según el nivel de fondos actual, se necesita un fondo de contingencia por US\$340 millones. Una estructura propuesta de financiamiento es la siguiente: US\$300 millones a través de una línea de crédito con instituciones multilaterales: FMI, BID o BM. O un grupo «pool» de bancos comerciales con calificación de crédito triple A. Un estimado del costo de la obtención, trámite y administración de la línea de crédito puede ser un 1% anual del valor de la línea. O sea unos US\$3.0 millones anuales. Al utilizar los fondos, el costo de los mismos se compensa por lo que se le cobrará a los bancos que tengan usarlos, por lo cual no representa un costo adicional para el banco

central o gobierno, aunque sí puede decirse que son un costo social adicional. Dada la calificación de crédito del Gobierno de Guatemala se podría esperar una tasa de interés alrededor de un 9% en la línea de crédito, esta tasa habría que multiplicarla por el promedio utilizado por los bancos comerciales.

US\$40 millones deben estar en efectivo en las bóvedas del Banco de Guatemala o el ente a cargo de administrar el fondo. Esta cantidad es imprescindible para poder dar créditos a gran velocidad (en horas), dada la naturaleza de ultra corto plazo de las corridas bancarias. El costo de oportunidad del Gobierno al tener estos fondos en efectivo, en vez de invertirlos, usando una tasa LIBOR de 5.5%, sería de US\$2.2 millones anuales. El costo anual total del sistema descrito es entonces de US\$5.2 millones anuales. A esto habría que sumarle el costo del promedio ponderado de los fondos que utilicen los bancos, pero este es difícil de estimar. En los últimos años el máximo a que han llegado los préstamos del Banco de Guatemala a los bancos comerciales es de Q400 millones (al 12 de agosto de 1999), que equivale a unos US\$ 55 millones.

Balance:

Después de sumar todos los costos cuantificables, un poco más o un poco menos de US\$67 millones anuales, habría que compararlos con los costos actuales de la política monetaria. Sólo la parte del costo de manejo en que incurre el Banco de Guatemala en moneda local, sumó Q.201.4 millones de quetzales en 1998⁶ a la tasa de cambio del 12 de agosto de 1999 serían 27.4 millones de dólares. El costo acumulado del manejo de la política monetaria de lejos sobrepasa todos los fondos necesarios para convertir toda la base monetaria a dólares y para crear el fondo de préstamos contingentes.

Resumen de costos cuantificables en millones de dólares:

Señoríaje	58.74
Adaptación	2.8
Fondo liquidez	5.2
Total costos	66.74

⁶ En 1996 fue 921.4 millones. Fuente Banco de Guatemala, Departamento de Estudios Económicos.

Ahorros fácilmente cuantificables en millones de dólares:

Costo política	27.4
Costos de transacción	43.4
Total ahorros	70.8

Se puede ver cómo los costos son cubiertos por los ahorros fácilmente cuantificables. Aún harían falta todos los demás beneficios descritos, cuantitativos y cualitativos.

4) Pérdida de soberanía (ausencia de una política monetaria propia)

La pregunta relevante es ¿soberanía para qué? Si soberanía significa el poder de despojar a los ciudadanos del fruto de su trabajo a través de inflación o devaluaciones, y para colmo de males, al hacerlo afectar más a los más pobres, entonces ¿quién quiere soberanía? Como se vio extensamente en el capítulo I, el tener una política monetaria propia ha resultado bastante más dañino que beneficioso, y no sólo en Guatemala; en la gran mayoría de países en desarrollo. Como se vio en el capítulo II, con la dolarización se deja que la oferta y demanda de dinero sea regulada por el mercado. Va a ser el mercado guatemalteco, a través de transacciones simultáneas de millones de agentes en la economía, el que determine el nivel de la base monetaria, crecimiento de crédito, tasa de ahorro, tipo de cambio real, etc. No se está entregando el manejo de la política monetaria a otra institución, se está dejando a las fuerzas del mercado. Lo único externo, sería la tasa de interés, que fluctuaría paralela a las decisiones de la Reserva Federal de Estados Unidos, pero bueno, ya hoy en día las tasas de interés en el mundo fluctúan con las decisiones de la «Fed» y mucho más las de un área de tan grande influencia, como lo es Latinoamérica.

En cuanto a la existencia de una política monetaria propia esto también es una suposición bastante cuestionable. A menudo, cuando se tiene necesidad de una política monetaria propia, para reaccionar como corresponde a un choque externo, los bancos centrales tienen que dedicar todos sus recursos a defender el tipo de cambio. Por ejemplo el caso reciente de Chile en 1998, tras la crisis asiática y la caída de Rusia. El Banco Central de Chile, como reacción a una caída internacional en la demanda, no devaluó la moneda y bajó las tasas de interés, que es lo que hubiera dictado la teoría económica, para

paliar un poco el choque externo. Por el contrario, lo que hizo fue subir tasas de interés y reducir la banda de fluctuación de su moneda. ¿Por qué? ¿Acaso son criticables las acciones tomadas por el Banco Central de Chile? No, realmente. Lo que sí demuestran sus acciones es que cuando necesitaban de mayor soberanía, ésta no estaba disponible.

Esto de la independencia monetaria es tan falaz, que hay medidas que se toman como símbolo de soberanía y que son una expresión pura de falta de soberanía. Casi se ha vuelto una regla general, que si hay un choque externo, el banco central sube las tasas de interés. ¿Por qué? Si lo que se quiere es amortiguar el choque externo debiera devaluar y bajar las tasas de interés. Pasa todo lo contrario, porque su principal objetivo se vuelve defender el tipo de cambio. Y no hay que culpar al Banco Central por esas medidas, porque las expectativas que el tipo de cambio mueve son muchas veces impredecibles. Adicionalmente, es muy difícil independizarse de la política económica de la FED, porque ésta prácticamente dicta las condiciones de la política monetaria internacional. En estos tiempos globalizados, dado el dominio arrollador que ejerce Estados Unidos en los mercados financieros mundiales, se está expuesto a sus fluctuaciones, con o sin moneda propia.

A pesar de que la dolarización es acompañada de una libertad monetaria, o sea, la potestad de utilizar cualquier moneda para realizar contratos y guardar depósitos, lo más probable es que la moneda que circule con mayor fluidez sea el dólar de los Estados Unidos. Para muchos, esto es un sometimiento al imperialismo yankee. Primero que todo hay que preguntarse quién es el dueño del dólar. ¿El gobierno de Estados Unidos, o el pueblo de Estados Unidos? En este caso hay una diferencia importante, porque el gobierno de los Estados Unidos es dueño y los funcionarios de turno administran a su voluntad el ejército, la política internacional y hasta la política comercial, pero no así el valor del dólar. Porque el valor del dólar no es algo que el gobierno pueda modificar según su discrecionalidad, sin violar derechos de propiedad privada, en ese país muy bien establecidos. El valor y la estabilidad del dólar provienen del trabajo, el ahorro y la productividad del pueblo de los Estados Unidos. Entonces no estamos realmente a la disposición del gobierno de Estados Unidos, ni de las medidas potencialmente caprichosas que este pudiera tomar. El dólar es además la

moneda de una federación en la cual (por la misma naturaleza de federación) nunca se pueden dar cambios bruscos sin beneficiar mucho a un estado pero perjudicando a otro. Además la elección del dólar no la hace el gobierno guatemalteco, queda libre a cada persona, es sólo que las personas son listas y prácticas y tenderán a preferir el dólar, la moneda del comercio y las finanzas internacionales.

Para aquéllos a quienes ver la efigie de George Washington al pagar una cerveza, en vez de la de Justo Rufino Barrios, les parezca insoportable, no queda sino hacer un llamado a su solidaridad; pues con esta medida los más beneficiados son los pobres, cuyo patrimonio consiste únicamente en los billetes y monedas que cargan en sus bolsillos.

Es fácil sentarse a escribir maravillas sobre la belleza y soberanía del quetzal, el ave nacional, el símbolo patrio, nuestra moneda heptagenaria, después de haber almorzado bien todos los días, con toda la familia bajo un techo decente.

5) Desempleo como consecuencia de falta de flexibilidad y movilidad en los mercados laborales

La falta de flexibilidad laboral hay que dividirla en dos temas separados: Falta de flexibilidad en el mercado laboral interno y falta de libre movilidad de personas (de un país a otro).

i) Falta de flexibilidad en el mercado laboral interno

Un argumento muy común en contra de la dolarización es el hecho de que como los salarios no son flexibles para abajo y no se puede bajar el salario real a través de una devaluación nominal, a la hora de sufrir un choque externo con un tipo de cambio fijo, el impacto sobre el empleo es muy negativo. La pregunta clave para contrarrestar este argumento es: ¿cuál es la alternativa? Una de las premisas principales sobre las que se basa la teoría de devaluaciones para amortiguar choques externos, como se discutió en el capítulo I sección 4, es que después de la devaluación se dé una migración laboral de actividades que producen no transables hacia actividades que producen transables (por ejemplo: albañiles que van

a cortar café). La devaluación mantiene la rentabilidad de los transables, al mismo tiempo que afecta a los no transables, quebrando a varias empresas de no transables y previniendo el surgimiento de muchas nuevas empresas de no transables. Si realmente el país tiene un mercado laboral interno inflexible, esta migración de no transables a transables puede ser tan traumática como el ajuste que se critica a los tipos de cambio fijo. Además, para que las devaluaciones sean reales tienen que ir acompañadas de políticas monetarias restrictivas, reducción del crédito, tasas de interés más altas y reducción en el gasto público, todas estas medidas tienen un impacto negativo en el empleo. Si se logra realizar el «policy mix» perfecto, se debería poder reducir el ingreso real de los trabajadores, disminuir la caída del empleo y distribuirla uniformemente en la economía. El problema es que, como ya vimos repetidas veces, no sólo no se logra el «policy mix» perfecto, sino que muchas veces se empeora la situación aún más. Se está jugando con expectativas, la gente anticipa las medidas del banco central y muchas veces es el mismo banco central el que causa la crisis. Además, no es tan malo permitir que los choques externos afecten más fuertemente a las industrias susceptibles de ser afectadas, esto promueve la especialización en otros productos e industrias susceptibles de ser que sean menos volátiles. ¿Quién dijo que la producción de café o azúcar son bienes públicos?

Si lo que se busca es comparar a Guatemala con países considerados aptos por tener mercados laborales más flexibles, entonces vale la pena analizar específicamente el caso de Guatemala. Varios economistas arguyen que en Guatemala hay poca flexibilidad en los mercados laborales internos por lo menos en los mercados laborales formales. El argumento más de moda es que el salario mínimo es demasiado alto en la actualidad, cerca de un 70% del PIB per cápita. Es convicción del autor que la razón por la que el salario mínimo representa un porcentaje tan alto del PIB per cápita es por un error de medición. Este se ilustra en el cuadro 8, que compara el PIB per cápita y su relación con el salario mínimo en Guatemala y Estados Unidos.

