



Des-dolarización o dolarización¹

María Dolores Benavente

Bienvenidos a un nuevo seminario de la Academia Nacional de Economía.

Estábamos recordando que en el año 2013 hicimos un Seminario sobre inflación y competitividad y también nos acompañaron Juan Carlos Protassi y Aldo Lema, la verdad que fue casualidad total, estaba Juan Manuel Rodríguez también, quien en ese entonces estaba monitoreando una unidad de seguimiento de precios.

Los temas se repiten en un país en el que la inflación es endémica, que tiene varias décadas y que hasta ahora es un enemigo que no lo hemos podido vencer, así que más que importante este tema.

El año pasado, el 13 de agosto hace casi un año, tuvimos el honor de que el Presidente del Banco Central, el Ec. Diego Labat hiciera el anuncio de la estrategia de política monetaria en la Academia de Economía, en un evento muy interesante y ahí compartió el diagnóstico del punto de partida del Banco Central en ese momento, las medidas durante la emergencia sanitaria, que algunas son contradictorias porque son expansivas para un Banco Central que quiere combatir la inflación, pero no hubo otra alternativa porque estábamos y estamos en una situación complicada y lo más importante la estrategia de política monetaria para el día después, para cuando se pueda retomar la normalidad.

Y habló de la necesidad de la transparencia, de tener políticas consistentes y de tener objetivos ambiciosos, él entendía que los objetivos que se tenían hasta el momento no eran lo suficientemente ambiciosos. También señaló la importancia de contar con una adecuada institucionalidad y por último, destacó la necesidad de des-dolarizar la economía.

Y tras de esa consigna de des-dolarizar la economía, sabemos que ha mantenido reuniones con distintos agentes económicos para ver de qué manera se puede plasmar eso en la economía real.

Así que hoy continuamos con el tema nada menos que con Juan Carlos Protasi y con Aldo Lema que no necesitan mayor presentación. Estamos entre amigos, adelante.

Aldo Lema

¹ Jueves 1° de julio de 2021

Buenas tardes a todos, un placer verlos, verlos bien, muchísimas gracias María Dolores por la invitación del Academia Nacional de Economía. Exponer nuevamente siempre es un placer.

Voy a hacer una presentación que tiene unas pocas diapositivas simplemente como ordenadora de las ideas principales, algunas ya las habrán leído en columnas de El País, básicamente lo que quiero reflejar acá es un conjunto de preguntas obviamente relacionadas con la dolarización o la des-dolarización o en definitiva cómo creo que acertadamente ha planteado el Banco Central del Uruguay la transición hacia una moneda local, de mayor calidad y que en definitiva esa puede ser una opción disponible más masivamente, más aceptada en general por los agentes económicos y que eventualmente también a la larga pudiera ser una reserva de valor, cosa que justamente en el pasado no ha cumplido necesariamente con esa condición y por eso ha estado en entredicho y una moneda como el dólar u otras han tendido a sustituirla.

Las preguntas que trato de responder en esta presentación son básicamente:

¿Por qué Uruguay se dolarizó?,

¿Cuáles han sido los costos de dolarizarse?,

¿Qué deberíamos hacer de aquí para adelante?,

¿Quién debería ser el responsable desde el punto de vista de la política económica de llevar adelante la estrategia?

¿Es este un buen momento para hacerlo?. Siempre es importante preguntarse el *timing* desde el punto de vista de la política económica.

Ustedes saben por qué Uruguay se dolarizó pero hago este *racconto* en una diapositiva porque quiero transmitir algunas ideas, un par de ideas que me parece son importantes y a veces no son lo suficientemente destacadas.

¿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).

Obviamente que la dolarización emergió como un mecanismo de protección contra la inflación y contra las devaluaciones cambiarias derivadas de desequilibrios crónicos que tenía Uruguay y en la medida que se abrió la cuenta de capitales en los 70 y se le dio curso legal a la divisa, el dólar terminó siendo un refugio, una sustitución de la moneda de mala calidad, del peso uruguayo.

Evidentemente que eso no significa que haya que ni cerrar la cuenta de capitales ni quitarle curso legal a la divisa, simplemente lo único que eso generó en aquel momento fue una aceleración de un proceso que estaba ocurriendo inexorablemente y que además será mucho más eficiente de todo punto de vista y que daba libertades a los agentes para cautelar por sus ahorros de manera más eficiente, de manera más eficaz. Cosa que no había ocurrido, ustedes lo saben bien, uno por la represión financiera y los controles de tasas de interés que hacían que el sistema financiero no fuera necesariamente una buena alternativa. O los otros costos que podrían estar asociados a tener otros activos, otros instrumentos que fueran reserva de valor o pudieran ser usados como reserva de valor.

Llegamos a la crisis del 82 con esa fragilidad financiera que y aquí el primer punto importante, no necesariamente fue enfrentada después de la crisis, y esto no tiene necesariamente que ver con, a veces, la decisión de las autoridades, sino más bien fue quizás la evaluación de que lo que había pasado post Bretton Woods era más bien la excepción de que íbamos a tener paridades volátiles por un tiempo corto en el mundo y sin embargo después de la crisis del 82 lo que se confirmó a nivel global es que las principales paridades iban a ser muy volátiles.

Y que si las principales paridades iban a ser muy volátiles, incluidos obviamente el dólar frente al resto de las monedas, eventualmente el dolarizar desde un punto de vista macroeconómico podía generar algunos costos significativos que a la luz de la experiencia previa, a la luz de la experiencia previa al 73 o simplemente porque habían pasado pocos años desde la caída de Bretton Woods en ese momento uno podría haber pensado que la estrategia de dolarizar era la razonable para las condiciones anteriores.

Pero las condiciones estaban cambiando en el mundo y estábamos en este mundo de paridades más volátiles.

Por otro lado también ocurrió que la inflación en Uruguay ya sea por temas fiscales, por políticas cambiarias, por políticas monetarias, por diversas razones, se mantuvo muy alta. Uruguay estaba en aquella época en el quintil del 20% de países con más inflación y siguió hasta ahora prácticamente en esa categoría, pero evidentemente que salimos de la crisis del 82 sin reconocer el riesgo que podría tener una estrategia de dolarización desde el punto de vista macroeconómico y además la inflación alta acentuó la sustitución del peso por el dólar.

María Dolores Benavente hizo un Seminario en el año 1997 -y Luis Viana que está acá también- al cumplirse un año de la fundación del Sistema Previsional de Capitalización Individual de las AFAP y en aquel seminario con otro economista en abril del 97 proponíamos como estrategia además para las AFAP, la disponibilidad de otra unidad de

cuenta, de una unidad de cuenta que básicamente indexara al IPC y que por ese mecanismo permitiera des-dolarizar y obtener ciertas ganancias de esa desdolarización.

Esa unidad de cuenta era obviamente y fue luego, la unidad indexada que se terminó implementando hacia el 2003 y que desde el 2003 en adelante empezó a reducir la fragilidad financiera que se había generado digamos en los 80.

Repito, la volatilidad de paridades cambiarias de socios comerciales no sólo extra regionales o regionales evidentemente hace que en un esquema de dolarización con salarios y gasto público relativamente inflexible, tener un mecanismo de tipo de cambio fijo o de derechamente sin moneda, hace que los ajustes puedan ser este relativamente costosos en el corto plazo y los ajustes por cantidad sobre todo, en los mercados de factores por un lado, en el nivel de actividad, en algunos sectores, sean muy significativos.

