

Academia Nacional de Economía

¿Desdolarización o dolarización?

Aldo Lema

***Vixion Consultores, Socio-Director
Universidad de Montevideo, Profesor
www.aldolema.com***

Julio 2021

¿Por qué Uruguay se dolarizó?

- **Dolarización** emergió como mecanismo de protección contra la inflación y las devaluaciones cambiarias derivadas de desequilibrios crónicos:
 - Junto con apertura de cuenta de capitales y curso legal de la divisa.
- Fragilidad financiera en **la crisis de 1982** que no fue enfrentada a posteriori:
 - Inflación cerca de 70%.
 - Continuó la sustitución del peso uruguayo por el dólar.
- Fragilidad financiera **desde los '80** con riesgos mayores:
 - Volatilidad de paridades cambiarias de socios comerciales, extrarregionales y regionales.
- **Desde 2002** se produjeron avances en **desdolarización** (deuda pública, parte del crédito privado, etc) pero continúa alta por inflación aún elevada y “riesgo cambiario”.
 - Ahorros (depósitos).
 - Precios y transacciones en algunos rubros (inmobiliarios, vehículos, durables, etc).

¿Qué costos ha tenido la dolarización?

- **Menor** crecimiento económico.
 - Subdesarrollo de mercados financieros en pesos: menor crédito para empresas y personas.
 - Empresas aumentan liquidez en dólares, facturan localmente en dólares y cambian manejo de inventarios.
 - ✓ Licandro (2014) y Licandro y Mello (2019).
- Mayor **volatilidad** del crecimiento.
 - Rigideces de precios en dólares distorsionan los ajustes de precios en moneda nacional (pesos, UI) y acentúan los ajustes por cantidad. Ejemplo: sector inmobiliario.
 - Ajustes ineficientes en los mercados de bienes, servicios y factores productivos.
 - ➔ Cíclicamente, mayor brecha de capacidad (output gap, mayor desempleo, etc).
- **Menor autonomía monetaria:**
 - Menor capacidad de política contracíclica en un contexto de ciertas inflexibilidades (a la baja) de los salarios y en el gasto público.

¿Cómo desdolarizar?

Mantenimiento, profundización e innovación en ciertas políticas

- **Mantenimiento:**

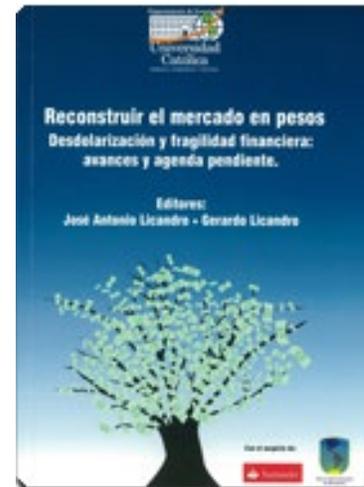
- La introducción de la Unidad Indexada fue un acierto: su creciente uso en el crédito y la deuda pública deben mantenerse.
- Pueden plantearse políticas de desindexación en mercados de bienes, servicios y factores productivos, pero debe mantenerse la indexación financiera, para mayor desarrollo del mercado de capitales de largo plazo.

- **Profundización:**

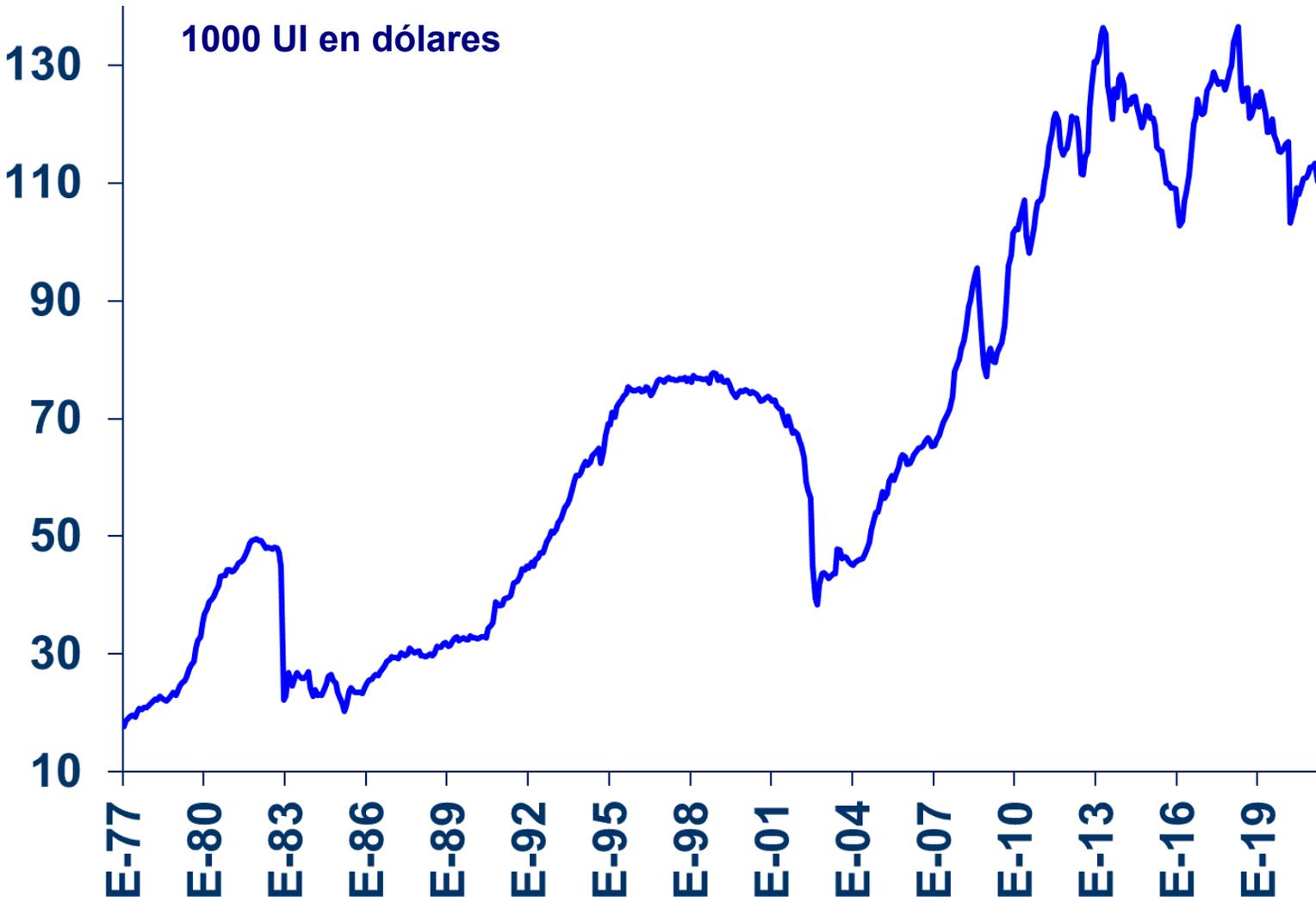
- Reconstrucción adicional de los mercados en pesos.
- Mayor educación financiera sobre la Unidad Indexada.