Comparación de Salarios Mínimos Estados Unidos y Guatemala y su relación con el PIB per cápita

Guatemala

Salario mínimo diario	Q 19.65
Mensual(30 días)	Q 589.50
Anual(12 meses)	Q 7,074.00
En dolares	\$943.20
PIB/Capita	\$1,600.00
Salario minimo como porcentaje del PIB	58.95%
Poblacion economicamente activa	29.7%
PIB per trabajador activo	\$5,387.21
Salario minimo como porcentaje PIB per trabajador activo	17.51%

Fuentes: Codigo de Trabajo, The Economist World in Figures

EEUU

Salario mínimo por hora	\$5.15
Mensual (168 horas)	\$865.20
Anual (12 meses)	\$10,382.40
PIB/Capita	\$27,590.00
Salario minimo como porcentaje del PIB	37.63%
Poblacion economicamente activa	51.3%
PIB per trabajador activo	\$53,781.68
Salario minimo como porcentaje del PIB per trabajador activo	19%

Fuentes: The Economist World in Figures

Nota: No se han calculado prestaciones adicionales, en Estados Unidos estas varían bastante de un Estado a otro y también según industria. Los costos de Seguro Social, médico y otros tampoco se incluyen

Se puede observar en el cuadro que el salario mínimo como porcentaje del PIB per cápita es 59% para Guatemala y sólo 37% para Estados Unidos, una diferencia importante. Sin embargo al ajustar el ingreso per cápita únicamente a la población económicamente activa, se saca un nuevo número, el PIB per trabajador activo. Entonces se puede ver cómo el salario mínimo como porcentaje del PIB per trabajador activo es en Guatemala un 17.51% y en Estados Unidos un 19%.

Índice de rigidez de la legislación laboral en América Latina y países seleccionados de la OCDE

El análisis del salario mínimo como porcentaje del PIB pretende ilustrar si el salario mínimo es demasiado alto con relación a la productividad por persona. Pero en Guatemala no se da el caso de que la productividad por persona sea muy bajo, lo que pasa es que hay muchas personas que no trabajan y por las cuales sí se divide el ingreso, lo que crea un sesgo en el índice.⁷ Por eso, cuando se compara entre países con sectores tan grandes en la economía informal, hay que hacer la salvedad del

porcentaje de PEA. La variable relevante no es el PIB per cápita, sino el PIB per trabajador activo. Si tomando esto en cuenta aparece el salario mínimo como un porcentaje alto, sí se puede concluir que el salario mínimo está a un nivel tan alto que crea una distorsión en el mercado laboral. Viendo la comparación con Estados Unidos, que no es un país con una tradición de salarios mínimos altos, se puede ver que Guatemala está todavía debajo de Estados Unidos.

Según un estudio del BID (Stein et al, 1999), Guatemala afronta problemas de rigidez laboral pero no es tan grave como en otros países, entre ellos Panamá, que se encuentra ya dolarizado.

⁷ Algunos economistas dicen que el PEA es tan bajo en Guatemala porque solamente toma en cuenta a los trabajadores del sector formal, según estadísticas del seguro social. Pero esta cifra es consistente con el hecho que el PIB también se calcula únicamente basado en el sector formal, de la economía. Es el PIB per cápita el inconsistente, porque el PIB se calcula con el sector formal pero se divide por toda la población. Está constantemente subestimado.

Una de las ventajas de la dolarización es que desnuda este tipo de faltas de flexibilidad, y empuja a una confrontación directa del problema, pues no se puede maquillar con otras cosas o esconder entre otros problemas.

ii) Falta de libre movilidad de personas (de un país a otro)

Idealmente la dolarización debería ir acompañada de una integración económica regional que incluyera libre movilidad de personas. Esta libre movilidad de personas no se da hoy en día con un sistema de banca central, y tampoco se va a dar con una dolarización.

En un bloque económico la libre movilidad de personas tiene la función de equilibrar los ingresos de las personas de una región con los de otra. Si hay una región mucho más productiva, la gente puede irse en esa dirección para mejorar sus ingresos. También sirve para que la fuerza laboral pueda moverse de una zona que crece más despacio, hacia una que crece más deprisa. Esta movilidad permitiría a los ciudadanos guatemaltecos igualar sus ingresos con, digamos, Estados Unidos, más deprisa, pero desafortunadamente no se cuenta con esa posibilidad, con o sin moneda propia.

El argumento en contra de la dolarización por falta de libre movilidad de personas se basa principalmente en el supuesto de que, a través de devaluaciones, se puede aumentar la competitividad o mitigar choques externos, y así compensar la falta de libre movilidad de las personas. Como hemos visto repetidas veces, este supuesto no se cumple, la competitividad tiene que venir de factores reales de la economía, eficiencia, productividad, etc. Y las devaluaciones suelen ser origen de choques internos peores que los choques externos que se busca mitigar.

La situación de Guatemala después de una dolarización no cambiará mucho en relación con su situación actual. Ya se explicó antes que si bien se utiliza el dólar como moneda, el crecimiento económico no está correlacionado con el crecimiento de la economía en Estados Unidos. Prueba de esto son los casos de Panamá y Hong Kong. Hong Kong atravesaba un boom económico en 1990-91 y EEUU estaba en recesión. Hong Kong estaba en recesión en 1998 mientras EEUU disfrutaba de un crecimiento sostenido sin precedentes.

El dinero es de origen externo, pero la economía real sigue a cargo de los guatemaltecos. Si se logra hacer más eficiente y productivo al país, será por esfuerzos en la economía real.

Es importante mencionar que la libre movilidad de personas permite una mayor especialización y productividad, así como la libre movilidad de bienes tiene un efecto positivo en la economía. Se debe trabajar en la dirección de alcanzar este objetivo, por ser positivo. La dolarización puede hacerlo un objetivo político más asequible. La ausencia de libre movilidad de personas nos afecta tanto ahora como después de una dolarización.

6) Pérdida de competitividad (no se puede devaluar para favorecer las exportaciones)

A este argumento se le ha dedicado una sección específica en el capítulo I, aparece aquí sólo un muy breve resumen encabezado con una cita de 1983, palabras de Robert Mundell (1983, pp.44): «Los tipos de cambio no funcionan más como mecanismos para hacer a los países más competitivos, si es que alguna vez funcionaron. La evidencia científica sobre esto no ha logrado respaldar nunca la tesis que la devaluación de la moneda mejora la balanza comercial.» En 1983 países como Inglaterra tenían altas tasas de desempleo y consideraban una devaluación como posibilidad para sacarlos de la stagflación. Como se puede ver, el argumento de la devaluación a favor de las exportaciones ya hace mucho que ha sido rebatido. En realidad es un argumento mercantilista. Es algo así como el argumento keynesiano a favor de la inflación para promover el crecimiento económico. Probablemente funcione la primera vez, al reducir los salarios reales de las personas y así redirigir recursos de los trabajadores a la inversión, pero la segunda vez ya no funciona muy bien, y la tercera vez aún menos, hasta que la medida se convierte en un problema por sí misma.

7) No hay cómo amortiguar choques externos

A este tema también se le ha dado amplia cobertura en los capítulos I y II. En el capítulo I se ha presentado las dificultades que afrontan los sistemas monetarios con flexibilidad para amortiguar o paliar choques externos. En el capítulo II se explica cómo un sistema dolarizado reacciona ante los choques externos y cómo tiende a

adaptarse. Resumiendo en muy pocas palabras, los choques externos en un sistema monetario dolarizado son amortiguados por el sistema financiero. La economía a nivel macro funciona de una manera muy similar a como funciona la economía de una persona particular. La reacción macro de la economía se da como resultado de la suma de las acciones a nivel micro de todos los agentes económicos y su nivel de deuda y ahorro. Mientras más abierto e internacionalizado está el sistema financiero, más grandes son los choques que puede amortiguar y menos fluctuaciones se dan en el corto plazo. Lo que sí se da en forma más fuerte, bajo un sistema dolarizado, es que los efectos de un choque externo en una industria específica, afectan más directamente a esa industria, no se distribuyen en toda la economía. Esto es algo positivo porque pone presión sobre la industria que recibe el choque, presión para que busque actividades más productivas y rentables o menos volátiles. El ejemplo favorito en Guatemala es: qué pasa si se caen los precios del café. La caída de los precios del café causa una reducción en el ingreso. Esto a su vez causa una reducción en los depósitos bancarios. Como el vínculo entre depósitos y préstamos está roto en un sistema financiero internacionalizado (los bancos obtienen y colocan fondos en el mercado mundial), los bancos disminuyen sus créditos únicamente en la industria cafetalera, pero no tienen ningún incentivo para disminuir sus créditos a otras industrias que permanecen productivas y rentables. Si los bancos consideran que el choque es algo coyuntural o de corto plazo, también mantienen, o incluso incrementan, sus niveles de créditos a los cafetaleros. El resultado de esto es un impacto reducido en el crédito al sector privado y las tasas de interés y por consiguiente en el crecimiento. El impacto del choque es pequeño en otras industrias, sobre todo en otras industrias exportadoras. Sin una devaluación la industria cafetalera sufre más presión por la caída en los precios, lo cual es positivo al ofrecer los incentivos correctos que la economía necesita para asignar recursos en forma eficiente.

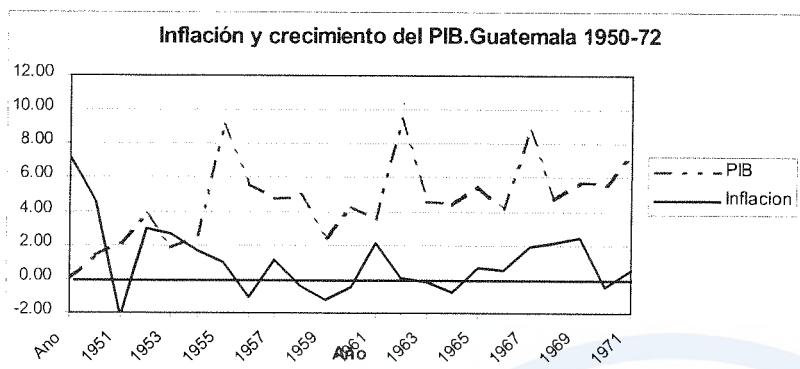
Este argumento también sufre de la misma falacia que el de soberanía. Supone que el banco central puede hacer algo para amortiguar los choques externos. Como se discutió antes, es posible que el banco central logre defender a las industrias exportadoras con una devaluación real, pero no sin tener que introducir importantes medidas monetarias restrictivas, que en el agregado hacen más daño a la economía.

8) El gobierno puede ir a la quiebra

El gobierno de Panamá, en los años ochenta financió, a través de la colocación de deuda, sostenidamente, déficits del ocho al diez por ciento del PIB. Hoy en día, cuando el gobierno de Guatemala tiene necesidad de dinero, generalmente lo financia a través de la colocación de deuda en el mercado local. Después de la dolarización el gobierno debe seguir trabajando de igual manera. Con la ventaja de que el mercado local está entrelazado con el mercado internacional, haciendo accesibles más recursos. Se puede ir endeudando cada vez más pero esto hará que pague cada vez una tasa de interés más alta, haciendo que el endeudamiento le salga cada vez más costoso. El endeudamiento del gobierno por lo menos es transparente, así que si llega a niveles insostenibles será porque la gente lo permite políticamente. Los gobiernos pueden declararse en quiebra o mora, con o sin bancos centrales, como es el caso del gobierno de México en 1982, o Perú en 1990. Afortunadamente el pueblo guatemalteco siempre ha sido bastante adverso al endeudamiento. Por lo que es muy poco probable que el gobierno llegue a niveles insostenibles de deuda.

9) Peligro de deflación

Las teorías económicas monetaristas hablan de la deflación como un fenómeno más dañino que la inflación. Es cierto que una deflación de un 20% es mucho peor que una inflación de un 20%. Pero bajo una dolarización es altamente improbable que se dé una deflación superior a un 2%. Guatemala con el tipo de cambio verdaderamente fijo que tuvo en los años cincuenta y sesenta, tuvo años con deflaciones menores. Panamá curiosamente no tuvo ninguno, incluyendo los años en los que no había abierto su sistema financiero. A continuación una gráfica interesante sobre la inflación en Guatemala y el crecimiento económico; se puede apreciar cómo en años con deflaciones menores había crecimientos económicos altos.