Esa es una elección que yo creo que se aprendió en la crisis del 82, Uruguay por diversas razones como digo no lo implementó, pero sí la terminó implementando después del 2002, al introducir una unidad de cuenta que tenía mejores propiedades y que en algún sentido facilitaba esa des-dolarización y ayudaba a la larga a que algunos ajustes de precios relativos se hicieran de mejor forma.

Porque llegamos a la crisis del 2002 como habíamos llegado a la crisis del 82 con evidentemente descalces significativos, en una primera etapa de los Bancos, en una segunda etapa directamente de los agentes económicos. Los bancos estaban más calzados en el 2002, pero estaban descalzados sus clientes. Ese descalce evidentemente limitaba la capacidad de que el tipo de cambio real subiera en períodos en donde, por ejemplo, caían los términos de intercambios. Y los movimientos de los términos de intercambio y de los precios de exportación están muy ligados a lo que pase con el dólar a nivel global.

Eso lo aprendimos también post Bretton Woods, lo aprendimos básicamente desde fines de los 70 hasta ahora: cuando el dólar en el mundo se fortalece como ocurrió por ejemplo hacia finales de los 70, como ocurrió después desde el 95 al 96 hasta el 2002 o como ocurrió desde 2013 hasta ahora, cuando el dólar se fortalece globalmente lo que vemos es una caída significativa más que proporcional en los precios de nuestras exportaciones y una necesidad de ajustar el tipo de cambio real.

Eso se exacerba además porque las monedas de la región, a su vez amplifican ese proceso.

Y al revés lo que estamos viendo ahora y lo vivimos también en una parte de los 80, en la segunda mitad de los 80 y lo vivimos en una parte de los 90 y lo vivimos en el *boom* desde el 2003 en adelante: cuando el dólar globalmente se debilita, tendemos a tener un alza significativa de precios de materias primas, de productos de exportación más que proporcional y una caída en el tipo de cambio real.

Entonces para los eventos que son complejos, cuando el dólar se fortalece y es volátil, ya no estamos en la era Bretton Woods, evidentemente que la flexibilidad cambiaria de una moneda de buena calidad con una política monetaria bien gestionada, es una herramienta mucho más eficaz y eficiente para administrar el ciclo.

Como decía, desde 2002 se produjeron avances en la desdolarización, se produjeron fundamentalmente en la deuda pública y por eso hoy estamos mucho más preparados para un ajuste de precios relativos si fuera necesario, para una devaluación y demás porque la deuda pública se ha des-dolarizado, como se ha des-dolarizado también parte del crédito privado, se ha reconstruido una parte del crédito hipotecario de largo plazo a partir de la unidad indexada y también los institucionales han tenido un rol muy importante porque dado que sus inversiones, sus activos, dados los pasivos que a la larga tienen con sus afiliados en el caso de los sistemas previsionales o en el caso de una compañía de seguros, bueno en definitiva, a la larga demandan activos indexados al IPC, por lo tanto ellos se convirtieron en proveedores de recursos para esa deuda pública que ahora reconocía este problema.

Con todo, yo comparo o he comparado y les recomiendo que lo hagan, el proceso de Uruguay con Perú. Perú es una economía muy parecida desde el punto de vista de la dolarización, aunque haya sufrido una inflación mucho más alta y había terminado y evidentemente en la hiperinflación y después hizo un proceso de estabilización. Pero Perú en los últimos 20 años des-dolarizó más rápido, y básicamente la des-dolarización en Perú se atribuye en los estudios y los trabajos que se han hecho, a que Perú llegó a una inflación de 2 - 3% y se ha mantenido en ese rango hace 20 años hacia 2001.

Y ahí adoptó un régimen un esquema de metas de inflación, tuvo una política fiscal coherente, logró superávit fiscales en los períodos de bonanza, etc. Esa coherencia desde el punto de vista de las políticas, le permitió una des-dolarización de estos últimos 20 años que no sólo ha sido des-dolarización en la deuda pública, no sólo ha sido des-dolarización en parte del crédito privado como le pasó Uruguay, sino que además hubo una des-dolarización significativa de los de los depósitos y eso a su vez generó una des-dolarización adicional en los préstamos, en los créditos.

Yo creo que la diferencia tiene que ver con que Uruguay todavía mantiene una inflación o ha mantenido una inflación elevada en el estándar internacional o sea la inflación de Uruguay sigue estando dentro del quintil de inflación más alta a nivel global, a pesar de que ha fluctuado entre 8 y 10 %, pero el mundo redujo la inflación y Uruguay la posición relativa que tiene es más o menos la misma.

Obviamente que esta inercia nos ha dejado todavía con precios y transacciones en algunos rubros como los inmobiliarios, los vehículos, que en esencia todavía en materia de transacciones o de unidad de cuenta, no se han des-dolarizado.

¿Cuáles han sido los costos de la dolarización que ha tenido Uruguay?

Evidentemente aquí hay algunos trabajos que el Banco Central ha hecho y que me parecen razonables desde el punto de vista de sus conclusiones, tanto de Licandro, Mello y otros economistas, sobre que en la medida que ha habido un subdesarrollo del mercado financiero en pesos, eso ha significado menor crédito para las empresas y para las personas.

Además, las empresas han aumentado la liquidez en dólares muchas veces como un mecanismo de cobertura, facturan localmente en dólares por lo mismo y han hecho cambios en el manejo de inventarios. En definitiva el crédito que las empresas tienen es mucho menor del que podrían tener si tuvieran una parte importante de aquellos sectores que en esencia tienen descalces respecto a sus ingresos, que son en pesos, disponibilidad de financiamiento en pesos o en unidades indexadas más relevante.

Los propios Bancos al final en una cierta limitación porque esta inercia lo que hace al final es que en la cultura de las personas es a dolarizarse, a pesar de que ha sido una mala estrategia el estar dolarizados desde el punto de vista del ahorro, o sea, ha sido sólo dos veces una buena estrategia tácticamente en la crisis del 82 y el en la crisis del 2002, pero incluso incluyendo esas crisis, la tendencia desde 50 años a tener ahorros en dólares desde el punto de vista de la inversión ha sido una descapitalización significativa por la inflación en dólares que les menciono. Después voy a mostrar un gráfico de eso para reflejarlo.

Pero evidentemente que acá hay que trabajar sobre la educación financiera en las personas. Lo primero es reducir la inflación porque en la medida que se reduce la inflación, la reducción de la inflación, reaviva el uso de nuestra moneda y a partir de reavivar el uso de nuestra moneda, pueden haber mayor mayores depósitos en pesos y eso a su vez permite que haya crédito en pesos y por lo tanto las empresas tienen mayor capacidad de endeudamiento, aquellas que pueden quedar calzadas desde ese punto de vista y por lo tanto tenemos un mayor crecimiento económico.

Uruguay desde el punto de vista financiero y hay muchos indicadores que lo muestran, está en una posición sub desarrollada desde el punto de vista del nivel de crédito que podría tener para su nivel de ingreso per cápita.

Cito los trabajos de Licandro (2014) y Licandro y Mello (2019).

