

# **Contagios, Regímenes Cambiarios y Monedas Supranacionales: Reflexiones sobre Argentina\***

**Por Adolfo C. Sturzenegger**  
Académico de Número

**Setiembre de 1999**

## **INDICE GENERAL**

### **Introducción**

¿Cuál régimen cambiario es conveniente para la Argentina? ¿Es acaso la dolarización la solución a las dudas que siembra un sistema cambiario con un tipo de cambio fijo? o ¿cuál es la fortaleza del régimen actual de la convertibilidad?

Estas son algunas de las preguntas sobre las que se reflexiona en el presente trabajo. El mismo presenta diferentes aspectos del sistema monetario argentino, desde la determinación del tipo de cambio, si fijo o flexible, hasta la conveniencia de renunciar totalmente a la política monetaria independiente adoptando un régimen “ultra-fijo” como implica la adopción del dólar como única moneda de curso legal.

El trabajo consta de cinco partes. La primera trata los episodios de contagio, intentando dilucidar hasta qué punto los efectos de los shocks recientes son totalmente exógenos, o por el contrario, son también significativamente influidos por las políticas domésticas. La segunda indaga acerca de la conveniencia de mantener tipos de cambios fijos o de flexibilizarlos, especialmente en un contexto de turbulencia financiera para una economía emergente. En el siguiente punto la discusión se centra en las monedas supranacionales, concentrándose en las propuestas recientes de dolarizar la economía<sup>1</sup>. En la cuarta parte se realiza una reflexión derivada de las secciones anteriores, vinculada a la situación cambiaria preelectoral. Por último, en la quinta parte se presentan las conclusiones.

### **a. Efectos de contagios**

---

\* Trabajo presentado en la sesión pública del 8 de setiembre de 1999

<sup>1</sup> La propuesta de “dolarización” implica la unión monetaria con los Estados Unidos. Sin embargo, dentro del tema de adoptar monedas supranacionales estaría también la de integrar un área monetaria con países socios, e.g. del Mercosur. En este trabajo no se analiza esta última posibilidad.

La ampliación del comercio mundial y de la frontera económica, especialmente la profundización de los vínculos financieros de los países a través de la cuenta capital, ha sido concurrente con situaciones donde un gran número de países experimentaron simultáneamente problemas económicos y financieros en apariencia similares.

La *primera cuestión* que surge con relación a tal hecho es preguntarse si se trata de una enfermedad común que sufren los países involucrados o, tal como ha sido frecuente escuchar, se trata de una enfermedad original que trasmite sus efectos a otros países a través de lo que se denominó “contagios”. Esta pregunta tiene relevancia dado que su respuesta conduce a enmarcar en forma diferente a las propuestas de políticas económicas.

En efecto, si se acepta que se trata de una enfermedad común tal como un aumento en la tasa de interés internacional, una devastadora recesión de los países industrializados o una depreciación, o apreciación, de una moneda ancla como el dólar, se podría concluir que las políticas internas poco pueden ayudar a aliviar la situación del país analizado.

Sin embargo, la configuración de “enfermedad original y contagio” parece más persuasiva como explicación de los hechos recientemente acontecidos. Tanto en la crisis del Sudeste Asiático como la surgida a partir de la crisis cambiaria mexicana y de deuda en Rusia, aparecen países como visibles disparadores del proceso, mientras que otros países o regiones aparecen como contagiados sin que prevalezca como elemento común a todos ellos una determinada situación o enfermedad. En esta situación, y al menos con relación al disparador original, aparece la posibilidad de que los factores internos sean los relevantes, tales como déficits insostenibles de balanza de pagos, inconsistencias entre las políticas monetarias y fiscales con el régimen de tipo de cambio elegido, excesivo endeudamiento de corto plazo, fragilidad financiera, etc.

Ahora bien, si existen contagios a partir de una enfermedad original, cabe preguntarse como una *segunda cuestión* si existe algún símil adicional o cuáles son las diferencias con la propagación de las enfermedades en el caso médico. Con relación a similitudes, cabe señalar que como en muchos casos de enfermedades médicas, los episodios aparecen como epidémicos, esto es, los contagios son rápidos y generalmente temporarios produciéndose también recuperaciones rápidas. Por el otro lado, la principal diferencia, cabe señalar, es que la enfermedad contagiada es generalmente diferente de la original. En esta, la crisis se origina como una imposibilidad de sostener el tipo de cambio por alguna inconsistencia macroeconómica, por alguna crisis bancaria o por la imposibilidad de cumplir con los compromisos de deudas, mientras que el contagio se manifiesta a través de un aumento del costo del financiamiento, de una reducción (o reversión) de los flujos de capitales, de la pérdida de competitividad, de tendencia recesivas, aunque también puede haber situaciones de crisis similares a la manifestada en la enfermedad original.