Fuente: Banco de Guatemala

10) Generará aumento en precios

Algunas personas entrevistadas por el autor, durante el desarrollo de este estudio, mostraron preocupación por la posibilidad que los comerciantes aprovecharan la conversión de quetzales a dólares, a la tasa fija que se defina en su momento, para subir los precios de bienes y servicios. En sí un fenómeno especulativo similar al que se da cuando se sube el IVA o la gasolina, que sube un 3% y todos aprovechan para subir sus precios un 10%. Es cierto que al ser un fenómeno generalizado, los comerciantes en forma agregada actúan como un cartel y en realidad se da un aumento de precios. Pero el aumento suele no durar mucho tiempo porque si ya antes del aumento había competencia, la seguirá habiendo después y siempre hay algunos que encuentran conveniente vender más por menos precio y otros buscan aumentar su participación de mercado. El problema puede ser amortiguado por el hecho de que, por un tiempo, se permite la circulación de las dos monedas, se pueden distribuir tablas de conversión en mercados y puntos diversos de ventas para facilitar cálculos. Después de la dolarización, hacer comparaciones con precios internacionales se vuelve más fácil y rápido y surgen más competidores en busca de aprovechar oportunidades de arbitraje.

Por último, la ventaja más importante es que si en realidad existe el fenómeno de la especulación aprovechando cambios coyunturales (académicamente existe muy poca evidencia de que sea un fenómeno de efectos superiores al muy corto plazo), será una ÚNICA vez. Hoy en día, cada vez que se da una devaluación, los comerciantes y productores reindexan sus precios y no

proporcionalmente al aumento en sus costos; lo hacen de forma general y hasta de más, anticipando la devaluación futura.

D) OTROS ARGUMENTOS EN CONTRA DE LA DOLARIZACIÓN

A lo largo de la investigación desarrollada se encontraron objeciones a la dolarización que no encajan realmente en el esquema de costo beneficio. Aquí se han listado algunas de ellas:

1) No se dan las condiciones macroeconómicas en la actualidad o en el futuro cercano

En el capítulo 4 se han detallado con más exactitud los requisitos y pasos para poder llevar a cabo la dolarización. En resumen:

- * Al 12 de agosto de 1999 Guatemala cuenta con suficientes dólares para convertir toda la base monetaria a dólares, utilizando únicamente sus reservas internacionales. A diciembre de 1999 hacía falta unos 100 millones de dólares. Esto no es problema pues se pueden obtener prestados fácilmente, incluso a través de bonos por ese monto.
- * La macroeconomía está bien, una inflación de 5% proyectada para 1999 debe mantenerse en ese nivel. El déficit del gobierno para el próximo año no debiera superar el 3% del PIB. Y los cálculos de tipo de cambio real en base al análisis de diferencial de inflaciones no dista mucho del tipo de cambio nominal actual.

- * El gobierno de Guatemala está muy poco endeudado. Lo que da mucho margen para operar y no impone restricciones muy fuertes por el lado de la recaudación fiscal.
- * Institucionalmente es posible llevarlo a cabo con cambios menores en leyes y reglamentos y manejando una posible restricción constitucional.

Si se quiere se puede y comenzando de inmediato.

2) **Es suficiente con tener disciplina fiscal para tener una buena moneda**

Esto era cierto hace 30 años. Hoy en día aún con buena disciplina fiscal la moneda sufre los efectos de malos desempeños en economías vecinas. El hecho que el desempeño de la moneda local no ha sido exactamente sobresaliente provoca que aún con una excelente disciplina fiscal, las tasas de interés tarden años en bajar y tal vez en veinte años lleguen a niveles cercanos a las de economías desarrolladas.

En los últimos cuatro años, algunos acontecimientos han venido a modificar la concepción que se tenía sobre el origen de las crisis monetarias. El renombrado economista Paul Krugman⁸ (1999, pp.5-6) describe con mucha claridad esta situación: «...Hasta a mediados de los 90's a grandes rasgos existían dos historias con respecto a las crisis monetarias, que desempeñaban un papel muy importante en el pensamiento sobre el tema: La primera era que las crisis monetarias ocurrían porque un gobierno era incapaz de detenerse a sí mismo en imprimir dinero y los inversionistas saben que a la larga no puede mantener una tasa de cambio o paridad fija, y, en cierto punto, están anticipando cuanto tiempo va a durar, miden las probabilidades de una devaluación, huyen y al huir precipitan la crisis monetaria y esto en jerga se conoce como la crisis primaria, esto ha sucedido ciertamente en la crisis monetaria de Rusia del verano pasado.

⁸ Esta es una transcripción al español de una conferencia dictada por Paul Krugman en inglés con el título «La nueva arquitectura del sistema financiero internacional», en Monterrey, mayo de 1999. Ha sido provista por personal del IMEF, ente encargado de organizar la conferencia. Debido a su origen es posible que se presenten errores menores de traducción y transcripción. Es importante aclarar también, que a lo largo de su ponencia Paul Krugman toca varios puntos relacionados con la dolarización en general y en el caso específico de México él se opone a la misma.

Pero, la segunda historia sobre las crisis monetarias es que ellas ocurren porque un país tiene una moneda sobrevaluada que hace que su industria no sea competitiva y le impone una tasa de desempleo muy alta al país y que, por lo tanto hay un incentivo para que el gobierno devalúe y haga que las cosas se alinien más, y hay temores de que el gobierno esté a punto de hacer eso, entonces hay especulación que nos hace perder reservas, mayores tasas de interés, lo cual a su vez fuerza al gobierno a hacer lo que el mercado teme que haga.

Y esa es la historia de la crisis de Europa de 1992 y 93, y en menor medida, es más confusa, pero tiene algo que ver con la crisis brasileña de enero; ese tipo de crisis es perturbadora, es preocupante, casi tiene como consecuencia predecible que el ministro de finanzas se quede sin empleo. Pero, en general, una vez que la crisis ha pasado, no ha pasado nada en realidad. Los británicos bromean con que en 1993 debieron haberle hecho una estatua o monumento a George Soros, en alguna parte de Londres, por haberlos echado fuera del sistema monetario europeo.

Desdichadamente, las crisis que hemos visto en los países en vías de desarrollo no han seguido ninguno de esos dos patrones, en lugar de esto han sido crisis en las cuales los gobiernos aparentemente no estaban imprimiendo grandes cantidades de dinero. Ciertamente, en Asia, estaban de todos modos sometidos a especulaciones severas y el efecto de la crisis no era hacer su industria más competitiva y buscar una recuperación. Inicialmente hubo depresiones económicas muy serias y en el peor de los casos, como en Indonesia, pues se puso en juego o en riesgo todo el sistema político. ¿Por qué ha sucedido esto? ¿Cuál es la naturaleza de estas crisis? Bueno, pues existe un enorme debate sobre este tema, pero, si yo les dijera qué es lo que yo pienso, cuál es la situación central, el mejor entendido que yo tengo de las crisis recientes es que son impulsadas muchísimo por el problema de los balances generales, y la deuda en el sector privado. Lo que sucedió en la mayoría de las crisis recientes es que se tiene un sector privado que estaba sumamente apalancado, con una alta dependencia de financiamiento a su deuda, incluyendo a bancos que por definición están sumamente apalancados y que encima de eso, una parte importante de ese apalancamiento involucró deuda en monedas extranjeras, típicamente en dólares. Lo que eso produjo fue una vulnerabilidad en la que si se

iniciaba la fuga de capitales obligaría a la moneda a depreciarse, pero al caer la moneda, eso significaría que el valor de la deuda en moneda extranjera se explotaría y como los balances generales eran muy frágiles, y como había mucho apalancamiento, generaría una implosión de los balances generales. Lo cual puede convertirse en una catástrofe económica que puede darse aún sin que haya o no un cambio político, o de política monetaria y puede surgir como una profecía pesimista que se cumple sola, ese tipo de crisis, cuando ocurren, dejan a los países sin alternativas buenas. Porque si se trata de defender elevando las tasas de interés a niveles muy altos, puede ser que evite uno la catástrofe del balance general, debido a la devaluación, pero experimenta en lugar de eso una catástrofe económica debido a las altas tasas de interés...» Como explica Krugman, la situación se ha vuelto más compleja de lo que hace algunos años se pensaba. Hay que reconocer que existe una fuerte globalización de capitales y que las empresas y los bancos, a pesar del riesgo cambiario, adquieren deudas en dólares, incentivadas por plazos más largos y tasas de interés más bajas. Un sistema con banca central se vuelve un obstáculo para un país que empieza a gozar de popularidad en los mercados internacionales de crédito. Le impone un riesgo adicional, un riesgo de devaluación, que como mencionó Krugman puede ser devastador para las empresas o bancos con pasivos en dólares. Entonces un país no solo tiene que cuidar su déficit fiscal; también tiene que cuidar la estructura de pasivos de sus empresas y bancos, cuidar su balance general. Evitar el endeudamiento privado externo. Una alternativa es limitar el endeudamiento privado a través de controles de capital y una supervisión bancaria estricta y restrictiva. En sí, limitar el endeudamiento privado. Esto no sólo es poner un obstáculo al desarrollo, la posibilidad de alcanzar un verdadero control de capitales también es cuestionable. El obstáculo es particularmente dañino para Guatemala donde la tasa de ahorro es muy baja. ¿Por qué dejar ir la oportunidad de más inversión por defender un sistema monetario de banca central?

Lo que este estudio propone es que la solución al problema es un sistema monetario dolarizado, con una banca internacionalizada. Como se explicó ampliamente en el capítulo II, la integración total del sistema bancario en los mercados financieros internacionales hace que a los bancos les sea indiferente colocar el dinero dentro o fuera del país. Solamente prestan localmente mientras siga habiendo buenos créditos. Si empiezan a ingresar muchos

capitales volátiles, porque el país se pone de moda, el sistema bancario presta localmente o coloca los fondos en otros mercados. En un sistema dolarizado también se puede dar una fuga de capitales, pero, primero que todo, no vienen tantos capitales volátiles porque no hay diferencial de tasa de interés por prima de riesgo cambiario contra cual apostar. Segundo, el déficit en cuenta corriente es producto de las actividades crediticias de varios bancos actuando por incentivos de mercado y no de errores o distorsiones causados por el banco central. Por eso es menos probable que haya distorsiones tan serias, o que pasen mucho tiempo sin ser corregidas y se acumulen. Tercero, el sistema bancario internacionalizado es mucho más sólido que uno local. Panamá que sufrió una fuga de capitales a gran escala, previo y posterior a la invasión de Estados Unidos en 1989, soportó lo que no han soportado los sistemas bancarios asiáticos en los últimos dos años (Moreno Villalaz, 1997, pp. 20-24).

En resumen, en los tiempos globalizados actuales no basta con tener un gobierno con finanzas equilibradas para mantener la estabilidad monetaria. Habría que agregar controles de capital y crecimiento limitado del endeudamiento privado. Habría que renunciar a la posibilidad de obtener recursos en el exterior, solo para defender el sistema de banca central. Un sacrificio caro e innecesario.

3) El dólar no es la moneda más apropiada

El dólar es la moneda internacional del comercio y las finanzas. El 50% del comercio de Guatemala es con los Estados Unidos, y otro 40% es con Centroamérica y México y se lleva a cabo en dólares. Además, después de la conversión inicial de quetzales a dólares, si alguna otra moneda resulta mejor, la gente es libre de utilizarla. En este trabajo se propone por razones logísticas un cambio de quetzales a dólares, porque se percibe que hoy en día es la primera opción de la gente, pero como ya se dijo antes, después del cambio la gente es libre usar la moneda que quiera.