Lo otro y esto es lo relevante que tiene que ver con lo de las paridades, la mayor volatilidad del crecimiento. Voy a tratar de explicarlo pero muchos de ustedes lo tienen claro, al final sobre todo por ejemplo pensando en el sector inmobiliario, las rigideces de precios en dólares, es decir los precios cuyos factores fundamentales en realidad no tienen que ver con el dólar, sino que tienen que ver con condiciones de no transables propiamente tales, como es un activo inmobiliario, hacen que al estar denominados en dólares, esos precios por ejemplo medidos en pesos, cuando se produce un escenario recesivo, cuando estamos en un escenario de caída de términos de intercambio, cuando estamos en una crisis global, como están fijados en dólares, generalmente lo que suele ocurrir, sobre todo en la primera etapa -después pueden ser un poco más flexibles a medida que pasa el tiempo- en el inicio, los precios en pesos o en unidades indexadas suben significativamente básicamente porque en dólares se mantienen y se produce una devaluación de la moneda.

Entonces eso hace que ese sector, un sector no transable que debería estar en ese momento con ajustes de precios o con precios más flexibles para que no recaigan tanto los ajustes sobre las cantidades y no haya un desempleo de factores ahí de la mano de obra,

del capital, más prolongado, evidentemente hacen que la volatilidad del crecimiento de ese sector y de otros sea mayor.

Aquí en estos trabajos que están documentados yo no quise agregar mucho más detalles pero están documentados. Esa volatilidad en el sector construcción en Uruguay es muchísimo más alta que la que hay en Chile o la que hay en Perú o en países que no están dolarizados.

O sea que al final tenemos ajustes ineficientes en los mercados de bienes, servicios y factores productivos y sobre todo cíclicamente tenemos una mayor brecha de capacidad o sea una capacidad ociosa más alta en el corto plazo hasta que viene el cambio de ciclo, el dólar empieza globalmente a debilitarse, los precios en dólares empiezan a subir, entonces se da el ciclo favorable, pero al final la volatilidad es mayor cuando uno querría que la política económica lo que hace es tener una capacidad de ser contra cíclica, de atenuar el ciclo. Esa es mi visión del rol que se le puede dar a la política esté monetaria.

Y por supuesto que lo que lo que tenemos además, no es que no tengamos una política monetaria como a veces se suele escuchar, porque la economía está dolarizada, o sea incluso en una economía con el grado de dolarización como tiene Uruguay, la política monetaria funciona, tiene su rol, podría evidentemente lograr los objetivos. Pero sí es cierto que hay una menor autonomía de la política monetaria y una menor capacidad de ser contracíclica en un contexto de estas inflexibilidades.

O sea podríamos discutir que el primer óptimo es reducir las inflexibilidades en los salarios y en el gasto público, pero aún así, mirando economías que tienen flexibilidad en el gasto público o sobre todo flexibilidad en los salarios, estoy pensando digamos en Australia, Nueva Zelanda, el propio Reino Unido- que en el momento de definir si quería ser partícipe o no del euro, lo rechazó por razones más o menos parecidas a las que yo estoy diciendo aquí, quiero conservar la autonomía monetaria y la autonomía monetaria me permite tener un rol contracíclico porque hay cierto grado de inflexibilidad en el corto plazo en los salarios y en el gasto público que da margen para que la política monetaria sea efectiva en el corto plazo.

Hemos tenido 25 años más o menos de un régimen de metas de inflación en el mundo, partiendo por Nueva Zelanda, Suecia, siguiendo por otros países a Estados Unidos se plegó, pero tenemos a los Bancos Centrales más relevantes del mundo con un esquema de metas de inflación, Australia, Nueva Zelanda, Canadá y los que ya mencionaba previamente que fueron pioneros, que al final en ese régimen de metas de inflación le dieron por la vía de inflación baja, estable, creíble y un buen manejo de las expectativas, una capacidad contracíclica a la política monetaria.

Ese es un poco el diagnóstico, ha sido costoso, nos ha llevado mucho tiempo obviamente y ¿Cómo des-dolarizar es la siguiente pregunta?

Primero porque a veces aparecen algunos debates que me parece importante precisar: evidentemente que hay cosas que mantener, la unidad indexada fue un acierto, la propusimos en el 97 y después este fue adoptada hacia 2002-2003 por el gobierno de

aquel momento, se mantuvo en los gobiernos siguientes y además se profundizó usando la des-dolarización de la deuda pública un poco como el elemento o el caballo más emblemático.

Y esa introducción de la unidad indexada permitió su uso en el crédito y en la deuda pública y eso debe mantenerse. O sea, perfectamente podrían plantearse políticas desindexación en el mercado de bienes -suele escucharse que es necesario desindexar en el mercado de bienes, servicios y algunos factores productivos- pero creo que debe mantenerse la indexación financiera justamente porque si es que ha empezado a surgir un mercado de capitales de largo plazo, por la combinación de agentes institucionales que están dispuestos a invertir en el largo plazo en instrumentos reajustables por IPC.

La unidad indexada me protege siempre de la inflación, el dólar me protege sólo esporádicamente y no me protege de la inflación en dólares que en 50 años post Bretton Woods ha sido significativa, ha tenido episodios de deflación en dólares, de fortalecimiento global del dólar, pero a la larga hemos tenido inflación en dólares como lo voy a mostrar un poco más adelante.

Por lo tanto, creo que allí hay un tema para mantener y es muy importante y ha ayudado a construir un mercado de largo plazo de financiamiento que además se puede impulsar en el mercado hipotecario. O sea, no teníamos básicamente un mercado hipotecario sano hasta antes de la unidad indexada, lo hemos desarrollado muy gradualmente pero lo hemos desarrollado al fin y ahí ese descalce que en otras circunstancias tendrían las personas si estuvieran financieras en dólares, estando financiadas en unidades indexadas ese descalce no existe y por lo tanto es un instrumento eficaz, eficiente, tiene buenas propiedades. Y además nos ha permitido que en un evento o una crisis o en un proceso de apreciación del dólar como el que tuvimos en 2013 en adelante o con la crisis del año pasado, cuando el tipo de cambio tuvo que subir evidentemente no hubo riesgo cambiario significativo, lo había por supuesto porque una parte de la deuda pública estaba en dólares, pero no que arrastrara una crisis como las que había arrastrado en el pasado.

O sea la flexibilidad para ajustar el tipo de cambio en períodos en donde el dólar se fortalece a nivel global, compensar el shock deflacionario de precios, compensar el escenario recesivo, que la política monetaria pueda desplegarse, esa es la política cambiaria bajo flotación: una política monetaria que permite ajustes de tipo de cambio en esencia digamos ha sido posible, por ir disminuyendo la participación tanto en la deuda pública sobre todo, pero también en los activos y pasivos de los Bancos, del dólar.

Yo creo que hay una necesidad de profundizar aquí la Oficina de deuda lo ha hecho razonablemente gradual, extendiendo los plazos en los mercados de las colocaciones en pesos, o sea, básicamente de la deuda en pesos a plazos más largos. Hemos llegado a colocar a 10 años, probablemente en el futuro si la inflación baja, podemos colocar más largo y yo creo que ahí con la mantención además del sistema institucional en lo financiero, tanto el rol que tienen las AFAP, como el rol que podrían tener a futuro algunas compañías de seguro, permite que tengamos un mercado de crédito de largo plazo que de otra manera no lo tendríamos. Lo tendríamos en dólares, chiquitito sólo para esas

empresas que básicamente pueden tomar créditos en dólares porque se calzan en esa moneda.