A través de las similitudes es posible destacar que el factor de propagación principal puede residir, con alta probabilidad, en los mercados financieros, manifestado a través de cambios en la cuenta de capital más que en la cuenta corriente, dada la velocidad que adquiere y la temporalidad de sus efectos. Claramente un factor real, como cambios en los términos de intercambio y/o en la competitividad pueden hacer más doloroso y lento el ajuste, aunque también puede ser un importante factor de propagación. De las diferencias, es posible inferir que aún cuando el mercado financiero sea el principal factor de propagación, cómo afecta a

cada país depende de la situación de cada uno de ellos, dependiendo de la vulnerabilidad de los fundamentos domésticos. Esto último ayuda a reconocer a los factores internos nuevamente como importantes aún cuando el contagio parezca inevitable.

Una *tercera cuestión*, también relacionada a la anterior, es hasta qué grado alcanza el contagio. Para este punto es útil recurrir al World Economic Outlook de mayo de 1999 del Fondo Monetario Internacional, donde se analizaron los principales episodios de crisis cambiarias de la última década, la del Mecanismo Cambiario Europeo (ERM) de 1992-93, la crisis mexicana de 1994-95, la del Sudeste Asiático de 1997-98 y la crisis rusa de 1998. Para ello, se construyó un índice que indica el grado de presión cambiaria sufrida por un grupo de 60 países, entre industrializados y emergentes, durante los seis meses siguientes al inicio de cada una de estas crisis. Este índice de presiones especulativas toma en cuenta movimientos en el tipo de cambio nominal y en las reservas internacionales. Cuando este índice supera un umbral determinado se clasifica a este país como en crisis. El problema de esta medida es que se subestima el número de países que realmente son contagiados, dado que la paridad del tipo de cambio y las reservas internacionales pueden ser defendidas a través de una política monetaria restrictiva que signifique un gran costo a través de una severa recesión, por lo que, si bien el país fue afectado, no se manifiesta a través del índice. Por otro lado, se puede sobrestimar la cantidad de países en crisis como consecuencia de los contagios debido a que dentro de la muestra existirán algunos que habrían sufrido una presión cambiaria de todas formas, independientemente del episodio sistémico en análisis.

Los resultados mostraron que de la muestra de 60 países sólo 16 sufrieron presiones cambiarias durante la crisis de ERM en 1992, 9 durante la crisis de México, 10 durante la crisis de Asia y 13 con la reciente crisis rusa. Es decir, durante este último episodio y durante la crisis europea de 1992 menos del 26% de los países sufrieron presiones cambiarias mientras que la crisis de México y de Asia implicaron que solamente cerca del 15-20% de los países de la muestra fueran afectados.

Estos resultados indican que los contagios no son generalizados, por lo que una vez más las políticas internas deberían ser importantes para explicar estos comportamientos diferenciales.

Una *cuarta cuestión* que merece ser considerada es cuáles factores son los que inciden en que haya contagios. Es decir, ¿qué tienen en común los países contagiados?.

Una primera característica es que cada uno de los episodios citados fue precedido por algún cambio sustancial en el entorno regional o mundial. Así por ejemplo, puede señalarse en 1992 el aumento de la tasa de interés en Alemania, en 1994 el incremento de la tasa de interés norteamericana que puede haber contribuido a la presión cambiaria sobre el peso mexicano, en 1997 la fuerte depreciación del yen y la larga recesión de la mayor economía asiática (Japón) que pueden haber contribuido a reducir la competitividad de los otros países de la región, mientras que la fuerte caída de los precios de los productos básicos y del petróleo durante 1997-98 que puede haber afectado la credibilidad de la solvencia de Rusia y de los países afectados.

Adicionalmente, a estos shocks comunes previos a cada uno de los episodios, han existido otros factores que pueden ser identificados a través del análisis de los países afectados por la crisis y por aquellos que no fueron afectados. Estos factores pueden ayudar a reconocer

aspectos vulnerables y no necesariamente causalidades. En el estudio del IMF (1999), aquellos países que sufrieron presiones cambiarias tendieron a mostrar varios indicadores de desequilibrios externos e internos. Así, pueden señalarse:

- En el *sector externo*: la apreciación del tipo de cambio real en períodos previos a la crisis, los déficits de cuenta corriente más pronunciados y la mayor magnitud de la deuda externa de corto plazo con relación al total de deuda externa y con relación a las reservas internacionales.
- En el *sector interno*: la más alta razón de agregados monetarios a las reservas internacionales, las mayores tasas de interés reales, las crisis bancarias previas a la presión cambiaria en Latinoamérica y en los países industrializados, una menor tasa de crecimiento del PBI antes de las crisis excepto en las del Sudeste asiático, una más alta tasa de desempleo especialmente en los países industrializados y en América Latina y una mayor expansión del crédito en términos reales en la crisis asiática.
- Los *vínculos de comercio*<sup>2</sup>: la apreciación implícita del tipo de cambio real es significativamente más grande entre los países en crisis, excepto en la crisis del ERM y la mexicana, mientras que la desaceleración implícita de los mercados de exportación fue más importante para los países asiáticos y para el resto de los emergentes que para los industrializados.
- Los *vínculos financieros a través de un acreedor común*<sup>3</sup>: este factor fue muy importante en explicar las diferencias entre los países emergentes afectados por las crisis y aquellos que no lo fueron. Estos resultados sugieren un mecanismo de transmisión de la crisis a través de los mercados financieros.