4) Guatemala no es un país productor de divisas

Guatemala es un país con un porcentaje medio-alto de comercio internacional, el año pasado exportaciones e importaciones sumaron el 46% del PIB. Lo importante en el análisis no es tanto el total del comercio con relación

al PIB (que es medio alto), sino la integración de la economía al comercio internacional y la ausencia de sustitutos locales. En sí, qué porcentaje de los bienes y servicios de producción local no cuentan por lo menos con un 10% de componente importado, muy difícil de reemplazar localmente. Se puede decir que la economía guatemalteca está bastante integrada al comercio internacional: un ejemplo claro de ese fenómeno es la alta indexación al dólar del precio de todo tipo de bienes y servicios.

De cualquier manera, Guatemala podría ser una economía con comercio internacional de 100 millones de dólares al año y técnicamente no habría problema en dolarizarla, porque si la estructura del país no produce divisas, tampoco consume divisas. Se cambia la moneda de denominación de la base monetaria pero ésta continúa actuando como con una moneda local. Lo único que se necesita son los suficientes recursos para llevar a cabo el cambio. Si se tienen 1,500 millones de dólares para convertir la base monetaria se convierte y ya. Claro que los beneficios de una dolarización, para una economía poco integrada al comercio y las finanzas internacionales, son menores que para una que si lo está.

5) No hay razón para atarse al desempeño de la Federal Reserve (FED)

En los años de 1961 a 1978 Guatemala tuvo una inflación promedio anual de alrededor del 1.7%. Algunos podrían decir que las autoridades de ese tiempo eran muy discretas y muy buenas a diferencia de las autoridades bancarias que habrían de venir en los años siguientes. La tasa de inflación en esos años fue incluso más baja que la de los Estados Unidos, por lo mismo podría deducirse que no hay razón para atarnos a la política monetaria de la Reserva Federal. Sin embargo es el pensamiento del autor que la razón por la que Guatemala tuvo un mejor desempeño que la Reserva Federal esos años, no fue porque tomara mejores decisiones, sino porque no tomaba ninguna decisión. La política monetaria de Guatemala se

regía por una regla muy clara, por cada quetzal tenía que haber un dólar de respaldo. En Panamá la inflación en el mismo período es casi idéntica a la de Guatemala, porque en realidad el sistema era muy similar, sólo que en Panamá circulaban dólares y en Guatemala quetzales respaldados por dólares. La masa monetaria, el nivel de crédito al sector privado, y el nivel de precios están dictados por el mercado y la Federal Reserve no tiene ninguna influencia sobre ellos. En realidad la atadura con la FED es únicamente mediante la influencia de ésta en la tasa de interés. Hoy en día esta influencia es tan poderosa en los mercados financieros internacionales que intentar menguarla con cualquier tipo de sistema financiero en un país tan pequeño como Guatemala solamente crea oportunidades para arbitraje y especulación. Desde un punto de vista pragmático el argumento en contra de las decisiones de la Federal Reserve y su influencia negativa en Guatemala adquiere tintes surrealistas e inclusive sarcásticos. Cuando la Federal Reserve toma una decisión radical, sube o baja la tasa de interés medio punto en un trimestre, mientras que en Latinoamérica se está acostumbrado a cambios en las tasas de interés de cinco por ciento o más en semanas.

E) CONSIDERACIONES FINALES

El análisis costo beneficio marca claramente una ventaja de la dolarización por encima del sistema actual. Al momento de analizar desventajas o argumentos en contra es siempre útil pensar si realmente la dolarización hace que las cosas sean diferentes en un problema determinado, o el problema ya existe y simplemente la dolarización no lo resuelve. Lo que aquí se ha planteado que en realidad sucede, es que la dolarización resuelve una serie de problemas y en otro gran número deja las cosas como están.

Habiendo establecido los costos y beneficios de la dolarización, se pasa en el siguiente capítulo a analizar el procedimiento para llevarlo a cabo.

CAPÍTULO IV

¿CÓMO DOLARIZAR GUATEMALA?

PROCEDIMIENTO Y REQUISITOS MÍNIMOS

Uno de los objetivos centrales de este trabajo es definir los lineamientos para hacer efectiva una dolarización en Guatemala. En este capítulo se describen los pasos a seguir para alcanzar este objetivo, así como los prerrequisitos que hay que cumplir y los recursos que hay que invertir para poder llevar a cabo el cambio. En otros capítulos se ha hecho una mención general en cuanto a políticas económicas; este capítulo trata específicamente el caso de Guatemala. Cabe señalar que el trabajo propone un cambio de quetzales a dólares de los Estados Unidos y, por razones logísticas, el proceso de cambio completo debe realizarse con cambios de quetzales a dólares. Sin embargo una vez terminado el período de transición, la ley debe ser clara en estipular que los ciudadanos son libres de usar la moneda que más les plazca para hacer contratos, como reserva de valor, o para cualquier uso. Sin ningún tipo de restricción legal. Esto garantiza un verdadero proceso de estabilidad monetaria a largo plazo.

Por un lado hay economistas que definen una serie de prerrequisitos que deben cumplirse antes de llevar a cabo una dolarización. Ponen a la dolarización en el pedestal más alto de un proceso de disciplina fiscal y óptimo manejo de la política monetaria. Algo así como un lujo que pueden darse sólo aquellos cuya economía está muy bien. Por el otro lado, hay un grupo más pequeño de economistas, que proponen la dolarización como solución para crisis económicas extremas. De por sí la dolarización suele aparecer en la discusión académica cada vez que hay una devaluación o crisis económica de gran envergadura, como la devaluación de México en 1994-95, Indonesia en 1997, Brasil 1999, etc. En este trabajo se toman en cuenta ambas posturas y además el ejemplo sentado por la reciente Unión Monetaria Europea y los requisitos impuestos a los países que querían ser miembros. Si bien es cierto que una Unión Monetaria Multilateral no es igual que una Unión Monetaria Unilateral, las diferencias son mínimas, más aún para los países más pequeños que toman parte en la Unión, en el caso del EURO países como Irlanda, Portugal o Luxemburgo.

Países que tienen una influencia muy reducida en las decisiones del Banco Central Europeo, y cuyas economías son muy diferentes.

La primera parte del capítulo trata sobre los prerrequisitos para poder llevar a cabo una dolarización, la segunda parte se enfoca en los diferentes cambios, consideraciones y reformas a tomar en cuenta en diferentes áreas durante el proceso de cambio a un nuevo sistema monetario. No es un proceso tan complicado. Para hacer una comparación de complejidad es algo así como la introducción de un Currency Board y quitarle unos céntimos a una moneda al mismo tiempo (algo que Argentina hizo simultáneamente al introducir su sistema de Caja de Convertibilidad en 1990). Al final del capítulo se ha incluido un cronograma de un proceso de dolarización, en el cual las diferentes reformas y cambios adquieren un carácter más tangible al aparecer todas juntas y en un orden cronológico.

A) REQUISITOS MÍNIMOS PARA PROCEDER A LA DOLARIZACIÓN

Definir criterios mínimos para poder proceder a una dolarización es bastante complicado y realmente no existe una fórmula académica preestablecida. Existe el ejemplo reciente del EURO y los criterios de transición utilizados, que agregado a un análisis de las condiciones actuales de Panamá sirve para llegar a algunas conclusiones. Los requisitos aquí listados provienen de este proceso de comparación y sinergia, se han comparado las condiciones macroeconómicas, financieras e institucionales de Panamá con las de Guatemala y se han agregado algunos de los criterios macroeconómicos utilizados en la Unión Monetaria Europea.

1) En la macroeconomía

- * El banco central tiene que contar con suficientes reservas para poder convertir la base monetaria a billetes y monedas de dólar. Además también debiera

contar con reservas suficientes para hacer frente a sus pasivos de muy corto plazo y contar con la posibilidad de que el gobierno se haga cargo del pasivo de mediano y largo plazo.

- * La deuda total del gobierno no debe ser superior al 60% del PIB. (Según los criterios utilizados en el EURO, éste es el nivel sostenible de deuda en un país que crece a un ritmo del 3% anual).
- * Se debe evitar dolarizar en un momento en el que el tipo de cambio real se está apreciando o está marcadamente apreciado.

El Banco Central y el gobierno cuentan con suficientes recursos para convertir la base monetaria¹ completa a dólares pero necesitan recursos adicionales para poder cubrir los pasivos de corto plazo del BANGUAT. El origen de estos fondos se detalla en una sección más adelante sobre la conversión de pasivos del Banco de Guatemala y el gobierno. La obtención de estos recursos no parece presentar un obstáculo importante para la dolarización dado el bajo nivel de deuda del país. El resto de los pasivos del BANGUAT pueden ser absorbidos por el Ministerio de Finanzas. En el cuadro 6, en la sección sobre reorganización del Banco de Guatemala, se detalla la conversión de estos pasivos.

¹ A menudo surge la pregunta de por qué únicamente la base monetaria o M0 tiene que convertirse a dólares y no M1 o M2. M1 o M2 son agregados monetarios que se basan en la base monetaria, es dinero producido por los bancos comerciales producto del sistema de reservas fraccionales. Al dolarizar únicamente se cambia de denominación, pero los multiplicadores monetarios no debieran sufrir más que cambios menores. Si lo único que se va a cambiar es la denominación, a una tasa fija, equivale a agregar o quitar ceros a la moneda, como lo hizo México en 1994 con la introducción del nuevo peso. En México en 1994 se dividieron todos los depósitos por 1000 y se cambiaron todos los billetes de Peso por billetes nuevos de nuevos pesos. En este caso el procedimiento es el mismo, sólo que por decir un número, se dividen todos los depósitos por ocho, y a toda la gente se le dan billetes nuevos, por cada ocho quetzales un billete de peso guatemalteco. Este peso guatemalteco tiene un tipo de cambio fijo de uno por uno con el dólar, y como no hay billetes de peso guatemalteco, la gente acepta temporalmente billetes de un dólar de los Estados Unidos, que también son moneda de curso legal. Para poder cambiar México su moneda de pesos a nuevos pesos no tuvo que imprimir billetes de nuevos pesos equivalentes a la cantidad total de M2, si así hubiera hecho se hubiera tenido que quedar con muchos billetes nuevos en sus bóvedas, porque no hubiera habido forma de entregárselos a las personas. No existían suficientes billetes de peso para cambiarlos por billetes de nuevo peso.

Por el lado del endeudamiento no hay ningún problema, este está bastante por debajo de un 60% del PIB (20-23% actualmente). Un gobierno comprometido con la estabilidad macroeconómica, sin importar cual sea el sistema monetario, debe reducir el déficit fiscal a menos de un 3% del PIB para evitar distorsiones importantes y un endeudamiento exagerado que comprometa la inversión social. Panamá financió déficit del 10% del PIB en los años ochenta y eso no le llevó a mayor crecimiento. Incluso sus años de mayor crecimiento son los años sesenta y noventa, en los que ha tenido menos déficit fiscal.

En cuanto al tipo de cambio real (TCR), la coyuntura actual presenta excelentes condiciones para una dolarización. Decidir si el tipo de cambio real está sobre o subvaluado es una difícil tarea, como se discutió en el capítulo II, en la sección sobre el tipo de cambio real. Pero en el último año éste se ha venido depreciando consistentemente, al punto que hasta los sectores exportadores del país expresan su satisfacción con el tipo de cambio actual.² Como lo demuestra la Gráfica 9, que aparece en el capítulo II, si se hace un análisis de TCR por diferencial de inflaciones desde 1961, este aparece marcadamente depreciado. Es importante que la tendencia no venga siendo hacia la apreciación debido a distorsiones en el mercado de divisas, lo cual no parece ser el caso de Guatemala.