- **Innovación:**

- Convergencia hacia inflación baja y estable en torno a 3%.
- Mejor gestión e institucionalidad monetaria: de hecho y de derecho.
- “Hacia una moneda de calidad”: Labat y Licandro (2021).



La **UI (Unidad Indexada)** no sólo protege bien de la inflación del peso, sino que captura en dólares ha mostrado una larga tendencia al alza



- El dólar sólo nos protege esporádicamente de la inflación en pesos, mientras que la UI nos protege siempre.
- Además, salvo ciclos puntuales (1982, 2002, 2015 y 2019), Uruguay ha tenido inflación en dólares que la UI ha capturado bien.
- Otros activos e instrumentos han sido usados para protegerse de la inflación en dólares, pero en forma menos eficiente.

Una condición necesaria para seguir desdolarizando es lograr una moneda de calidad: ¿de quién es la responsabilidad? ¿Timing?

- La **máxima responsabilidad** es del Banco Central:
 - Consolidación de un régimen verdadero y creíble de metas de inflación, con la convergencia en 3%. Esto estimularía a la larga la desdolarización y una mayor flexibilidad cambiaria.
 - La **consistencia macro** es importante, pero la coherencia de políticas influye sobre todo en la **credibilidad** de las metas, la **eficiencia** de la convergencia y la **potencia** contracíclica de la política monetaria (cambiaria).
 - Ejemplo: **Perú**. Ver Armas (2010)
- Timing: ¿es ahora buen momento?
 - Condiciones estructurales y coyunturales.
 - Mayor consenso sobre las bondades de la inflación baja y la consiguiente reconstrucción de mercados en pesos y desdolarización.

El BCU ha avanzado durante el último año en cambios para mejorar el régimen de metas de inflación, a la larga hacia 3%

- Verdadera estabilidad de precios con una **meta** en el entorno de **3%**.
 - Fijada por el BCU, sin anuencia del Poder Ejecutivo.
- Revisión de la **interacción** del BCU con el resto del gobierno:
 - Instancias de coordinación, pero no subordinación: Comité de Coordinación Macro menos frecuente.
- Mayor **transparencia** para validar la independencia y construir **credibilidad**:
 - Mayor comunicación de tendencias recientes y esperadas a nivel macro.
 - Jerarquización del Informe de Política Monetaria (IPoM), incluyendo pronósticos.
 - Comunicación de intenciones de política monetaria: sesgos de política y guía de la TPM.
 - Reuniones con analistas y otros agentes económicos.
- Mejor seguimiento de las expectativas de inflación: encuestas, tasas, etc.
- **Instrumento**: transición desde controlar la cantidad de dinero a fijar la **tasa de interés**.

Son necesarios cambios en la **gestión monetaria** para ir hacia un régimen verdadero y creíble de metas de inflación

- **Ausencia de conflictos** con otros objetivos:
 - Prioridad (foco) en la inflación como objetivo.
 - No debería subordinar “la verdadera estabilidad de precios” a objetivos de tipo de cambio REAL que un banco central, a la larga, no puede lograr.
 - Condicional al cumplimiento de las metas inflacionarias, la política monetaria (cambiaria) puede atenuar las fluctuaciones cíclicas de la actividad y el empleo.
- Mayor **rendición de cuentas** (accountability) para construir **responsabilidad**:
 - 2 presentaciones anuales ante el Parlamento.
- Mayor desarrollo (y difusión) de **modelos** macro:
 - Buen enfoque para pronosticar inflación.
 - Mejor comprensión de mecanismos de transmisión entre políticas, instrumentos e inflación.
 - Expansión de los equipos técnicos.

Academia Nacional de Economía

¿Desdolarización o dolarización?

Aldo Lema

***Vixion Consultores, Socio-Director
Universidad de Montevideo, Profesor
www.aldolema.com***

Julio 2021