Por último, una *quinta cuestión* es, ¿cómo se concretan principalmente los impactos negativos en los países contagiados?. A través de tres canales:

- Los efectos más visibles se transmiten hoy a través de la cuenta capital de la balanza de pagos, manifestándose en un fuerte debilitamiento, incluso reversión, de los ingresos privados de capitales de corto plazo.
- Adicionalmente, se manifiesta en aumentos del costo del endeudamiento tanto del sector privado como del sector público.
- En los casos donde la moneda doméstica no se deprecia en términos reales, puede aparecer un debilitamiento de la competitividad a través de menores precios internacionales de los bienes transables y/o a través de los menores costos en dólares de los países competidores en los mercados externos.

Como puede observarse, en esa tipificación de los canales de transmisión aparece la idea que el debilitamiento de los ingresos de capitales tiene un componente monetario, pero también otro real, y esto último exige cambios en los precios relativos entre transables y no transables, dado que demandan ajustes en la cuenta corriente de la balanza de pagos (Calvo (1999a)). Estos

---

<sup>2</sup> Medido a través de la apreciación implícita del tipo de cambio real y de la declinación implícita de los diferentes mercados de exportación debido a los cambios en los meses posteriores a la crisis.

<sup>3</sup> El acreedor común fue identificado como el país cuyos préstamos bancarios son la mayor parte del total de los préstamos externos bancarios en el primer país involucrado en cada una de las crisis. Así, de acuerdo a la información disponible, el acreedor común en la crisis mexicana fue Estados Unidos de América, en la crisis asiática fue Japón y en la rusa, Alemania.

mismos cambios en los precios relativos, o sea una baja en el precio relativo de los no transables, están detrás de la corrección de un debilitamiento de la competitividad.<sup>4</sup>

En el caso de la Argentina, puede señalarse que han estado presente los tres tipos de canales a través de los cuales se transmiten los shocks, particularmente a partir de la devaluación de la moneda brasileña en enero de 1999, terminando de completar un panorama claramente complicado para el sector transable de la economía.

Sin embargo, suele presentarse al contagio para la Argentina como un problema básicamente de liquidez<sup>5</sup>, pero no de solvencia porque la situación de la balanza de pagos no parece ser insostenible, porque no hay problemas de insolvencia fiscal (aún con una notable recesión el déficit fiscal es inferior al 2% del PBI y la razón deuda/PBI es aceptable comparada con otros países), y porque el sistema financiero se encuentra muy sólido.

Esta visión es limitada porque existen problemas de competitividad evidentes a partir de la caída de los precios internacionales en dólares y de la depreciación de la moneda de nuestro principal socio comercial, porque el déficit fiscal tenderá a ser mayor con una deflación de los precios internos, porque la relación deuda/PBI es muy alta para el tamaño del sistema financiero argentino y dado que las reservas internacionales están comprometidas en el apoyo del esquema de convertibilidad, y porque el shock deflacionario de los precios internos está presionando sobre la morosidad de los préstamos del sistema financiero.

Antes de finalizar este punto, una **digresión**. La frecuencia de los episodios de crisis y contagios en los años recientes está impulsando la viabilidad de un rediseño de la “arquitectura financiera” internacional<sup>6</sup> para, entre otros objetivos, tratar de moderar la volatilidad en los movimientos de capitales de corto plazo. Cabe aquí preguntarse, ¿será conveniente reducir esa volatilidad?. De acuerdo a los datos que se consignaron más arriba, la misma sólo se manifiesta con relación a una proporción menor de los países potencialmente involucrados en un proceso de contagio. A su vez, los países afectados son aquellos en que se manifiestan indicadores financieros, cambiarios y/o fiscales débiles, o sea, en general son países que no han profundizado suficientemente sus reformas económicas. Si se tiene en cuenta esto, la volatilidad de los capitales actuaría como un mecanismo sancionatorio de aquellas economías con reformas incompletas, o sea que actuaría como un incentivo fuerte para que cada país fortaleciera esos indicadores. ¿Será conveniente debilitar este mecanismo espontáneo de sanciones a políticas económicas incorrectas?.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Nótese que la noción usual es diferenciar entre shocks externos monetarios o reales, basados en la necesidad de ajuste de la cantidad de dinero (y/o nivel de precios absolutos) o de los precios relativos, respectivamente. En particular, esta ha sido la distinción en la literatura para analizar la conveniencia de estabilizar el producto en base a tipos de cambios fijos o flexibles en un esquema IS-LM (Poole (1970)). Sin embargo, la introducción de diferentes tipos de bienes, transables y no transables, en una economía pequeña con la cuenta de capital abierta, siendo los flujos de capitales significativos al tamaño de la economía, implica que los shocks monetarios necesitan de un ajuste como si fueran “reales”, borrándose virtualmente la distinción usual de la literatura (por ejemplo, Calvo (1998)).