Y como les digo, mayor educación financiera sobre la unidad indexada. Les decía y acá se lo voy a mostrar en un gráfico que la unidad indexada no sólo protege bien de la inflación del peso, por definición protege bien. El dólar protege sólo en aquellos períodos en donde se mueven juntos sino que además en dólares ha mostrado una larga tendencia al alza, tengo mil unidades indexadas en dólares, básicamente eso eran 20 dólares en el año 77 vean el efecto Bretton Woods el dólar se debilita sistemáticamente y hoy de aquellos 20 dólares tenemos cerca de ciento de 120.

Obviamente que fue mal negocio tener la unidad indexada respecto al dólar en las dos crisis del 82 y la del 2002, por eso para ese cisne negro que todos miran y que en el fondo están dolarizados pensando en protegerse de esos dos eventos que son dos eventos extremos, de cola, de riesgo.

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.

Julio 2021

Aldo Lema

Ahora si lo miramos más recientemente ese proceso ya no fue, si bien tener unidades indexadas respecto al dólar en lo que pasó desde el 2013 cuando Bernanke hizo su giro de política monetaria o cuando la guerra comercial o cuando la crisis del año pasado, básicamente éste no era atractivo. La verdad es que cuando uno lo mira en una perspectiva de muy, muy, muy largo plazo tenemos una inflación en dólares sistemática que no es necesariamente originada en el peso uruguayo, el peso uruguayo tiene sus fundamentos por supuesto de que se está acercando a niveles de ingresos per cápita más alto, está convergiendo y eso hace que su moneda pueda apreciarse en términos reales, sino que más bien es un fenómeno del dólar globalmente.

Y por lo tanto, volviendo a lo que mencionaba anteriormente, en esencia una mayor educación financiera sobre este rol que tiene la unidad indexada para que las personas,

tanto a través de depósitos, de fondos de inversión que hoy existen, de otras alternativas, puedan canalizar más ahorros hacia ahí y por esa vía el sistema financiero pueda canalizar más crédito.

Ahora eso es o mantener lo que se ha hecho o profundizarlo, pero necesitamos innovar y la innovación pasa fundamentalmente por converger hacia una inflación baja y estable.

Una condición necesaria para seguir des-dolarizando es tener una moneda de calidad y ahí el responsable es básicamente el Banco Central, la máxima responsabilidad la tiene el Banco Central. Debe consolidar un régimen verdadero y creíble de metas de inflación y hay muchos ejemplos para mirar en el mundo. No lo hemos tenido, lo hemos tenido más bien en torno a 8 o 10 % de inflación y no en torno a 3% como lo tuvo Perú en estos últimos 20 años, por ejemplo, porque eso estimularía a la larga la des-dolarización y además nos permitiría una mayor flexibilidad cambiaria. O sea si tenemos una moneda de mejor calidad, tenemos evidentemente mayor capacidad para hacer política monetaria contracíclica entre paréntesis, política cambiaria contracíclica.

Y eso obviamente, exige pero es más bien una responsabilidad de segundo orden la consistencia macro. La consistencia macro es importante, pero la coherencia de políticas influye más bien en la credibilidad de las metas, en la eficiencia de la convergencia, o sea si yo tengo una política fiscal que me ayuda en este proceso me va a ser más eficiente el proceso con un tipo de cambio real que quizás no se aprecie tanto y además le va a dar potencia contracíclica a la política monetaria.

O sea si yo tengo una política fiscal que juega un rol más estable a la larga, que es contracíclica, bueno también permite que la política monetaria que puede reaccionar rápidamente juegue y haga su papel en el corto plazo, dado eso.

Perú es un ejemplo mirar, citamos un libro antes de la Universidad Católica del año 2010 de Adrián Armas, que es un buen economista peruano. Relata el caso de Perú y básicamente el caso de Perú lo relata y hoy se sigue relatando en esencia, lo mismo, como en estos 20 años de estabilidad de precios.

¿Es ahora un buen momento para avanzar en esto? yo diría que sí. Hay condiciones estructurales razonables, no hay dominancia fiscal, no hay dominancia financiera, la parte fiscal la está desarrollando una nueva institucionalidad y esa institucionalidad esperemos que trascienda gobiernos y al mismo tiempo, desde el punto vista coyuntural ir a una inflación baja y estable, puede estar favorecido por ciertos mecanismos de desindexación más endógenos, asociados al desempleo.

Y yo creo y he escuchado, he seguido muchas declaraciones, que hay un mayor consenso sobre las bondades de la inflación baja y la consiguiente reconstrucción de mercados en pesos y des-dolarización. Quizás puedan haber todavía algunas voces escépticas, pero creo que políticamente al menos, los técnicos de los partidos políticos en algún sentido hoy están más conscientes, porque están viendo otras experiencias en el mundo, están viendo las experiencias de estos países que yo mencionaba y en ese sentido la evidencia parece ser bien categórica.

Sólo que aquí la agenda me parece razonable, la que el Banco Central ha desarrollado últimamente: el plantearse e ir a una verdadera estabilidad de precios de largo plazo en torno a 3% eso lo ha planteado el año pasado, como lo mencionaba María Dolores. Se ha revisado un poco la interacción del Banco Central con el resto del gobierno para generar un poco de mayor autonomía, ha habido más transparencia, transparencia para comunicar las tendencias recientes, se está jerarquizando el informe de política monetaria, se están incluyendo pronósticos, se están comunicando las intenciones de política monetaria para lograr ir hacia una inflación más baja, incorporando estos sesgos de política y de guía para la tasa de política monetaria, se están haciendo reuniones con analistas y otros agentes económicos, se está haciendo mejor seguimiento de las expectativas de inflación.

Me parece que todo eso está hoy dentro de lo que hacen los Bancos Centrales en el mundo y en algún sentido uno debe mirar. Me parece que en la gestión monetaria llevada en esa dirección con un instrumento de tasa de interés en vez de la cantidad de dinero que juega un papel bastante más eficiente y eficaz desde el punto de vista de los mecanismos de transmisión, es algo razonable, es lo que ha hecho Perú.

Perú pasó de agregados monetarios en 2001-2002 a tasa de política monetaria y complementó con muchas de estas cosas.

Termino simplemente diciendo que nada de esto, en todo caso es posible en el sentido de que la condición necesaria para ir a una des-dolarización y lograr los beneficios que esto generaría, nada de eso es posible si no es con una buena gestión en materia monetaria.

Y ahora vamos a ver el verdadero test sobre la gestión monetaria, porque al final los banqueros centrales se ven en los momentos en donde hay que subir las tasas de interés, en los momentos en donde en definitiva la política monetaria tiene que ser más restrictiva, y yo creo que hemos terminado, o estamos cerca de terminar un proceso largamente expansivo y el test para los banqueros centrales viene en todas partes, vienen en la FED, viene en el Reino Unido, va a ser para Lagarde en la eurozona, está siendo en Brasil, está siendo en Chile, en muchos países: ahora pasó la etapa fácil.

En el caso de Uruguay, bueno yo creo que ahí se necesita probablemente como un tema más de fondo, ir hacia una institucionalidad que refuerce su autonomía, esa institucionalidad no necesariamente quizás se pueda conseguir en el derecho en el corto plazo, ojalá que sí que desde el punto de vista del marco normativo haya una mayor autonomía, como la han conseguido otros Bancos Centrales, pero es bueno que se siga avanzando en los hechos imitando a estos Bancos Centrales más globales que le han devuelto a su moneda calidad y que por lo tanto les han permitido usar la política monetaria en forma relevante.

