

CONTRATAPA

Sobre esto y aquello

Opciones cambiarias

ANTE EL CRUCIAL PERÍODO QUE SE AVECINA ES IMPERATIVO BUSCAR EN CADA ASPECTO LA OPCIÓN ÓPTIMA. VOY A COMENZAR POR LA QUE REPRESENTARÍA LA CULMINACIÓN MÁS RADICAL DE LA POLÍTICA QUE SE INICIÓ EN 1990

Por Ramón Díaz

Qué clase de política cambiaria aplicará el próximo gobierno? Hoy querría examinar la gama de posibilidades que se despliegan ante él. Y, ya que por una gama se puede pasar de un extremo cualquiera al otro, y como forma de enfatizar que en el crucial período que se avecina es imperativo buscar en cada aspecto la opción óptima, voy a comenzar por la que representaría la culminación más radical de la política que se inició en 1990. Sin depurar la nómina en función de criterios de factibilidad política. Porque si una determinada estrategia es necesaria, tendrá que hacérsela factible de alguna manera.

Esa opción que se destaca por su radicalidad es la dolarización. Digo que es la culminación de la tendencia inaugurada en 1990 por lo siguiente. Desde entonces hemos venido deslizándonos a lo largo de una paridad declinante hacia un tipo de cambio fijo. La idea de la paridad declinante apunta hacia aprovechar la progresiva liberación del impuesto inflacionario, gracias al progreso en el manejo de las cuentas fiscales. Y no puede haber duda alguna de que su culminación natural consiste en la fijación de una paridad estable. Al mismo tiempo ello implica el abandono de la soberanía monetaria, ya que con tal régimen tanto el nivel de precios como la tasa del interés vienen determinados exógenamente. En cierto sentido, entonces, la dolarización representa la conclusión lógica de la estrategia adoptada con base política pluripartidaria.

En los últimos tiempos el interés por este régimen ha sido considerable. Si bien Panamá sigue siendo el único país de cierto tamaño en que él rige efectivamente, ha habido distintos grados de aproximación a él en varios países, entre ellos Israel, Argentina y Ecuador. A propósito del caso argentino, bajo el gobierno de Menem (mientras que la presente administración ha tomado posición en contra de implantarlo) se discutió si se requería el consentimiento del gobierno de EEUU, o del Consejo de la Reserva Federal, pero es indudable que ello no es necesario, y el ejemplo de Panamá es al respecto concluyente. De mayor interés resulta la oposición del FMI manifestada a propósito de su anunciada aplicación en Ecuador. Dicha entidad sostuvo que no se debería intentar la dolarización sin el logro previo

del equilibrio fiscal, pero ello pierde de vista que la renuncia a imprimir billetes es precisamente una forma drástica de imponer el equilibrio fiscal. Para dolarizar, de hecho, todo lo que se requiere es poseer reservas en cantidad suficiente para poder rescatar el efectivo en poder del público y de los bancos comerciales, o disponer del crédito suficiente para hacerlo con fondos prestados.

Muy cercano al régimen de dolarización es el consistente en sustituir al Banco Central (que en caso de dolarización simplemente se cierra) por una caja de conversión (en inglés, *currency board*). Mientras que un banco central tiene en su activo una cartera de deudas gubernamentales y redevuientos, aparte de reservas internacionales, una caja de conversión tiene sólo reservas como contrapartida de la emisión. Es decir, que, para emitir un peso tiene que entrar la cantidad equivalente en divisas, y si sale la cantidad equivalente en divisas tiene que retirarse un peso de la circulación. La diferencia entre un sistema y el otro

radica en que en la dolarización los billetes verdes están en poder del público y en las cajas de los bancos, mientras que en el sistema de caja de conversión están depositados en el exterior, y por lo tanto ganando intereses para la comunidad. En este aspecto la caja de conversión luce preferible, pero eso no es toda la historia. En realidad, tanto uno como otro sistema conllevan ponerle un candado a la imprenta de billetes. Se renuncia a emitir, ya sea porque no haya más billetes propios, ya porque los billetes propios no sean más que recibos por los dólares ingresados. La diferencia está en que una caja de conversión se puede reconvertir a banco central de la noche a la mañana, mientras que retornar de la dolarización es difícil. En Panamá hubo un presidente que quiso abrir un banco central, pero el pueblo se sublevó y fue depuesto antes de conseguirlo. En suma, con la caja de

conversión la llave del candado se guarda en un cofre; con la dolarización, se la arroja al fondo del mar. Con lo segundo, se pierden los intereses sobre las reservas, pero esto puede concebirse como una prima contra el riesgo de reincidir en el emisionismo.

Un tercer sistema consistiría en conservar el banco central, pero fijar el tipo de cambio. Un cuarto consistiría en continuar con la paridad deslizante a un ritmo cada vez menor. En una palabra, seguir por el mismo camino que se adoptó hace 10 años. Indefinidamente. Este cuarto sistema carece de sentido. Las minidevaluaciones tienen que llegar a una tasa cero algún día. Actualmente no cumplen ninguna finalidad y sólo traducen el carácter irresoluto del gobierno. Como consecuencia, nuestros empresarios pagarían intereses menores que si las autoridades no estuviesen pregonando a diario, como ahora, que se están reservando la posibilidad de devaluar.

Un quinto sistema consistiría en seguir como hasta el presente, sólo que admitiendo la posibilidad de aumentar el ritmo devaluatorio. Es lo que sugirió días atrás la Unión

de Exportadores, que de hecho querría ver ya a las autoridades apretando el acelerador de la depreciación monetaria. Esta opción difiere de las anteriores, en cuanto procuraría usar el instrumento cambiario para alterar los precios relativos y así elevar el tipo real de cambio. Un sexto régimen, que asimismo se propondría mejorar la competitividad externa del país, consistiría en fijar el tipo de cambio, pero al hacerlo efectuar un cambio discontinuo en la paridad. O sea, devaluar en serio.

Yo me cuento entre quienes están contra una devaluación si hay manera de evitarla, y por tanto contra la estrategia de llevarla a cabo deliberadamente para modificar precios relativos. Pero, en tren de hacerlo, la devaluación en escalón es vastamente preferible a la propuesta por la Unión de Exportadores. Para que una devaluación tenga éxito, es fundamental que el público crea que no habrá

SI UNA DETERMINADA
ESTRATEGIA ES
NECESARIA, TENDRÁ
QUE HACÉSELA
FACTIBLE

otra por mucho tiempo. Ponerse, en cambio, a acelerar la tasa devaluatoria equivale precisamente a anunciar la devaluación nuestra de cada día, hacer por tanto que la gente trate de huir del dinero nacional y provoque un alza de precios que frustrará los propósitos de la política.

Queda una última posibilidad: la de tener una tasa de cambio libremente fluctuante. En este caso la autoridad monetaria no fija el tipo de cambio sino el crecimiento de algún agregado monetario, digamos, de la emisión; y el mercado se encarga de establecer el tipo de cambio. En Uruguay se recurrió a una modalidad (truncada) de esta política en noviembre-diciembre de 1982, y tal vez en ninguna otra oportunidad. Supone reasumir la soberanía monetaria, lo que puede sonar bien, pero tiene muy poco sentido con un mercado del tamaño del que usaría el dinero así emitido.

Debo admitir que he hecho muy poco más que enunciar un menú de opciones, y que sería bueno discutirlos a fondo, pero eso tendrá que quedar para otra oportunidad.