<sup>5</sup> Esta ha sido la versión del Jefe de Gabinete de Asesores del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, M. Kiguel.

<sup>6</sup> Un interesante resumen puede verse en Rogoff (1999)

<sup>7</sup> Si los movimientos de cartera surgen como consecuencia de información imperfecta, como en Calvo (1999b), los premios y castigos no son tan claros sino que pueden ser una consecuencia de rumores o comportamientos de manada de los inversores, dando lugar a la posibilidad de equilibrios múltiples. En ese

## b. Regímenes cambiarios

La discusión acerca de la conveniencia de cada uno de los distintos regímenes cambiarios, especialmente en sus versiones extremas, fijo o flexible puro, viene precedida de varias décadas de debates y experiencias, sin aún haber llegado a dilucidarse con nitidez cuál de cada uno de los sistemas cambiarios es mejor.

De acuerdo a la teoría tradicional, derivada del trabajo seminal de Poole (1970), si un país tiene por objetivo minimizar los movimientos en el producto nacional, cuando se enfrenta a movimientos en la demanda de dinero (shock monetario), la mejor política es tener por objetivo el nivel de la tasa de interés nominal, haciendo de este modo, la cantidad de dinero ofrecida endógena. Por el contrario, si los cambios ocurren en el lado real de la economía (shock real) la mejor política monetaria es mantener la cantidad nominal de dinero constante, permitiendo la fluctuación de la tasa de interés. Este análisis, desarrollado en una economía cerrada, se asoció a los distintos regímenes cambiarios, tipo de cambio fijo cuando los shocks son de origen monetario principalmente y tipo de cambio flexible cuando los shocks ocurren en el lado real de la economía. En el primer caso, el régimen de cambio fijo, es conveniente cuando es necesario acomodar la cantidad real de dinero (con cambios en la cantidad nominal o en el nivel de precios), mientras que el régimen de cambio flotante es más apropiado cuando lo que se necesita acomodar son precios relativos y no el nivel de precios.

Sin embargo, esta separación entre shocks reales y monetarios para dilucidar la cuestión cambiaria es poco aplicable hoy en economías como la Argentina. Esto se debe a diferentes razones:

1. Como se ha visto en la sección anterior, los problemas de contagios recientes tienen componentes de shocks reales y de shocks monetarios, siendo su separación difícil.<sup>8</sup>
2. En economías altamente dolarizadas, los shocks monetarios ligados a la moneda doméstica, los relevantes desde el punto de vista de la teoría, son de importancia relativa menor.
3. La aproximación a la elección del régimen cambiario a través del tipo de shock presente en la economía se justifica si se toma a los mismos como exógenos. En realidad, la presencia y la envergadura de los shocks depende de la propia credibilidad y reputación del régimen cambiario, siendo, por lo tanto, esencialmente endógenos. (Calvo (1999a)). La explicación de por qué esquemas cambiarios fijos débiles (v.g. sin caja de conversión) y flotantes ambiguos (v.g. sucios, con bandas, etc.) han resultado los más vulnerables a ataques, puede residir en la endogeneidad de los distintos shocks ligados al régimen cambiario.

Aún cuando la teoría tradicional de elección del régimen cambiario esté sometida a discusión, los hechos recientes muestran una mayor tendencia de los países a elegir tipos de cambios más flexibles. Esta preferencia revela el hecho de que la gran mayoría de las crisis cambiarias recientes han involucrado básicamente tipos de cambios fijos. En la mayor parte de América

---

caso podría ser conveniente el establecimiento de algún seguro, tal como la existencia de un prestamista de última instancia internacional, otorgando mayor estabilidad financiera global aunque al costo de incrementar las posibilidades de comportamientos de riesgo moral, tanto de inversores como de países..

<sup>8</sup> En particular ver la nota al pie número 4.

Latina esa tendencia ha sido también evidente (Hausmann y otros (1999)). México, Brasil y recientemente Chile decidieron flotar el tipo de cambio mientras que Venezuela y Colombia utilizan un esquema cambiario flotante con bandas.