Yo diría que ahí en esencia, lo que uno esperaría es ausencia de conflictos con otros objetivos, priorizar la inflación como objetivo, esa es la forma de que en la medida que tenemos expectativas ancladas y las expectativas se van estabilizando en los niveles que gradualmente el país se plantea como metas, la política monetaria puede actuar. O sea condicionar el cumplimiento de esas metas inflacionarias, la política monetaria que no olvidemos bajo flotación y flexibilidad es la cambiaria porque es la monetaria la que le da

impulso al tema cambiario, puede atenuar esas fluctuaciones cíclicas de la actividad y del empleo, también con una rendición de cuentas, con mejores modelos, etc.

Me parece que ese es el fondo del asunto en esta necesidad de recuperar una moneda de calidad. Pueden haber algunos otros elementos educativos y pueden haber algunos otros elementos más pequeños que vayan asociados a lo que pasa en algunos sectores, en el sector financiero, en el sector inmobiliario, en el sector automotriz, pero en definitiva no vamos a recuperar una economía más pesificada, mientras no tengamos una moneda de mejor calidad y que por lo tanto sea un instrumento posible como reserva de valor en el país.

Muchas gracias.

Juan Carlos Protasi

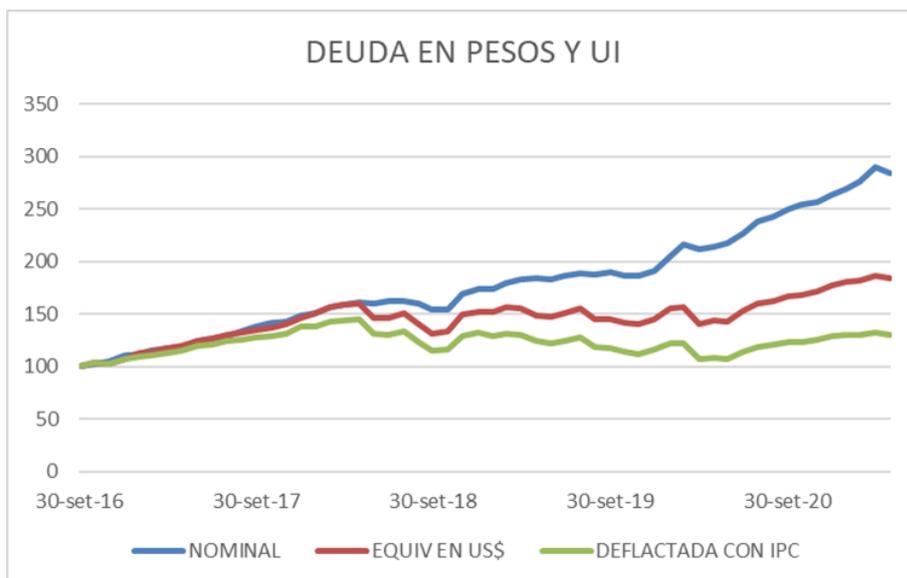
Bueno quiero decir que tengo una posición bastante diferente de la que acaba de señalar Aldo, quien es un analista muy competente, porque conoce las dos economías que son Uruguay y Chile. Y Chile ha tenido una experiencia muy exitosa en el control de la inflación, en la indexación, en usar los instrumentos financieros indexados, etc.

Mi experiencia ha sido un poco más dura, tuve que enfrentar una situación compleja en que la dolarización era evidentemente un problema muy grande, porque no había forma de hacer posible financiar un déficit en aquellos momentos, porque cualquier dinero que iba al mercado se iba al dólar.

Hoy la situación felizmente es un poco distinta, pero de todos modos tengo una visión en cuanto a lo que ha pasado con la política monetaria y con el arreglo monetario y es que los hechos han demostrado la inconsistencia de lo que se llama la inconsistencia intertemporal de la política. Medidas que parecieron óptimas, ex ante no lo fueron ex post, porque una vez que los agentes tomaron decisiones de portafolio, de liquidez de moneda nacional, la autoridad monetaria generó beneficios en el campo fiscal y les confiscó un parte de la riqueza.

El público obviamente tomó los recaudos para evitar ser sorprendido y así tenemos las dolarizaciones.

Yo solamente tomé en los últimos cinco años la información que está en los indicadores del Banco Central referentes a la base monetaria y los activos las reservas. Simplemente tome los últimos 5 años, donde se puede ver en el gráfico, que el impuesto inflacionario confiscó el 30% a los tenedores de deuda en pesos, la inflación licuó la deuda en pesos en un 55 % y la devaluación en 35%.



Es decir que el Banco Central se ha visto beneficiado por la tenencia de activos en pesos.

La reacción obviamente del público ha sido que los depósitos en dólares superen el 70%, que suben y bajan, pero que están realmente muy altos comparados a lo que considera el Fondo Monetario cuando habla de estas cosas, y piensan en un 30%, nosotros estamos en el 70%.

Las transacciones en la Bolsa superar el 60 % en dólares y el resto son en UI, los inmuebles, autos, etc. Los balances de las empresas están en dólares y también dólares de los salarios de profesionales y ejecutivos, etc. etc.

La dolarización de hecho sustituyó, el dólar sustituyó al peso en todas sus funciones. En marzo del 76 bueno ustedes recuerdan, la administración de Végh Villegas en el Ministerio, le dio un impulso muy fuerte a la dolarización al permitir que las transacciones se pactaran en dólares y que las deudas se cancelaran en dólares.

La dolarización se fue extendiendo como medio de pago y como unidad de cuenta, una vez que la tasa de inflación superó denominado nivel. Esto es algo que estudiaron muchos de los economistas argentinos como Carlos Rodríguez y lo interesante es que a pesar de que la inflación bajó, la dolarización no bajó.

Entonces esa es una pregunta que nos tenemos que hacer: ¿Por qué con tasas de interés libres que ahora no hay represión financiera como hubo en la década de los 50, y con una inflación de un dígito, tendiendo a bajar, no se redujo la dolarización?

Bueno esto se puede explicar por lo que por lo que es el trabajo de Thomas Sargent y Neil Wallace, "Some unpleasant monetarist arithmetics" (1981). Sargent es un economista que ha desarrollado la teoría de expectativas racionales junto con Lucas, Barro etc.

Entonces lo que estos autores dicen es que con dominancia fiscal, una política antiinflacionaria puede bajar la inflación a corto plazo, pero no en el largo plazo, porque cuando se baja la inflación con deuda, existe un límite que tarde o temprano deberá monetizarse.

Y yo creo que la gente en Uruguay se da cuenta que se está endeudando cuando festejamos que se hizo la colocación de un bono exitoso, etc., y yo creo que ha sido, pero es algo que no es bueno para la economía que la deuda crezca del modo que está creciendo.

Y el otro factor es que el país encareció más de lo que justifican los fundamentos entonces eso a mi modo de ver genera las expectativas inflacionarias que no convalidan los objetivos de la autoridad monetaria.

Entonces, por más que se hable con los agentes económicos y se trate de convencer que los precios de inmuebles se fijen en pesos, que los automóviles se fijen en pesos, el país va a seguir dolarizado. Va a seguir dolarizado porque no tenemos confianza en el peso.