Normalmente al hablar de convergencia se habla también de una convergencia en tasas de interés e inflación, pero en el caso de Guatemala no parece haber necesidad de convergencia en tasas de interés o inflación. El número de créditos a tasa fija es muy limitado y de igual forma la cantidad de depósitos a plazos fijos mayores a un año son muy pocos. Tal como se dio en Italia y España con la introducción del EURO, conforme fue creciendo certeza del ingreso de estos países al EURO, fueron bajando las tasas de interés; en Guatemala al anunciar una dolarización, seis meses son suficientes para ajustar la gran mayoría de vencimientos y tasas fijas. Esto implicaría volatilidad de la tasa de interés hacia abajo, pero la economía guatemalteca está acostumbrada a una volatilidad bastante alta, y las fluctuaciones hacia arriba de la tasa de interés son bastante más dañinas que las fluctuaciones hacia abajo. En cuanto a la inflación se

² Declaraciones GEXPRONT. Entrevista con Fanny de Estrada, Agosto de 1999.

considera importante, debido a su impacto en las tasas de interés. Como ya se dijo, eso no representa un problema para Guatemala. Algunos economistas también consideran que la economía se acostumbra a cierto crecimiento de precios y de medios de pago. Por ese lado se puede decir que la dolarización no sólo detiene la inflación sino que manda un mensaje muy claro y generalizado, de que deben cambiarse las expectativas, además, no hay siquiera certeza de un freno en el crecimiento de los medios de pago, porque se espera un aumento en la tasa de ahorro y, por consiguiente, de los multiplicadores monetarios. Pasar de una hiper- inflación a una inflación de 2% anual sí puede tener importantes consecuencias negativas, como una apreciación artificial del tipo de cambio real (Harberger,1999). Pero pasar de 6% a 2 % es un tema completamente diferente, más si se toma en cuenta que la inflación en Guatemala se viene reduciendo a un ritmo más o menos constante de 2% anual.

Algunos economistas señalan el alto déficit en la cuenta corriente como otro problema a corregir. Después de la dolarización se espera un importante superávit en la cuenta de capitales, debido a la repatriación de capitales y al movimiento de recursos, de la banca «OFF SHORE» a la banca regulada; la corrección de un déficit excesivo en la cuenta no es ningún prerrequisito para una dolarización (como ya se dijo antes, lo que sí es importante es no entrar con un TCR sobrevaluado). Después de la dolarización el déficit en la cuenta corriente se vuelve una variable determinada por el mercado.

Resumiendo, la macroeconomía de Guatemala está lista para dolarizar inmediatamente.

2) En el sistema financiero

- * Contar con libertad para hacer depósitos bancarios en otras divisas
- * Contar con una regulación que permita una integración financiera total
- * Un marco regulatorio dentro de los criterios internacionales de supervisión (normas de BASILEA)

En el sistema financiero el paso cero a realizar es la aprobación de la ley de desconcentración de divisas. Esta ley se encuentra engavetada en el Congreso de la

República desde hace un par de años. Independientemente de si se quiere realizar una dolarización o no, esta ley permitiría un fortalecimiento del sistema bancario y una mejor supervisión de la enorme cantidad de recursos que se mueven en la banca «Off Shore». Esta ley permite mantener depósitos en bancos nacionales, en cualquier moneda. La nueva regulación debe ir un poco más lejos para permitir una integración financiera total. Debe exigir a los bancos balancear sus operaciones en moneda local e internacional, en el mismo balance general y permitirles mantener sus reservas o encajes en diferente monedas según su valor equivalente en quetzales (sistema de reservas requeridas). En la legislación bancaria actual no hay realmente restricciones al ingreso de bancos extranjeros a través de sucursales, ni tampoco restricciones a la propiedad de bancos locales por parte de extranjeros.

Se debe avanzar en materia de supervisión bancaria alineándola a los criterios internacionales. Las denominadas normas de BASILEA son la base para la regulación bancaria; una buena supervisión preventiva se hace indispensable así como la estricta aplicación de requerimientos de capital pagado mínimo, dado el esperado aumento en las cantidades de depósitos que se moverán del sistema «Off Shore» al sistema regulado. Sólo los bancos que cuenten con suficiente capital podrán captar esta lucrativa migración de recursos, que también tendrá un incentivo positivo para bancos o instituciones financieras internacionales con deseos de aumentar su participación en el mercado local a través de una fusión, participación minoritaria o una alianza estratégica, «joint venture», con bancos locales.

En el sistema financiero hay importantes cambios a realizar en el marco legal regulatorio. Se debe modernizar la supervisión financiera y se debe aplicar de forma más estricta. Los bancos en problemas deben ser intervenidos de forma inmediata, saneados y rematados, o subastados. En la actualidad Guatemala no cuenta con un sistema financiero tan internacionalizado como es necesario para el óptimo funcionamiento de un sistema dolarizado. Sin embargo hay que tomar en cuenta que iniciada la dolarización se crea una serie de incentivos que favorecen el fortalecimiento y crecimiento del sistema financiero. Además, ésta es una de las industrias más versátiles, innovadoras y ágiles que existen. Moviada por el poderoso incentivo del arbitraje no tardará mucho en realizar los ajustes necesarios.

3) En el marco institucional

- * Apertura comercial y libre movilidad de bienes y servicios
- * Modificaciones en la ejecución de garantías

En cuanto a apertura comercial Guatemala califica con facilidad, goza de una de las economías más abiertas del mundo, es miembro del GATT y de la OMC y el arancel promedio en importaciones es únicamente el 8%.

Los bancos guatemaltecos sufren un calvario cada vez que desean ejecutar una garantía real ya sea hipotecaria o prendaria. Llegar a rematar un inmueble hipotecado y embargado puede tomar años, lo que aumenta enormemente los costos operativos de los bancos, y disminuye la capacidad de endeudamiento de los propietarios de los bienes. Se tiene que reformar buena parte del Código Procesal Civil Mercantil, a modo que la ejecución de garantías sea más eficiente. Benchmark: la legislación Suiza.

Es importante recordar que esta sección habla de prerequisites, no de cambios legales que hay que realizar; éstos se discuten en la próxima sección. En el marco institucional no hay más prerequisites que los aquí descritos para proceder con la dolarización. La dolarización es precisamente uno de los sistemas monetarios que menos garantías institucionales necesita para funcionar bien. Como ejemplo se puede observar el caso de Panamá, que mantuvo una inflación baja y tasas de interés razonables durante tiempos de democracia, dictadura y hasta de tiranía. El Gobierno no puede afectar el valor de la moneda y cuesta muchísimo quitar la moneda a los ciudadanos para introducir otra.

Después de haber definido los prerequisites o condiciones mínimas con que debe contar un país para proceder a la dolarización, se pasa a describir en la siguiente sección las acciones específicas para alcanzar esas condiciones mínimas a fin de realizar el cambio de moneda y mantener la estabilidad durante el proceso.

B) ACCIONES A TOMAR PARA HACER EFECTIVA LA DOLARIZACIÓN

1) Colaboración del gobierno de los EEUU

Esta colaboración NO ES NECESARIA, la dolarización completa se puede llevar a cabo sin ningún obstáculo sin siquiera contarle al gobierno de los Estados Unidos de América que se va a llevar a cabo. Los dólares se pueden obtener en un banco privado de Estados Unidos o cualquier banco internacional en el mundo (el 70% de los aproximadamente 450 billones de dólares en circulación en el mundo, están fuera de los Estados Unidos), que cobra una comisión por cambiar una gran cantidad de depósitos, por billetes y enviarlos al país. Pero el hecho que se pueda llevar a cabo sin pedir permiso no quiere decir que la oportunidad no puede ser manejada positivamente y hasta sacarle algún provecho diplomático. Principalmente se debe buscar recuperar parte del señoríaje perdido.

En el gobierno de Estados Unidos de América se han estado generando varias propuestas para promover la dolarización en países latinoamericanos: las propuestas son lideradas por el Senador Republicano Connie Mack. Las propuestas sugieren métodos para compartir el señoríaje, hasta sugieren que los bancos de los países dolarizados tengan acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal. Es la posición del autor de este estudio que tener acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal es altamente improbable, la responsabilidad de la Reserva Federal sería demasiado alta y se vería obligada a intervenir en la legislación y supervisión bancaria y todo se volvería muy complicado. Los esfuerzos diplomáticos y negociadores hay que orientarlos a recuperar parte del señoríaje perdido y a formalizar algunas actividades logísticas como el envío de billetes y monedas y quien sabe si hasta obtener alguna ventaja comercial.

El economista Robert Barro (1999) con respecto al caso de Argentina, ha propuesto que Estados Unidos podría otorgar un regalo de una sola vez a Argentina, por el valor total de su base monetaria: 17 millardos de dólares en billetes y monedas. El gobierno de Argentina entonces podría quedarse con sus reservas. El problema que surge es, qué pasa si Argentina más adelante decide abandonar el dólar como moneda de reserva y regresar al Austral o utilizar el EURO, estafando así al gobierno de los Estados Unidos. Que algo así suceda es altamente improbable pero siempre existe un riesgo no determinable en los próximos 50 años. Este estudio propone una idea similar con unas pequeñas modificaciones. Guatemala al dolarizar su

economía pierde señoría de dos tipos, de flujo y de Stock, descrito detalladamente en el capítulo III al calcular el costo del señoría. La Reserva Federal de los Estados Unidos podría otorgar un préstamo al gobierno de Guatemala respaldado 100% por el valor de sus reservas internacionales, que tendrían que ser convertidas en su totalidad a bonos del tesoro de los Estados Unidos con cupón. El préstamo sería entregado por el 100% del valor de las reservas y en billetes en efectivo a una tasa preferencial del 0% con un contrato según el cual la tasa de interés pagada por el préstamo dependería de qué porcentaje de la base monetaria en circulación son dólares. Mientras menor porcentaje de dólares, mayor la tasa de interés, hasta llegar al máximo que sería la tasa que se recibe por los bonos del tesoro. También se podría incluir en el contrato que si el gobierno de Guatemala deliberadamente realiza alguna iniciativa para cambiar de moneda principal en circulación, el gobierno de los Estados Unidos es libre de confiscar los bonos del tesoro propiedad del gobierno guatemalteco. De esta manera Guatemala no pierde el ingreso que recibe por sus reservas actualmente, o sea el costo de stock, pero sí pierde el costo de flujo, el señoría de flujo se lo queda la Reserva Federal; todo el mundo gana.

Otras iniciativas de coordinación pueden tratar temas logísticos elementales, iniciativas para unificación de criterios de supervisión financiera, promoción de inversiones en empresas americanas, beneficios comerciales de paridad NAFTA, etc.

2) Reorganización del Banco de Guatemala

Eliminar al Banco de Guatemala como institución no es viable en el corto plazo debido a un importante obstáculo constitucional, el artículo 132. Como se está tratando de evitar un referéndum en la primera etapa de la

dolarización, esta alternativa queda descartada. De cualquier manera mediante un cambio en las funciones y objetivos del Banco de Guatemala, se puede alcanzar el objetivo deseado. El Banco de Guatemala prácticamente se fusiona con la Superintendencia de Bancos, para llevar a cabo su principal objetivo de supervisión del sistema financiero.

Las actividades que quedan bajo la jurisdicción del Banco de Guatemala son:

- * El manejo del fondo para préstamos de contingencia
- * El manejo del FOPA (o supervisión en caso sea manejado por un ente privado)
- * La custodia de encajes o el papel de titular de las reservas requeridas depositadas por los bancos locales con el custodio internacional (en el caso de Argentina, Deutsche Morgan Greenfell, Nueva York)
- * Representante del sistema financiero nacional ante el FMI
- * Acuñación de monedas
- * Investigación y estadísticas económicas, (aunque éstas se podrían transferir al INE)
- * Todas las funciones de supervisión a cargo de la actual Superintendencia de Bancos

Las actividades que ya no corresponden al Banco de Guatemala:

- * El manejo de la política monetaria. Ya no hay política monetaria ni variable objetivo, ni metas
- * Función de agente financiero del Estado
- * Actividades relacionadas con la concentración de divisas

Previo a su conversión el Banco de Guatemala tiene que ser relevado de todos sus pasivos.