¿Cómo justificar estos movimientos hacia una mayor flexibilización de los tipos de cambios? En primer lugar, el argumento de las Areas Monetarias Optimas (AMO)<sup>9</sup>. Cuando dos regiones o países sufren de shocks asimétricos, no tienen mayor movilidad de comercio ni de factores, y la vinculación entre ellas es por medio de un tipo de cambio fijo, la política monetaria no puede ser utilizada para regular el ciclo económico de cada una de las regiones en particular, dado que el vincular la moneda propia a otra extranjera implica importar la política monetaria del otro país. En segundo lugar, una de las características de las recientes turbulencias y contagios es que los shocks para su corrección exigen, en general, reducciones en los precios relativos de los no transables. Por lo tanto, de existir inmovilidad nominal de precios y costos de los no transables hacia abajo, la economía tenderá a ajustar a través del mecanismo keynesiano vía reducción del empleo y del producto. A su vez, si existe flexibilidad nominal hacia abajo en los no transables, los problemas podrían presentarse por el lado del llamado ajuste deflacionario fisheriano, con aumentos en las tasas de interés reales para el sector productor de no transables, produciendo quiebras de empresas del sector. Ambos tipos de ajustes podrían evitarse, se argumenta, si se cuenta con un tipo de cambio lo suficientemente flexible.

Sin embargo, cada uno de los dos puntos anteriores es replicado por diferentes autores que consideran que el debate no está concluido:

- Así, los argumentos referentes a las AMOs pueden tener cierta validez, aunque no tienen en cuenta los posibles impactos financieros de variaciones en el tipo de cambio, así como tampoco se consideran aspectos de reputación y credibilidad de la política cambiaria y monetaria, siendo que estos últimos aspectos pueden ser los más decisivos para el éxito o el fracaso de un régimen cambiario.
- Hausmann y otros (1999) muestran que la política monetaria en América Latina ha sido en general procíclica, acentuándose esta correlación con el ciclo en los sistemas cambiarios más flexibles. Por lo tanto, al menos en los países latinoamericanos, la supuesta ventaja de la independencia de la política monetaria no ha sido usada.
- Adicionalmente, Hausmann y otros (1999) y Calvo (1999a), entre otros, han señalado que la “preferencia revelada” por la intervención en los mercados con régimen flotante de cambios ha sido el “miedo a dejar flotar a la moneda doméstica” debido, posiblemente, al temor de que se desarrollen procesos indexatorios y/o al temor por los impactos financieros negativos sobre las firmas productoras de no transables.
- También Cavallo (1999), enfatizando que la calidad del dinero es más importante que la cantidad, muestra que para monedas de baja calidad disponer de una política monetaria independiente es malo o ineficaz. La política monetaria independiente tiene valor cuando la moneda es de alta calidad.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Ver Mundell (1961).

<sup>10</sup> En términos de la discusión de la conveniencia de un sistema cambiario flexible porque permite la existencia de un prestamista de última instancia, cabe señalar que durante una crisis bancaria, generalmente acompañada por una crisis de confianza en las políticas económicas, lo que se necesita es una moneda de alta calidad para reestablecer la confianza en el sistema bancario y en las políticas económicas, no sirviendo en la

- Con respecto al ajuste de precios relativos de los no transables, cabe señalar que en el caso argentino hoy, la flexibilidad nominal hacia abajo de precios y costos en el sector privado parece ser significativa. Esta situación relativiza la necesidad del ajuste tipo keynesiano. Por otro lado, con respecto a la versión fisheriana del ajuste, el alto grado de deudas dolarizadas que existe en el sector de no transables probablemente signifique que el problema que surgiría para el mismo de una devaluación, no sea menor al correspondiente a una deflación fisheriana.

### c. Monedas Supranacionales

El tema de las monedas supranacionales puede ser tratado desde diversas perspectivas. En este trabajo se lo tratará sólo desde la perspectiva nacional.

En ese sentido hay dos líneas principales de discusión, la primera, la opción de dolarizar la economía y, la segunda, la de formar una moneda única dentro del Mercosur. Sólo se considerará la opción de dolarizar.

Cuando se habla de dolarización se quiere decir que el gobierno argentino adopta como moneda única al dólar norteamericano, renunciando a la moneda propia.

La conveniencia o no de la dolarización se puede analizar desde dos perspectivas:

1. Como un régimen cambiario sin política monetaria disponible y sin la opción de modificar la paridad cambiaria. La moneda adoptada (el dólar norteamericano) flota frente a otras monedas pero está fija indefectiblemente frente al anterior patrón, el mismo dólar. Es decir, se trata de adoptar un régimen cambiario “ultra-fijo” frente a la opción de un tipo de cambio flexible. Esta cuestión ha sido tratada en la sección anterior.
2. Como un régimen alternativo a la caja de conversión actual. Es decir, se trata de analizar dos regímenes cambiarios fijos. En lo que sigue se tratará este aspecto.