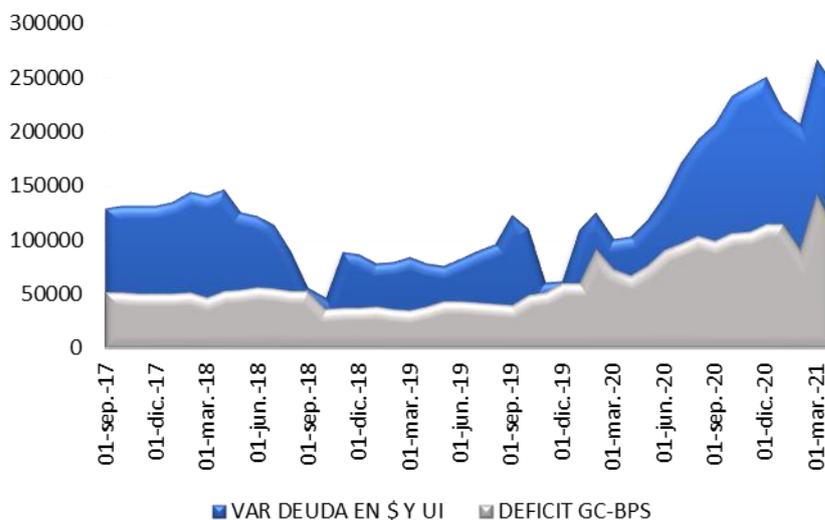
El gobierno resiste a las presiones de la dolarización, por cualquier medio intenta perpetuar la tenencia de moneda nacional para tarde o temprano gravar con inflación o devaluación, como mostré en ese gráfico inicial.

Entonces, si yo conservo deuda de pesos bueno la inflación me saca una parte, pero el dólar la variación de la devaluación me saca otra parte también muy importante, aún estando en unidades indexadas, el dólar también me quita, me confisca los recursos.

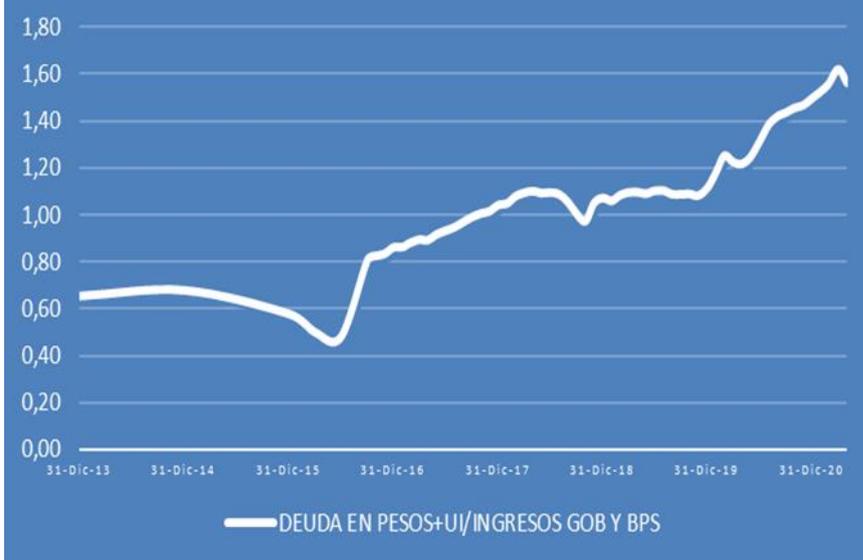
Los instrumentos para evitar la dolarización han sido la indexación y el pago de intereses, la indexación ha sido más resistente a la dolarización, pero más débil por la potencial inestabilidad de la deuda.

Obsérvese por ejemplo este gráfico. Yo en alguna oportunidad consulté a la gente del Banco Mundial cuáles eran los indicadores que había que considerar para ver el peso de la deuda. Y hubo uno de ellos que me dijo “la deuda puede ser baja o puede ser alta en función de que sea pagada”. Creo que ese es un principio que no se debe olvidar.

DEFICIT EN PESOS Y VAR DEUDA EN PESOS



RELACIÓN DEUDA-INGRESOS



La medición de la deuda con relación al PIB tiene una serie de imperfecciones porque si la moneda se aprecia, el PIB aumenta de valor y en consecuencia la deuda en términos de PBI baja.

Pero si miramos la deuda en relación a los ingresos, yo tomé desde el año 2013 de la misma fuente, la relación de la deuda en pesos más unidades indexadas convertidas a pesos con relación a los ingresos del gobierno central.

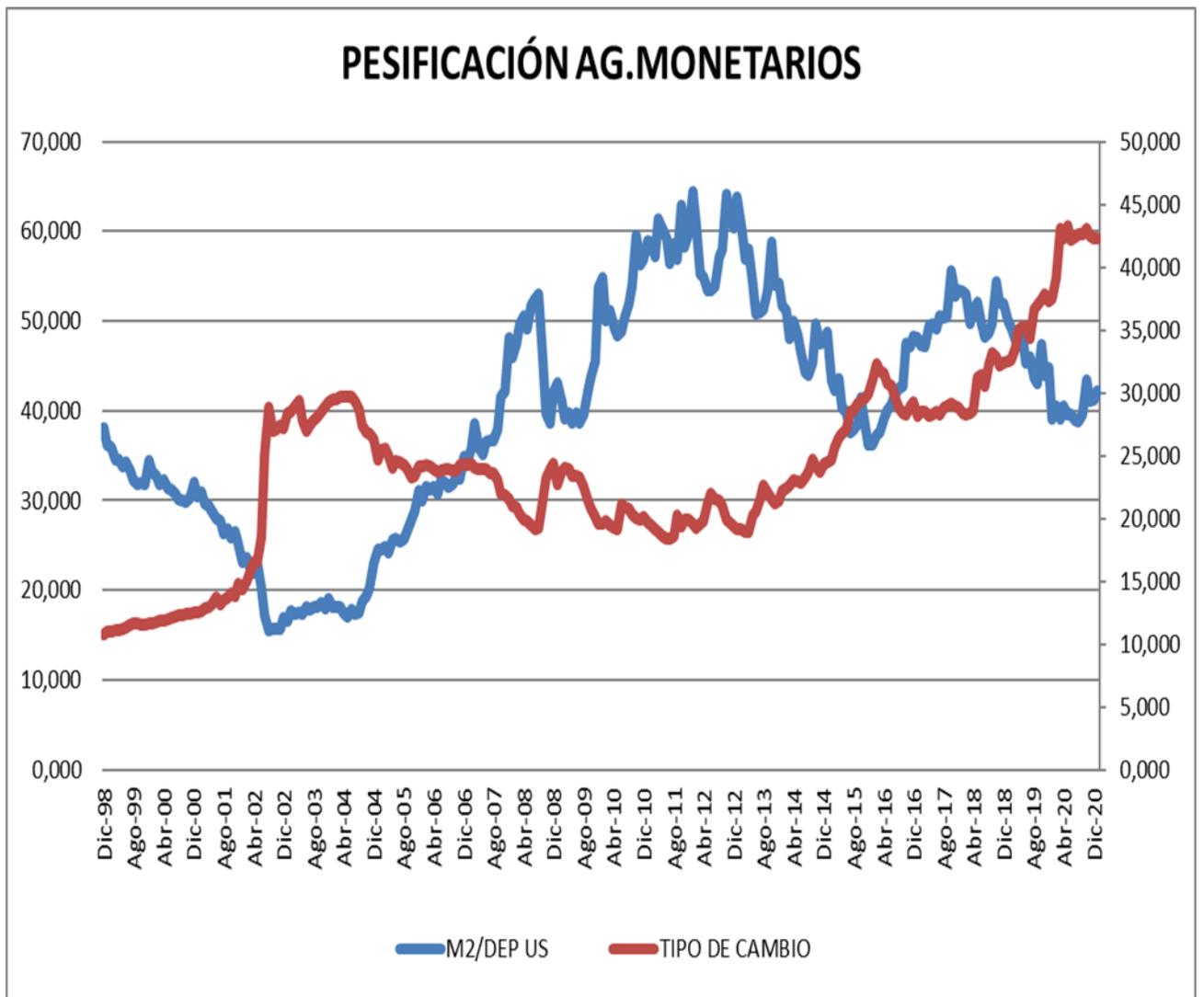
Ahí se puede ver que la deuda ha crecido de un modo impresionante, explosivo porque estábamos en 0.6 o sea en el año 2013 eso representaba un poco más del 60%, y hoy estamos en 1.60 o sea que casi se triplicó.