Cuadro 6
Conversión de Pasivos del Banguat
Datos al 12 de agosto de 1999
--Cifras en millones--

Tipo de Cambio 7.4838

Pasivos del BANGUAT en Quetzales

Conversión de Pasivos a Dólares

Dinero Primario		Q 8,792.60
Numerario en Circulación		Q 5,605.50
Encaje		Q 3,187.10
Bancario	Q 2,959.80	
Inversión Obligatoria	Q 601.50	
Financieras	Q 41.00	
(-) Prestamos de la Banca Central a Bancos y financieras.	Q (415.20)	
Pasivos		Q 9,889.90
Obligaciones Mediano y Largo Plazo		Q 876.90
Bonos de Estabilización		Q 34.60
Operaciones Compra Venta de Valores		Q 2,911.30
Con Entidades Públicas *1	Q 2,178.80	
Con el sector Privado	Q 732.50	
Posición Neta con el Sector Público . (Depósitos del Gobierno en el Banco Central)		Q 6,067.10
Total Pasivos		Q 18,682.50

Billetes y Monedas en US\$	Bonos Corto Plazo en US\$	Bonos de Largo Plazo US\$	Aporte para Capitalización
\$ 749.02			
\$ 425.87			
		\$ 117.17	
	\$ 4.62		
	\$ 389.01		
			\$ 810.70
\$ 1,174.88	\$ 393.64	\$ 117.17	\$ 810.70

Fuente: Departamento de Estudios Económicos. Banco de Guatemala

En cierto modo como si estuviera siendo liquidado. También hay que determinar quién se va a hacer cargo de sus pasivos restantes. Probablemente su fiador, que es el gobierno. Una vez que el Banco de Guatemala se encuentre con 0 pasivos, debe obtener ingresos para mantener sus gastos de las operaciones bancarias, como actualmente funciona la Superintendencia de Bancos³. El costo adicional que esto representa para los bancos se ve

compensado al introducir el sistema de reservas requeridas. El detalle de los pasivos del Banco de Guatemala, cómo se pueden financiar y quién se hace cargo de ellos aparece en la próxima sección

³ El problema es que actualmente la Superintendencia de Bancos opera sostenidamente con un déficit de aproximadamente el 50% de su presupuesto. Los fondos para cubrir su déficit los obtiene del Banco de Guatemala.

3) Conversión de pasivos del Banguat y del gobierno

En el cuadro 6 aparecen todos los pasivos del Banco de Guatemala al 12 de agosto de 1999. En el lado derecho del cuadro aparecen convertidos a dólares y clasificados en cuatro columnas diferentes según el plazo de los pasivos y en que tipo de documento se convierten. En el cuadro

7 se detalla más sobre el origen de los fondos y sobre qué pasivos son en efecto cubiertos por el gobierno central. La base monetaria se cubre en su totalidad con las reservas internacionales del Banco de Guatemala. Las obligaciones de corto y medio plazo son cubiertas por el gobierno, incluso se sugiere un mecanismo que permita crear una provisión para esos gastos, utilizando principalmente fondos provenientes de la desincorporación de activos.

Cuadro 7
Financiamiento de las Obligaciones del Banguat
Después de Dolarizar
-Cifras en Millones de US\$-

Origen de fondos		Obligaciones del BANGUAT	
Reservas Internacionales Netas convertidas 100% a billetes y monedas	\$ 1,180.70	Billetes y Monedas en US\$	
		Numerario en circulación	\$ 749.02
		Encajes Bancarios	\$ 425.87
Total Fondos en Billetes y Monedas	\$ 1,180.70	Total Necesidades de Billetes y Monedas	\$ 1,174.88
Pasivo asumido por el gobierno			
Gobierno provisiona fondos para cubrirlo. Origen: Desincorporación TELGUA e INDE(U.Fenosa)	\$ 250.00	Bonos de corto plazo emitidos por el Banco de Guatemala(respaldado por el gobierno)	\$ 389.01
Línea de Crédito(con Bancos Comerciales o FMI)	\$ 200.00	Bonos BEST	\$ 4.62
Total fondos accesibles en el corto plazo	\$ 450.00	Total bonos de corto plazo	\$ 393.64
Fondos accesibles de corto plazo	\$ 1,630.70	Obligaciones a Corto plazo	\$ 1,568.52
Se convierten en Bonos en dólares de igual manera que todas las emisiones del MFP, a plazos similares	\$ 117.17	Bonos y deuda de largo plazo(más de un año) emitidos por el Banco de Guatemala(respaldado por el gobierno)	\$ 117.17
Estas obligaciones pasan a ser parte de la deuda públi	\$ 117.17	Total Obligaciones largo plazo	\$ 117.17
Aporte gubernamental para capitalizar el BANGUAT	\$ 810.70	Depósitos del Gobierno en la Banca Central	\$ 810.70
Total aporte capitalización BANGUAT	\$ 810.70	Total depósitos del gobierno en la Banca Central	\$ 810.70

Finalmente, el total de depósitos del gobierno en el Banco Central tiene que ser aportado por el gobierno al Banco Central como capitalización del Banco de Guatemala.

El gobierno debe renunciar a estos fondos. En este cuadro se incluye la totalidad de los depósitos. Dado que el gobierno utiliza el Banco de Guatemala como banco de depósito, probablemente hay una cantidad de dinero que tiene que transferir a bancos del sistema, esta cantidad habría que dolarizarla también con recursos adicionales en dólares.

En cuanto a los pasivos del gobierno, la deuda externa obviamente ya es en dólares, el cambio se da en la deuda interna que se convierte a dólares también. Durante años se ha venido hablando de hacer un SWAP de deuda externa por deuda interna para disminuir los costos de financiamiento; pues con la dolarización se da automáticamente. La gran mayoría de bonos del gobierno y de la economía en general, se colocan con cláusulas de redención prematura, así que podría redimirse una buena cantidad para poder colocar a una nueva y más baja tasa de interés. Es importante que el gobierno, que se ha vuelto un prestamista más en la economía, cuente ya sea con ahorros o con una línea de crédito para contingentes, pues ya no se cuenta con los ahorros que se encontraban depositados en el Banco de Guatemala.

4) Principales consideraciones legales

Este inciso describe los principales cambios legales a llevar a cabo durante y después del proceso de dolarización. Hay cambios legales y regulatorios que ya se mencionaron antes en la sección de prerequisites, sobre todo los cambios en la regulación del sistema financiero.

Guatemala tiene la fortuna de no contar con un sentimiento tan antiyanki y ultra-nacionalista como es el caso de México por ejemplo. En México la frase moneda nacional está metida por todos lados, en la Constitución, en el Código de trabajo, en todos lados. En Guatemala las leyes prácticamente nunca hacen mención de quetzales o moneda nacional. Suelen aparecer únicamente donde se definen cantidades mínimas o máximas. Como salarios

mínimos y máximos del Código de Trabajo, o multas y tributos preestablecidos en el Código de Comercio, Civil y Penal. En la misma Ley de Bancos, recientemente se han hecho modificaciones para definir cantidades mínimas basadas en dólares. Esta ausencia de «quetzalismo» ha tenido el feliz resultado actual de que uno puede realizar contratos o poner precios en cualquier moneda. Esto es bueno desde la perspectiva de la dolarización, implica que no hay tantos cambios a realizar en las leyes.

El obstáculo legal más importante se encuentra en la Constitución de la República, en el artículo 132, que habla del Banco de Guatemala y la Junta Monetaria. Es en el primer párrafo donde se encuentra el problema, he aquí la transcripción respectiva: «Artículo 132. Moneda. **Es potestad exclusiva del Estado, emitir y regular la moneda**, así como formular y realizar las políticas que tienden a crear y mantener condiciones cambiarias y crediticias favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional. **Las actividades monetarias, bancarias y financieras, estarán organizadas bajo el sistema de banca central**, el cual ejerce vigilancia sobre todo lo relativo a la circulación de dinero y la deuda pública. Dirigirá este sistema, la Junta Monetaria de la que depende el Banco de Guatemala, entidad autónoma con patrimonio propio, que se regirá por su Ley Orgánica y la Ley Monetaria»

La primera parte que aparece subrayada no parece representar un obstáculo importante pues Guatemala no va a dejar de tener su propia moneda, como Panamá tiene el balboa, Guatemala tendrá el «peso guatemalteco». Es en la segunda parte subrayada donde se puede encontrar mayores dificultades, sobre todo al momento de reorganizar las funciones del Banco de Guatemala, que sí va a seguir existiendo. Toda esta transformación depende mucho de cómo se le pinte. Sigue existiendo una moneda nacional, pero se permite que otras monedas sean de curso legal. Sigue existiendo el Banco Central, pero no se puede decir que sea un sistema monetario típico de banca central. Al llevarse a cabo este estudio no se ha podido profundizar lo suficiente en este tema, que parece ser en buena parte una cuestión de voluntad política. Aún en el peor de los casos, si hay que llevar a cabo una reforma constitucional, se hace. A continuación se describe un proceso de reformas con el cual se pretende no tener que llevar a cabo una reforma constitucional.

Primera fase: introducir una nueva moneda, denominada «peso guatemalteco»⁴ a un tipo de cambio fijo de 1:1 con el dólar. Después de un período de flotación completamente libre se puede fijar un tipo de cambio entre el quetzal y el peso guatemalteco. El peso guatemalteco existiría como existe hoy en día el euro (hasta el 1 de enero del 2002, cuando empiezan a circular billetes de euro) o el balboa, solamente en las transacciones bancarias y en la deuda del gobierno (en el caso del balboa también hay monedas). Simultáneamente se introduce una ley que le da categoría de moneda de curso legal al dólar de los Estados Unidos de América. Como ya se mencionó antes en este capítulo, previo a todo esto tiene que haberse aprobado la ley de desconcentración de divisas.

Segunda fase, la conversión a la nueva moneda: después de definir el tipo de cambio al cual se convierten los quetzales a pesos guatemaltecos, se introduce un decreto mediante el cual el quetzal deja de ser moneda de curso legal. El día que entra en vigencia la ley, todos los depósitos bancarios en quetzales son convertidos a pesos guatemaltecos a la tasa establecida. Se fija un período de transición no mayor a seis meses, durante el cual la gente debe deshacerse de sus billetes y monedas de quetzal y cambiarlos por billetes de peso guatemalteco. Mediante otro decreto se establece que el Banco de Guatemala, el sistema financiero, empresas y particulares son libres de utilizar dólares de Estados Unidos de América en vez de «pesos guatemaltecos», dada la escasez de billetes de «peso guatemalteco». Se pasa una legislación por medio de la cual se garantiza la continuidad de contratos y se oficializa la conversión de todo tipo de obligaciones, pasivos y activos a pesos guatemaltecos, a la tasa definida.

⁴ La figura del peso guatemalteco es creada para evitar la posible necesidad de una reforma constitucional al artículo 132 de la Constitución Política de la República. El cual otorga al Estado la potestad exclusiva de emitir moneda. En el caso ideal habría que realizar un cambio a la Constitución por medio de un referéndum, pero esto toma tiempo y parece mejor dejarlo para después, cuando la gente haya experimentado las mieles de la dolarización y no esté tan sujeta a manipulación emocional. Se ha utilizado el nombre peso guatemalteco, como una posibilidad y por la tendencia que la gente mantiene aún hoy en día, al referirse a los quetzales como pesos. Se consideraron otros nombres, como quetzal oro, o nuevo quetzal, que también son una posibilidad.