Algunos autores se han pronunciado favoreciendo la dolarización de la economía (Pou (1999 a y b), Calvo (1999c), Hausmann y otros (1999)). Los dos argumentos principales esgrimidos son:

- Después de 8 años de que la economía funciona libremente con dos monedas, el peso y el dólar, la moneda nacional está lejos de tener la misma calidad que el dólar. Surge de los hechos que la moneda doméstica sólo es utilizada intensivamente en las transacciones de valores menores y en las operaciones financieras de corto plazo, siendo utilizado el dólar para transacciones de montos grandes, como moneda de reserva de valor y para operaciones a largo plazo. Así, la economía se ve impelida a trabajar alternativamente con uno de dos descálces: o de moneda (los proyectos de inversión domésticos se financian con créditos de mediano y largo plazo en dólares, i.e. con una moneda distinta a la que generará el proyecto), o bien de plazos (la alternativa es financiar un proyecto de largo

---

mayoría de los casos la moneda doméstica. Por lo tanto, no existe en este sentido una ventaja por un tipo de cambio flexible si la moneda no es de alta calidad. (Ver también Rodríguez (1999) para un argumento similar). Se retomará este punto en la sección siguiente.



plazo con crédito de corto plazo en pesos). La existencia de estos descalces generan incertidumbres que encarecen el costo del financiamiento.

- Después de 8 años de paridad fija, y dentro de un marco de razonable consistencia macroeconómica, el riesgo-moneda no ha desaparecido, manifestándose especialmente en períodos de turbulencia financiera internacional y de contagios. Se considera que este riesgo-moneda, al mismo tiempo, incide en el nivel de riesgo-país, asociado a la probabilidad de “default”<sup>11</sup>.

A los anteriores argumentos que favorecen a la dolarización, se le han contrapuesto otros argumentos que la cuestionan por los problemas que una organización monetaria con el dólar como única moneda impondría sobre un país como Argentina. Sin embargo, como un segundo nivel de reflexiones en favor de la dolarización, indicamos que estos cuestionamientos pueden ser considerados como errados o de entidad menor frente a los dos argumentos principales, por las siguientes razones:

- El hecho de que Estados Unidos y la Argentina no constituyan una AMO es una crítica de segundo orden ante los beneficios potenciales que la reputación y la credibilidad del sistema monetario podría imponer a los contagios, y ante un posible mayor desarrollo del sistema financiero al reducirse la incertidumbre y el riesgo-país.
- La pérdida de recaudación del señoriaje no sería cuantitativamente importante ante la posibilidad de baja del riesgo-país. Además debe tenerse presente que Estados Unidos se mostró dispuesta a compartir algo de estos recursos.<sup>12</sup>
- La pérdida de un prestamista de última instancia no es relevante. Tal como ha sido señalado por Rodríguez (1999) como por Cavallo (1999), en situaciones de crisis con monedas de baja calidad, de hecho, no hay prestamistas relevantes de última instancia porque en esas situaciones lo que se demanda es la moneda de alta calidad. Además, la función de prestamista de última instancia puede ser reproducida a través de acuerdos de créditos contingentes, con la constitución de un fondo de reservas internacionales, con un acuerdo con los Estados Unidos utilizando el señoriaje como garantía de los préstamos contingentes, etc.
- Los eventuales problemas de inmovilidad nominal hacia abajo, o de shocks deflacionarios en el sector no transables, no parecen ser mayores que en un esquema de caja de conversión.

Sin embargo, cabe hacer algunas consideraciones críticas respecto a los argumentos esgrimidos:

- Las razones que se utilizan para asociar el riesgo-país al riesgo-moneda no son tan persuasivas tal cual están presentados.<sup>13</sup> Los argumentos se presentan a partir de la mayor tasa de interés en moneda nacional que se deriva del riesgo-moneda, pero no está claramente demostrado que exista una vinculación entre el riesgo-moneda y el riesgo-país. De cualquier manera, es probable que, independientemente de la forma de presentar el

---

<sup>11</sup> Un canal que podría vincular el riesgo-moneda con el riesgo-país es a través de la mayor probabilidad de “default” debido a una devaluación cuando existe el descalce de moneda, en particular en el sector público.

<sup>12</sup> Por ejemplo, ver el informe del Senador Connie Mack (1999)

<sup>13</sup> Incluso, E. Levy Yeyati y F. Sturzenegger (1999) han presentado razones por las cuales el riesgo-país podría aumentar más que disminuir en el caso de una dolarización.

argumento, el enlace exista. Una explicación, además de la indicada en la nota n° 11, reside en el hecho de que si existe riesgo de devaluación, debido a que eventualmente una convalidación de este riesgo mediante un cambio en la paridad cambiaria podría ser sumamente disruptiva en lo económico, financiero y fiscal, esto terminaría incidiendo en el nivel de riesgo-país.