Y si miramos lo que ha pasado con el déficit y la variación de la deuda en el gráfico de arriba, vemos que la variación de la deuda ha estado por encima del PBI, es decir que la deuda que se está incrementando no sólo para pagar el déficit sino para pagar su servicio.

Y en consecuencia esa tendencia de la deuda es algo que es causado por la dominancia fiscal. Dominancia fiscal, que yo por lo menos la entiendo, como cuando los gastos no tienen ingresos suficientes y entonces el gobierno decide cuánto se endeuda y después por residuos cuánto es en deuda y cuanto a la expansión monetaria.

Ahí está dominando el déficit fiscal porque no es que el Banco Central puede decir “no, va a ser una emisión de digamos 10% ustedes tienen que ajustarse a eso”, no, aquí en este país eso no existe, en otros países sí, pero no en este.

Si nosotros miramos lo que ha ocurrido con la dolarización vemos que los agregados monetarios -consideraré la relación de M2 con relación a los depósitos en dólares porque me pareció que es un indicador relevante y se ve que es oscilante, que no es una tendencia clara ni de ascenso ni de descenso.



Pero si miramos los últimos años vemos que la relación de M2 a depósitos en dólares cayó, estaba por encima del 60 y ahora está en el 40, quiere decir que se dolarizó en 20 puntos porcentuales adicionales.

Y si miramos el comportamiento del tipo de cambio vemos como es lógico, que cuando el tipo de cambio sube la pesificación cae, o sea la cantidad de M2 con respecto a depósitos en dólares baja y cuando el tipo de cambio baja la pesificación sube y así podemos mirar todo.

En consecuencia, la des-dolarización se podría lograr con un dólar más bajo, un dólar estable.

Entonces mientras dure la confianza emitir deuda puede mantener estables y hacer bajar el tipo de cambio y la inflación pero ¿Cuáles son los costos y los riesgos? La deuda continuará aumentando de modo explosivo con la indexación, porque es deuda indexada y la indexación hace subir la deuda y se ensanchará la brecha con el tipo de cambio de equilibrio.

Steve Hanke, que es un economista que probablemente hayan escuchado hablar más de una vez, es muy polémico, es de la Universidad John Hopkins, él está por supuesto a favor de la dolarización en todo el mundo que sea posible.

Steve Hanke dice que el dólar sube y baja como un yo-yo y nosotros eso lo estamos viendo. Eso es malísimo para la gestión de las empresas. Entonces, véase cómo la deuda es la que justamente produce esas oscilaciones del tipo de cambio. Porque cuando el gobierno el Banco Central coloca deuda para restringir la cantidad de dinero y ceñirse a una determinada política monetaria, ya sea de los agregados monetarios, ya sea del tipo de cambio, lo que provoca es una sustitución de monedas, de dólares a pesos y eso hace bajar el dólar porque se ofrecen tasas más atractivas y a la inversa cuando no hay colocación de deuda.

Entonces, María Dolores tu recordabas que en el año 2013 hicimos una mesa redonda con Aldo sobre el tema del tipo de cambio real, competitividad y demás y bueno ahí se mostraba las determinantes del tipo real de cambio.

En un modelo que hacen Sjaastad y Rodríguez (1979) y que está muy interesante porque hubo mucha polémica con la tablita en Argentina, estos dos economistas hicieron un trabajo sobre el atraso cambiario en Argentina. Ellos hacen un modelo muy simple en que relacionan el tipo real de cambio a los términos de intercambio, que es el factor fundamental por el cual el tipo real de cambio puede subir o puede bajar.

Ese estudio yo lo hice para Uruguay de hace 10 años más o menos, y muestra un atraso del orden del 15%, es decir que el gasto público desmedido que se hizo en los últimos 15 años que fue una barbaridad porque nos empobreció a todos, generó un potencial de inestabilidad en la deuda y en la macroeconomía a raíz del atraso cambiario, porque el atraso cambiario ha provocado, no desde ahora con la pandemia, sino desde hace ya bastante tiempo de 2014 para adelante que fue cuando se acabó el *boom* de los *commodities*, recesión, cierre de empresas, desempleo, etc.

Entonces detrás de la dolarización hay un problema de credibilidad, obsérvese que en los últimos cinco años la deuda en UI aumentó 40%. Yo creo que es porque las tasas en pesos que pagan el Banco Central no compensan las expectativas inflacionarias, es decir una cosa son las expectativas que releva el Banco Central y otra cosa son las expectativas reales de cómo reacciona la gente, no respondiendo una encuesta del Banco Central, sino en los hechos.

La dolarización aumentó de 40 a 60% por expectativas de devaluación. La pesificación de los créditos aumentó de 43 a 50% ¿Por qué la gente no quiere tomar este riesgo en dólares? Porque tiene miedo a una devaluación, porque los fondos en dólares están disponibles pero las empresas no demandan, no ha demandando.

Entonces los dólares se tienen que convertir a pesos, prestarse en pesos a tasas que son muy altas y esas tasas tan altas restringen la demanda.

¿Revertir la dolarización es posible? Sí, yo creo que es posible si el déficit se reduce a un nivel mínimo. En las actuales condiciones parece difícil que la deuda pública pueda bajar a un nivel que permita holgura macro financiera.

La situación financiera del país es muy mala, está muy mal. Hay que reconocer la situación hace poco nos visitó el que fuera jefe del Banco del Mundial para América Latina, Carlos Végh, donde dijo que la situación es muy mala y la situación es mala incluso desde antes de la actual administración y eso es algo que no se ha podido superar, o sea esto no lo vamos a superar de un día para el otro. El recálculo de las cuentas nacional que permitió bajar un poquito la deuda, no es la forma de bajar la deuda.

Hoy tenemos una situación financiera muy, muy mala, entonces en estas circunstancias pretender des- dolarizar, bueno yo lo veo difícil.

Por otro lado es difícil que el sistema político y sindicatos acuerden bajar el gasto público, más bien apoyan calurosamente lo contrario: aumentar la deuda basándose en algo que dijo Kristalina Gueorguieva, que dijo que hay que gastar más, etc. Pero acá estamos en un nivel de gastos y de necesidad financiera que otros países no lo tienen, nosotros estamos realmente muy, muy comprometidos y eso hay que tenerlo muy en claro. Fitch nos dio una oportunidad, vamos a ver por cuánto tiempo. Porque se están haciendo las cosas bien en la administración y se le quiso dar un voto de confianza, pero la situación está muy comprometida.