Tercera fase, reorganización del Banco de Guatemala.

La Constitución Política de la República dice que el Banco de Guatemala se regirá según su Ley Orgánica y la Ley Monetaria. Estas leyes prácticamente hay que escribirlas de nuevo, según los conceptos definidos en el inciso primero de esta sección, que trata sobre la reorganización del Banco de Guatemala. Es en esta reorganización de actividades donde se corre el mayor peligro de caer en una acción de inconstitucionalidad.

Inmediatamente después de concluido el proceso de transición, se debe establecer en la ley que los ciudadanos son libres de realizar transacciones en cualquier moneda, siempre y cuando ambas partes en un contrato estén de acuerdo en utilizar esa moneda. O sea que no hay moneda de curso legal exclusivo. Esta acción es una garantía de estabilidad a largo plazo, pues si alguna vez el dólar se tornara en una moneda inestable, la gente sería libre de trabajar con otra moneda sin ninguna restricción.

Un par de años después de haber llevado a cabo todas estas reformas y de haber introducido la dolarización, se podría llevar a cabo una reforma a la Constitución para reformar los artículos 132 y 133, y plasmar en la misma un texto mucho más corto que exprese y garantice el verdadero espíritu de libertad del nuevo sistema monetario de Guatemala.

5) Formación de comisiones especiales

En algunas áreas es necesario realizar reformas, cambios y planes muy específicos, que no pueden ser cubiertos en detalle por este estudio. Sin embargo, con la intención de establecer una guía de trabajo, se listan a continuación las principales comisiones a formarse durante un proceso de dolarización, utilizando como ejemplo el trabajo realizado por comisiones en diferentes países durante el cambio al EURO.

i) Información y divulgación

El mejor equipo de publicistas y relacionistas públicos tiene que estar preparado para llevar a cabo una campaña de divulgación y explicación de las consecuencias de la dolarización. La gente tiene que estar confiada en que su dinero no va a perder valor, que no es ninguna trampa del

gobierno y que obtendrá beneficios concretos. Benchmark: España y su plan de divulgación del EURO y México durante el cambio de peso a nuevo peso.

ii) Contabilidad y criterios fiscales

Las leyes fiscales demandan una serie de criterios contables generalmente aceptados para tributar correctamente. Varios de los cambios se pueden arreglar con un decreto ley que indique a que tipo de cambio se pueden hacer las conversiones de quetzales a dólares. Pero se requiere de un estudio más profundo para ver que no queden cabos sueltos, como qué criterios de contabilidad generalmente aceptados se van instituir, o cómo controlar los ingresos de dinero provenientes del extranjero una vez abandonado el sistema de concentración de divisas, o en qué moneda se dan facturas, etc.

iii) Contratos

Una comisión de juristas debe analizar la manera más eficiente de garantizar la continuidad de los contratos a largo plazo y contratos vencidos e incumplidos, una vez que el quetzal desaparezca como moneda.

iv) Informática

La mayor cantidad de dinero en la economía no es creado por el Banco Central; lo crean los bancos. El manejo de los bancos hoy en día es principalmente por medio de sistemas de información computarizados. Para poder cambiar la moneda en circulación, los bancos tienen que estar bien preparados, como se han preparado los bancos europeos para el EURO, que durante sus primeros tres años sólo existe en los balances de los bancos y no físicamente.

Benchmark: los bancos europeos en su cambio al EURO.

v) Consumidores

Se debe organizar un programa de información al consumidor para explicar bien a qué tipo de cambio tiene que hacerse la conversión de quetzales a dólares, lo que pasa con los depósitos bancarios, los nuevos billetes y su denominación y forma, etc.

vi) Estadísticas

Hay una serie de estadísticas que tienen que ser

recopiladas y analizadas de forma diferente, por dos cambios principales, primero el cambio en la moneda en circulación y de curso legal y segundo por el abandono del sistema de concentración de divisas.

6) Definición del tipo de cambio

Para establecer un tipo de cambio apropiado por medio del cual convertir precios en quetzales a precios en dólares, el mejor indicador es el tipo de cambio de mercado, que va a evolucionar cuando la gente sepa que el tipo de cambio será fijado con el dólar y que el dólar después va a reemplazar al quetzal. Se puede esperar que la demanda por quetzales aumente durante un proceso de este tipo resultando en una apreciación del tipo de cambio. De cualquier manera, el gobierno debe abstenerse de manipular el tipo de cambio resultante. La mejor indicación del tipo de cambio es el que fija el mercado sin intervención alguna. El tipo de cambio debe flotar por un período de treinta días, previamente anunciado. La flotación debe ser limpia, lo que significa que el Banco de Guatemala no podrá realizar ninguna intervención esterilizada o tratar de influenciar el tipo de cambio de alguna otra manera. Durante ese período el Banco de Guatemala no podrá aumentar sus pasivos a menos que aumente sus reservas por un 100% del aumento de dichos pasivos.

La capitalización del Banco de Guatemala debe darse antes de este período de flotación, a modo que el gobierno ya no tenga depósitos en el Banco de Guatemala, que pudiera retirar durante el período de libre flotación. El Banco de Guatemala debe publicar diariamente la situación de indicadores clave de su balance general, a modo de transparentar sus acciones y evitar sorpresas desestabilizadoras.

C) CRONOGRAMA DE UN PROCESO DE DOLARIZACIÓN

Este cronograma sirve de ejemplo, el proceso completo toma unos nueve meses. Cinco meses de preparación y cuatro meses de transición. En realidad la dolarización se puede llevar a cabo en un período mucho más corto. Basta contar con suficientes reservas para convertir la base monetaria entera a dólares (que es el caso en agosto de 1999), aunque con el procedimiento aquí propuesto se busca llevar a cabo una transición sin contratiempos ni cabos sueltos. Transparente y anunciada.

CRONOGRAMA

PASO	ACCIÓN	FECHA
1	Se aprueba la ley de desconcentración de divisas.	Mes (-1)
2	El gobierno anuncia públicamente, en el ámbito local e internacional, su decisión de dolarizar la economía.	Mes 0
3	Se aprueba la legislación que establece una absoluta integración financiera internacional. Entra en vigencia una nueva ley de bancos y se establece un nuevo marco regulatorio financiero, según los criterios descritos en la sección sobre cambios al sistema financiero.	Mes 1
4	Se inicia el período de preparación, promoción y cabildeo. Objetivos a alcanzar: <ul style="list-style-type: none"> - Cabildeo en Washington para poder compartir parte del señoriaje - Se aseguran el financiamiento y las líneas de crédito necesarias - Se lanza campaña publicitaria de promoción internacional en el mundo financiero - Formación de comisiones especiales - Se acuñan nuevas monedas, de medidas y aleaciones similares a las del dólar. 	Del mes 1 al mes 4
5	Libre flotación del quetzal, para establecer tipo de cambio	Del mes 4 al mes 5
6	El Ejecutivo anuncia la introducción de una nueva moneda: el "peso guatemalteco". El cual tiene un tipo de cambio fijo con el quetzal (de acuerdo a lo observado durante el período de flotación). El "peso guatemalteco" tiene un tipo de cambio fijo con el dólar, de 1 por 1. Se anuncia que a partir de ese día el dólar de los Estados Unidos de América también pasa a ser moneda de curso legal.	Mes 5
7	El gobierno asume las deudas de largo plazo del Banco de Guatemala y se provisionan los fondos para cubrir todos los pasivos de corto plazo.	Mes 5
8	Las monedas adquieren un nuevo valor y se crean monedas nuevas para cubrir la nueva demanda; monedas de dólar también circulan paralelamente y su valor es igualmente reconocido.	Mes 5
9	Se anuncia un período de transición de 90 días. Tiempo después del cual el quetzal dejará de ser moneda de curso legal. Durante este período todas los precios se deben cambiar de quetzales a "pesos guatemaltecos". Lo mismo debe ocurrir con las cuentas bancarias, los bonos y todo contrato expresado en quetzales. Entran en vigencia las leyes y los decretos relacionados con la transición y su efecto en contratos de diversa índole, según lo descrito en la sección de consideraciones legales.	Del mes 5 hasta el mes 8
10	Se crea nueva ley que reorganiza los componentes del Banco de Guatemala, según lo descrito en la sección sobre dicha institución.	Mes 6
11	Recogidos todos los billetes de quetzal, se procede a destruirlos.	Mes 9
12	Entra en vigencia una ley que establece que ninguna moneda tiene monopolio de curso legal en Guatemala. ¡Libertad monetaria!	Mes 9
13	<i>Por medio de referéndum se modifica el artículo 132 de la Constitución de la República.</i>	Mes 20

CONCLUSIONES

Un sistema de banca central con flexibilidad en la política monetaria trae pocas ventajas y muchas desventajas. Aún suponiendo que un banco central tomara sus decisiones siguiendo criterios exclusivamente técnicos y con estadísticas veraces, los principales argumentos que justifican su existencia son rebatibles desde un punto de vista teórico y a través de evidencia empírica. La experiencia en países en desarrollo ha sido que no sirve para realizar una política monetaria a favor de la estabilidad, por el contrario, lleva a tasas de interés más altas, sistemas financieros más pequeños, horizontes de inversión a muy corto plazo y mucha volatilidad.

Una política monetaria independiente no es más que una ilusión, en la práctica el banco central tiene un margen de acción muy pequeño. Principalmente porque existe una dolarización de facto muy alta (empresas con muchos pasivos en dólares y personas con depósitos en dólares), un alto nivel de indexación en precios y salarios, y tasas de interés que fluctúan con un alto grado de correlación con los movimientos de tasa de interés internacionales. Debido a la falta de independencia, cuando un banco central necesita de la flexibilidad para responder a choques externos no la tiene. Hace lo que tiene que hacer (para evitar un descalabro mayor), que es defender el tipo de cambio subiendo tasas de interés y a través de políticas monetarias restrictivas. La posibilidad de devaluar impone una prima por riesgo de devaluación a la tasa de interés y cuando se necesita la flexibilidad no se tiene realmente. Adicionalmente, como la flexibilidad tiene un efecto negativo en el desarrollo de mercados financieros más profundos, la economía no cuenta con un sistema financiero lo suficientemente fuerte para aliviar el choque externo. Dadas sus limitaciones el banco central tampoco puede tomar medidas anticíclicas aunque tuviera la información a tiempo y la capacidad técnica para hacerlo (que también es sumamente cuestionable). Por lo tanto, no es de extrañarse que en un estudio reciente del BID (Hausman, 1999), resultara que en Latinoamérica la evidencia empírica muestra un comportamiento procíclico por parte de los bancos centrales (promueven los ciclos, no los suavizan) y no anticíclico.

Ante todas estas dificultades el banco central puede elegir una posición absolutamente neutral, establecer un tipo de cambio fijo, cero déficit fiscal y no participar

activamente en la política monetaria (que implicaría abandonar su razón de ser). Pero aún actuando de esa manera, como no hay ningún tipo de garantía a largo plazo de este comportamiento, la moneda no genera suficiente credibilidad. Las tasas de interés se mantienen altas y la moneda sujeta a ataques especulativos por muchos años. Y si de cualquier manera no se va a tener una política monetaria propia, entonces, ¿para qué tener una moneda propia?