- La “muestra” utilizada para argumentar a favor de la dolarización es bastante sesgada. En efecto, los argumentos sin duda que están influidos por los hechos observados durante los períodos de turbulencia. Antes del ataque a Hong-Kong, el riesgo-moneda (medido por el diferencial de tasas entre pesos y dólares para la tasa BAIBOR a 1 año) estaba sólo en alrededor de los 50 b.p.. En ese momento, la moneda doméstica ampliaba permanentemente su alcance como medio de pago, y cada vez se extendían más los plazos de los préstamos en pesos. El cambio hacia una mayor dolarización en depósitos recién comenzó a ser significativo a partir del inicio de la crisis asiática.
- Se sobrestima el efecto de las crisis sobre el riesgo-moneda. En los períodos críticos de turbulencia (durante el ataque a Hong-Kong, el “default” de Rusia y la devaluación del Real) el riesgo-moneda subió visiblemente, hasta los 400-500 b.p., pero el descenso fue también rápido: en menos de 3 semanas se restauraban los niveles a valores cercanos a los anteriores. La “amenaza” de “convertibilidad con una dolarización de hecho o con una asociación monetaria como salida alternativa al ataque”, tuvo la reputación suficiente como para hacer pasajeras esas subas del riesgo-moneda.
- La alternativa de la dolarización es, hasta cierto punto, derrotista.<sup>14</sup> Poner a la dolarización como única alternativa, tiende a desconocer el decisivo rol de las políticas internas en las crisis por contagios, dado que como se ha señalado, sólo una proporción menor de países se contagia. Cabe reconocer que la política fiscal argentina de los últimos años, tanto en términos de incrementar su solvencia como de “ayudar” al sector privado a mejorar sus condiciones de competitividad, ha distado de ser buena. Lo mismo se puede acotar en términos de las políticas laborales, regulatorias de servicios públicos, etc.. Con una economía que utilice más eficientemente estas políticas, el costo de la “opción” de mantener la propia moneda podría haber sido, y probablemente lo sería en el futuro, mucho más bajo.

#### **d. Situación cambiaria preelectoral**

Como se ha indicado, el riesgo devaluatorio fue alto sólo en los cortos momentos críticos de cada episodio de contagio. Este comportamiento es altamente sugerente de la alta reputación y credibilidad que tuvo la “amenaza” de “convertibilidad con dolarización como política cambiaria alternativa”.

---

<sup>14</sup> Aunque Pou (1999 b) plantea a la convertibilidad como una opción por la que se está pagando un costo para poder tener en 10 ó 15 años una política monetaria independiente. El costo de la opción incluye una mayor tasa de interés durante esos años por un incrementado riesgo-país debido al siempre presente riesgo de devaluación. Los beneficios esperados son la posibilidad de tener una política monetaria independiente. O sea, Pou no es derrotista en el largo plazo, pero considera que como los costos superan a los beneficios, es mejor no “comprar” la opción de la convertibilidad.

Sin embargo, desde principios de mayo de este año, y sin mediar turbulencia alguna, el riesgo devaluatorio comenzó a subir sostenidamente. A la fecha el mismo, medido como se indicó antes, se encuentra cercano a los 900 b.p., valor claramente superior aún a los observados en los períodos de contagio. Es decir, sin problemas de contagios evidentes, el régimen cambiario de la convertibilidad manifiesta hoy una reputación y credibilidad debilitada. Lo que los datos del mercado sugieren es que hoy se estima que ante un eventual abandono futuro de la convertibilidad la política cambiaria alternativa no sería una dolarización sino algún tipo de flexibilidad cambiaria.

El debilitamiento de la reputación y credibilidad de la “amenaza” de “convertibilidad con dolarización como política alternativa”, ha perdido fuerza por dos razones.

En primer lugar, porque el cambio de gobierno a partir del 10 de diciembre genera dudas sobre el mantenimiento de la convertibilidad, y más dudas aún de que si la convertibilidad se cambia, lo haga en el sentido de su profundización, esto es, hacia la dolarización.

En segundo lugar, porque las preocupaciones sobre la marcha de la economía no se centralizan hoy en episodios de contagios, problemas para los cuales la dolarización era la vía indicada para resolverlos, sino que las actuales preocupaciones son la situación recesiva de la economía, la débil competitividad y la solvencia fiscal, problemas que no pueden ser resueltos *a priori* a través de una dolarización. Es por esto que aquella “amenaza” resulta hoy menos creíble.

#### **e. Conclusiones**

Se desea concluir con cinco reflexiones surgidas del trabajo.

En primer lugar, aún cuando las turbulencias financieras internacionales y los contagios son posibilidades comunes a todas las economías emergentes, no todos los países se contagian; sólo lo hacen aquellos cuyo sistema inmunológico no es lo suficientemente fuerte, y la fortaleza o debilidad de este sistema sigue dependiendo crucialmente de las buenas o malas políticas domésticas.

En segundo lugar, aún cuando una mayor flexibilidad de los tipos de cambios ha sido predominante en los últimos años, el debate entre la conveniencia de tipos de cambios fijos o flexibles no está definido.

En tercer lugar, la alternativa de dolarizar la economía, a través de una asociación monetaria con Estados Unidos, se presenta como una alternativa no rechazable para la Argentina. Además de las razones derivadas del balance positivo entre beneficios y costos de implementarla, disponer de esta alternativa dentro del actual régimen de convertibilidad, colabora en darle reputación y credibilidad a este régimen. Por esta razón, sería altamente recomendable que el próximo gobierno siga avanzando hacia la posibilidad de una asociación monetaria con ese país.

La conclusión anterior no significa que hoy esté demostrado que la alternativa de “dolarización completa” sea superior a una de “convertibilidad como la actual fortalecida con la opción de

dolarizar”. Definir la conveniencia entre cada una de estas dos alternativas es una cuestión futura.

Por último, cabe señalar que una tarea importante del gobierno entrante será la de fortalecer la credibilidad y reputación de la convertibilidad, algo debilitada en la actualidad. Esta tarea requerirá al menos de dos líneas de acción:

1. Ratificar en forma creíble el actual régimen cambiario.
2. Concretar políticas económicas dirigidas a resolver los problemas básicos de la economía, i.e. dirigidas hacia fortalecer la solvencia fiscal, mejorar la competitividad de los sectores productivos de transables, y recrear expectativas económicas favorables.

## Referencias

Calvo, Guillermo (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The simple Economics of Sudden Stops", Journal of Applied Economics, Vol. 1, N° 1, November.

\_\_\_\_\_ (1999 a), Fixed versus Flexible Exchange Rates. Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch, Manuscript, University of Maryland, May.

\_\_\_\_\_ (1999 b), Contagion in Emerging Market: When Wall Street is a Carrier, Manuscript, University of Maryland, February.

\_\_\_\_\_ (1999 c), On Dollarization, Manuscript, University of Maryland, April.

Cavallo, Domingo (1999), La Calidad del Dinero, Documento preparado en ocasión de la Ceremonia de Entrega del Doctorado Honoris Causa de la Universidad de París 1 – Pantheon Sorbonne, Marzo.

Hausmann, Ricardo, Michael Gavin, Carmen Pages-Serra y Ernesto Stein (1999), Financial Turmoil and the choice of Exchange Rate Regime, Documento de Trabajo presentado en el Seminario del BID, "New Initiatives to Tackle Financial Turmoil", París.

IMF (1999), World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington D.C., May.

Levy Yeyati, Eduardo y Federico Sturzenegger (1999), The Euro and Latin America: Is EMU a Blueprint for Mercosur?, Manuscript, Universidad Torcuato Di Tella, Abril.

Mundell, Robert (1961), "A Theory of Optimun Currency Areas", American Economic Review, 51, 657-664.

Office of the Chairman, Senator Connie Mack (1999), Encouraging Official Dollarization in Emergin Markets. Joint Economic Committee Staff Report..

Poole, William (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", Quarterly Journal of Economics, 84,2, May.

Pou, Pedro (1999 a), Profundización de la convertibilidad: Dolarización de jure, Manuscrito, Banco Central de la República Argentina, Mayo.

\_\_\_\_\_ (1999 b) An accord on Monetary Association. Executive Summary., Manuscript, Banco Central de la República Argentina.

Rodriguez, Carlos (1999), Macroeconomic Policies: Can We Transfer Lessons across LDC's?, Trabajo preparado para el 12<sup>do</sup> Congreso Mundial de la International Economic Association, Agosto 23-27, Buenos Aires, Argentina.

Rogoff, Keneth (1999) "International Institutions for Reducing Global Financial Instability", Journal of Economic Perspectives, (Forthcoming), 13, Fall.

**Abstract:** This paper presents some reflections about the convenience of certain types of monetary arrangements for an emerging open economy like Argentina. This does not try to be exhaustive but it rather to show some insights not always clear in economists' discussions, both academic and non academic. A conclusion is that the choice of a currency board for countries like Argentina is a reasonable option, although the "dollarization threat" proved to be very useful in the past to avoid critical effects of financial "contagions". Also, a special emphasis is put into the need to keep the economic policies under control, that is, to maintain sound economics "fundamentals" because domestic policies are a decisive factor.

**Resumen:** Este trabajo presenta algunas reflexiones acerca de la conveniencia de ciertos tipos de arreglos monetarios para un país emergente como Argentina abierto al flujo de bienes y capitales del exterior. El mismo no trata de ser exhaustivo, sino más bien presenta algunos puntos no siempre claros en las discusiones académicas y no académicas. Una conclusión es que la elección de una Caja de Conversión para países como la Argentina es una opción razonable, aunque la "amenaza de dolarización" demostró ser muy útil en el pasado para impedir la propagación de efectos críticos de los "contagios" financieros. También, se pone un énfasis especial en la necesidad de mantener las políticas económicas bajo control, esto es, de mantener "fundamentos" económicos sólidos debido a que las políticas domésticas son un factor decisivo.