¿Por qué no utilizar una moneda externa, fuerte como el dólar de los Estados Unidos de América, moneda del comercio y las finanzas internacionales? Al permitir la circulación del dólar como moneda, se genera credibilidad de inmediato, bajan las tasas de interés, baja la inflación y aumentan los plazos de depósitos y préstamos. Se fortalece el sistema financiero y aumenta la competencia en el mismo. Se promueve la inversión extranjera no especulativa y se reducen los riesgos y los costos de transacción, además de otra serie de beneficios. La política monetaria es dictada por las fuerzas del mercado, como un reflejo directo de la balanza de pagos. La economía no está inmune a choques externos pero el sistema financiero fortalecido puede servir para reducir sus efectos. Ante la ausencia de distorsiones, introducidas por el banco central de una u otra forma, la economía se vuelve más transparente y los ajustes graduales reemplazan a las fuertes correcciones acumuladas. El desarrollo de un sistema financiero integrado totalmente a las finanzas internacionales es un elemento clave para el funcionamiento de la economía dolarizada. La dolarización y la internacionalización de la banca van de la mano, se complementan y una promueve a la otra. Sin embargo el sistema bancario no tiene que estar internacionalizado antes de la dolarización, la economía guatemalteca funcionaría de una forma muy similar a como funcionaba durante los años sesenta, con un sistema bancario cerrado. Es solo que después de la dolarización aumenta la dinámica hacia una internacionalización de la banca, que es algo muy positivo.

Por el lado de los costos, el principal es la pérdida de señoría. En Guatemala sería aproximadamente un 0.4% del PIB. Existe la posibilidad de negociar parte del señoría con el gobierno de los Estados Unidos de América. Otra objeción suele ser la ausencia de un

prestamista de última instancia. En cuanto a este problema, Argentina ha sido pionera en el diseño de sustitutos al prestamista de última instancia, mediante mecanismos de mercado. Estos bien podrían ser aplicados en Guatemala, con por lo menos tan buenos resultados como el sistema actual. Son mecanismos que únicamente están accesibles después de dolarizar o fijar la moneda fuertemente (a través de un currency board). Analizando el caso del currency board, la única ventaja que ofrece sobre la dolarización es que se mantiene el señoríaje. El problema es que siempre mantiene esa sombra de duda sobre su verdadera solidez y seguridad a largo plazo. Esto genera una serie de problemas, especialmente a la hora de sufrir choques externos, porque se duda más del sistema cuando este está sometido a presión, por lo que suben las tasas de interés en los momentos menos adecuados. La dolarización también es superior en promover la internacionalización de la banca. Si en la práctica el currency board ha sido más utilizado que la dolarización, ello se debe particularmente a su ventaja política. Desde un punto de vista económico, la dolarización es decisivamente superior.

En este estudio también se han fijado los pasos para llevar a cabo una dolarización en Guatemala. Esta es viable y depende únicamente de un gobierno con la voluntad política de llevarla a cabo. La economía guatemalteca está en condiciones de llevar a cabo una dolarización con solo cambios menores en la legislación actual. Según el cronograma propuesto, un proceso completo de dolarización tarda ocho meses desde el primer anuncio hasta la salida de circulación de los últimos billetes de quetzal. Es importante aclarar que en la propuesta de dolarización se deja la libertad de guardar depósitos o realizar transacciones en cualquier moneda. De este modo si un día el dólar se convierte en una mala moneda, las personas son libres de cambiarse a otra, o por lo menos de cambiar sus ahorros y realizar transacciones mayores en otra moneda.

Desde un punto de vista teórico, empírico y hasta moral, la dolarización es superior a cualquier otro sistema monetario recomendable para un país en desarrollo. Guatemala tiene ante sí la oportunidad de sentar las bases de la estabilidad macroeconómica, que permita al gobierno, empresarios y personas dirigir todos sus recursos y esfuerzos a esos factores reales que aumentan el nivel de riqueza. Sin tener que estar preocupados por factores que

les son externos e impredecibles y ante los cuales se encuentran casi indefensos. Dolarización significa estabilidad y reglas de juego claras. Como dijera el primer canciller alemán de la posguerra: «La estabilidad no lo es todo, pero sin la estabilidad todo es nada».

BIBLIOGRAFÍA

Banca Nazionale de Lavoro. European Monetary Union: *The problems of the transition to a single currency.* Italia: Banca Nazionale de Lavoro. 1996.

Banco de Guatemala. *Cuadros Semanales Sesión Junta Monetaria.* Departamento de Estudios Económicos. Al 15 de julio de 1999.

Banco de Guatemala. *Estadísticas Económicas* (<http://www.banguat.gob.gt>, página web del Banco de Guatemala, 1999)

Barro, Robert J. y David B. Gordon. *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy.* Journal of Monetary Economics, 12, no. 2 (Julio 1983): 101-21.

Barro, Robert J. *The Men running Brazil still don't get it.* Business Week, (mayo, 1999): pág.26

———. *Let the dollar reign, from Seattle to Santiago.* The Wall Street Journal (8 de marzo de 1999)

BID (Banco Interamericano de Desarrollo). *Special Report: Overcoming Volatility.* En Latin America: Economic and Social Progress. Washington D.C. BID., 1995.

Blanco Valdés, José Alfredo y Sergio Javier López Toledo. *Algunas consideraciones sobre la dolarización.* *Notas Monetarias*, No.3, Año I. 30 de abril de 1999.

Cukierman, Alex, et al. *Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes.* World Bank Economic Review, 6, no.3 (Septiembre 1992).

Edwards, Sebastián. *Macroeconomic Prospects and Challenges in Guatemala.* Guatemala: Documento privado no publicado, elaborado para comité conjunto CACIF-Gobierno. 1999.

Fischer, Stanley. *Seignorage and the Case for a National Money.* Journal of Political Economy, 90, no.2 (abril 1982): 295-313.

Fontaine, Juan Andrés. *Guatemala 1999-2005: preparando el despegue.* Guatemala: Documento privado no publicado. Junio, 1999.

Friedman, Milton. *A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability.* American Economic Review, 38, no.3, (septiembre, 1960): 245-64.

———. *The case for Flexible Exchange Rates.* En Leo Melamed, ed. *The Merits of Flexible Exchange Rates: An Anthology:* 3-42. Fairfax, Virginia: George Mason University Press. 1988.

Fry, Maxwell. *Money, Interest, and Banking in Economic Development.* Baltimore: Johns Hopkins University Press (1995), pp.1-3.

Gavin, Michael. Debate: *México y la dolarización.* Transcripción de su participación. Monterrey, Mayo de 1999. Organizado por el IMEF.

Hanke Steve, Schuler Kurt. *Banco Central o Caja de Conversión.* Fundación República para una Nueva Generación. Buenos Aires, 1991.

———. *Currency Boards for Developing Countries.* San Francisco: ICS Press, 1992.

Harberger, Arnold. *Octavo Ciclo de Jornadas Económicas.* Grabación en video de su participación como conferencista. Junio 1999.

Hausman, Ricardo, et al. *Financial Turmoil and the choice of exchange rate Regime,* en http://www.iadb.org/occe/PDF/Financiar_Turmoil.pdf página web del Banco Interamericano de Desarrollo, 1999.

Hayek, F.A. *Denationalisation of Money.* Hobart Special Paper. Londres: IEA 1976.

Hinds, Manuel. *Consideraciones sobre la Dolarización.* El Salvador: Documento inédito. Febrero de 1999.

Ingram, James C., Comment: *The Currency Area Problem.* En *Monetary Problems of the International Economy,* editado por Robert A. Mundell y Alexander K. Swoboda. University of Chicago Press (1969), pp. 95-100.

Ishiyama Yoshihide. *The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey.* IMF Staff Papers, 1976.

Jacobs, Mikael y William Savedoff. *There's More Than One Way to Get a House: Housing Strategies in Panama,*

en http://www.iadb.org/occe/PDF/Financiar_Turmoil.pdf página web del Banco Interamericano de Desarrollo, 1999.

Kenen, Peter B. *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View.* En *Monetary Problems of the International Economy,* editado por Robert A. Mundell y Alexander K. Swoboda. University of Chicago Press (1969), pp. 41-60.

Krugman, Paul. *La Nueva Arquitectura del Sistema Financiero Internacional.* Ponencia de la conferencia con el mismo título. Monterrey, Mayo de 1999. Organizada por el IMEF.

Kydland, Finn E. y Edward C. Prescott. *Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.* Journal of Political Economy, 85, no.3 (Junio, 1977): 473-92.

Laidler, David. *Monetarist Perspectives.* Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press. 1982.

López Buenaño, Franklin. *Por qué y cómo dolarizar.* Ecuador: Escuela Politécnica del Litoral. 1999.

McKinnon, Ronald. *Optimum Currency Areas.* American Economic Review, vol.53 (septiembre, 1963): 717-725.

Meltzer, Allan. *The Fed at Seventy Five.* En Michael T. Belongia, editor, *Monetary Policy on the Fed's 75th Anniversary: Proceedings of the Fourteenth Annual Conference of The Federal Reserve Bank of St Louis,* pp. 3-65. Boston: Kluwer. 1992. Citado por Hanke.

Moreno-Villalaz, Juan Luis. *La experiencia monetaria de Panamá: lecciones de una economía dolarizada, con una banca internacional.* Panamá: Banco Nacional de Panamá, 1997.

———. *Cost of Using the Dollar as a Currency.* Panamá: Banco Nacional de Panamá. 1998.

Mundell, Robert. *A Theory of Optimum Currency Zones.* The American Economic Review, Vol. 51 (Septiembre, 1961): 356-368.

———. *A Monetary Agenda for World Growth.* Boston: Quantum. 1983.

Pazos, Luis. *The Mexican Devaluation: Facts and Factors.* En Roberto Salinas-León y James A. Dorn, editores, *Money and Markets in the Americas.* Vancouver: The Fraser Institute (1996), pp. 101-114.

Persson, Torsten y Guido Tabellini. *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics.* Chur, Suiza: Harwood Academic Publisher, 1990.

Sachs, Jeffrey y Felipe Larraín. *Macroeconomía en la economía global.* México: Prentice Hall Hispanoamericana, 1994.

Salinas León, Roberto. *From Stability to Stagflation: Lessons from the Mexican Fiasco.* En Roberto Salinas-León y **James A. Dorn**, editores, *Money and Markets in the Americas.* Vancouver: The Fraser Institute (1996), pp. 115-126.

Salinas León, Roberto y James A. Dorn, editores, *Money and Markets in the Americas.* Vancouver: The Fraser Institute, 1996.

Scrope, George Poulet. *An Examination of the Bank Charter Question.* Londres: John Murray. 1833, pp.41-2. Citado por Kurt Schuler.

Schuler, Kurt y Steve Hanke. *A Dollarization Blueprint for Argentina.* (<http://www.erols.com/kurrency>, página web de Kurt Schuler). Enero, 1999.

———. *Dollarizing Indonesia.* (<http://www.erols.com/kurrency>, página web de Kurt Schuler). Junio, 1998.

———. *A Contingency Plan for Dollarizing Hong Kong.* HKCER Letters, vol.52, Septiembre 1998b.

———. *Should Developing Countries have Central Banks.* Reino Unido: Goron Pro-Print Co. Ltd. 1996.

———. *The Problem with Pegged Exchange Rates*, Kyklos, No.1, 1999, pp.5-20.

———. *Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets.* Joint Economic Staff Report, Office of the Chairman, Senator Connie Mack. 1999b (abril).

Selgin, George A. *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue.* Nueva Jersey: Rowman and Littlefield, 1988.

Stein, Ernesto et al. *Evaluando la Dolarización: Una aplicación a países de América Central y del Caribe.* http://www.iadb.org/oce_Web_Site_BID. 1999

Viner, Jacob. *Studies in the Theory of International Trade.* New York: Harper and Brothers, 1937, p.287. Citado por Kurt Schuler.

Walters Allan A. *Sterling in Danger: The Economic Consequences of Pegged Exchange Rates.* Londres: Fontana/Collins, 1990.