Pero tenemos un dilema desde mi punto de vista, que sería lamentable que el actual gobierno se esfuerce en ajustar pero que la situación social no mejore por ese motivo y que la coalición pierda las próximas elecciones y el gasto público rebote, ese es el riesgo que yo veo en el sistema actual monetario y financiero.

Los problemas de credibilidad son muy importantes, para una política económica óptima. Ahí hay que ver si vale la pena o no atarse a algún ancla y a cuál. Sin un fuerte compromiso de estabilidad del tipo de cambio, la dolarización espontánea no retrocederá. Esto lo dice Guillermo Calvo, que es un eximio economista de la Universidad de Columbia en su artículo que tiene ya muchísimos años -del año 20010: "Capital Markets and de exchange rate".

En el centro del problema está el déficit fiscal si no baja a un nivel mínimo, el compromiso de estabilidad cambiaria implicará el aumento exponencial de la deuda e inestabilidad a futuro.

La dolarización surge como una solución plausible para fortalecer la credibilidad, esto lo dice Calvo. Puede ser un régimen -esto lo digo yo- un régimen que por ley ate el peso a una moneda fuerte (currency board), o que lisa y llanamente se abandone el peso y se le convierta al dólar o al yen, o lo que sea.

Repasamos el currency board. El currency board es una caja de conversión, es una autoridad monetaria que sólo puede emitir con un respaldo de 100% de reservas y una paridad fijada por la ley frente a una moneda dura como el dólar, el euro, o sea tiene la paridad ya está fijada.

El Banco Central tiene prohibido comprar títulos del gobierno, o sea no puede darle crédito al gobierno y una caja de conversión puede funcionar solo o en paralelo con un Banco Central y sigue existiendo la moneda nacional. O sea, esto no generaría un problema institucional con el Banco Central.

La dolarización extrema consiste en la eliminación total del peso por una moneda fuerte, sustitución del peso.

La dolarización produce los mismos efectos que un currency board, excepto que desaparece la moneda local, lo que le da más credibilidad a la dolarización, que la tasa de interés es igual a la tasa vigente en USA –en el currency board puede ser mayor por la expectativa de que se pueda cambiar la paridad- y que no puede cambiarse la paridad entre moneda local mientras que sí puede cambiarse en una caja de conversión, aunque esto requiere una ley, el riesgo está. Y esto le pasó a Argentina por ejemplo, cuando el efecto Tequila que mucha gente especuló que se iría a devaluar la moneda.

Bueno, hay muchos países que tienen el dólar como moneda oficial, los tres más importantes de la región de Latinoamérica, ustedes saben, son Ecuador, El Salvador y Panamá.

Ecuador lo hizo en condiciones extremas de crisis financiera y El Salvador lo hizo porque tenía una negociación de un TLC con Estados Unidos y Estados Unidos le imponía un poco eso y bueno Panamá tiene desde el año desde 1904, hay una lista enorme de países que tienen cajas de conversión.

¿Qué implica la dolarización?

En primer lugar la dolarización implica que toda la base monetaria es decir todo lo que es el circulante más las reservas de los Bancos se convierten a dólares, ya sea que se haga con una caja de conversión o con una dolarización total, eso va a pasar.

Los precios domésticos, como el circulante va a ser el dólar, tanto transables como salarios y no transables, van a quedar fijados en dólares y la tasa de interés doméstica va a ser igual a la externa más el riesgo país.

Las tasas obviamente van a bajar a un nivel más bajo de la actual porque obviamente desaparece el premio por la devaluación.

Pero la dolarización implica que la cantidad de dinero sólo puede aumentar cuando hay un excedente de la balanza de pagos, es decir si aumentan las inversiones extranjeras si hay un superávit del balance comercial o la emisión de deuda.

Entonces si aumenta la demanda de dólares la forma de hacer que ingresen dólares para satisfacerla, es que bajen los precios para que se atraiga más turismo, o importar menos para que ingresen más dólares.

Ahora si hay una caída de demanda dinero y salida de capitales habrá recesión y se va a generar un desempleo que exigirá un ajuste en precios relativos.

¿Qué beneficios va a traer la dolarización?

Va a traer en primer lugar mayor credibilidad y previsibilidad, lo que va a traer inversión y acelerar el crecimiento económico, va a resultar más difícil aumentar el gasto público, se le pone una camisa de fuerza al manejo irresponsable de la política fiscal, no van a estar los recursos accesibles porque no se puede emitir deuda en moneda nacional.

Sí se podrá emitir deuda en dólares, pero el mercado le va a poner un límite a ese endeudamiento, porque evidentemente se podrá aceptar un endeudamiento, pero no un excesivo endeudamiento.

Habrá un tipo real de cambio más estable, que dependerá de las fluctuaciones del dólar frente a las principales divisas, no está sujeto a las fluctuaciones cambiarias actuales, y en tanto se elimina la volatilidad cambiaria, la dolarización debería favorecer al comercio internacional.

¿Cuáles son los perjuicios?

Siempre obviamente se habla de que se pierde la soberanía monetaria, la economía quedará a expensas de la política de la FED, y esto es así en la medida de que se permitan flujos de capitales sin restricciones y para esto implica una decisión del país, porque si se considera que es beneficioso el flujo de capitales entonces se corre el costo de tener dependencia de la política de la FED.

Argentina por ejemplo optó por tener libertad de capitales, hay muchos países, Estonia, en fin hay muchísimos países que tienen la caja de convertibilidad y que permiten los movimientos.

Se pierde la capacidad de hacer política contracíclica. La dolarización no permite hacer política contracíclica, pero la historia de crisis recurrentes que hemos tenido y la potencial inestabilidad que genera la deuda para bajar la inflación y des-dolarizar, sugiere que es preferible sujetarse a una regla que tener una política discrecional.

No habrá prestamista de última instancia pero existen mecanismos alternativos para resolver este punto: encajes, seguro de depósitos, etc.

Condiciones para dolarizar

Carlos Rodríguez escribió un *paper* que está muy interesante y lo recomiendo, "Macroeconomic Policy Lessons from LDC" (2000) y dice que se debe tener un poseer un adecuado nivel de reservas internacionales, nosotros lo tenemos, estamos bien; debe existir un mínimo nivel de déficit fiscal, no lo tenemos y tener un sólido sistema financiero yo creo que sí lo tenemos. O sea fallamos en el déficit.

Pero en síntesis, con alto déficit y deuda, con el régimen flexible actual es baja la probabilidad de lograr una moneda de calidad sin afectar al tipo real de cambio del nivel de deuda; esa es mi opinión.

Tampoco se dan las condiciones ideales para realizar la dolarización ya que el ahorro se va a destinar a pagar la deuda y no a financiar la inversión. Pero hay un aspecto muy importante desde mi punto de vista para ese dilema que yo había planteado y es que la dolarización contribuye a la estabilidad fiscal futura y frena los intentos de aumento del gasto.

Conclusiones

La historia muestra lo doloroso de las recesiones vinculadas a ataques especulativos contra nuestra moneda.

La indisciplina fiscal estuvo en el centro de los problemas en el aumento de deuda, atraso cambiario, pérdida de credibilidad.

Con el actual arreglo monetario discrecional no se impide con futuro gobierno con otra filosofía pueda expandir irresponsablemente el gasto.

La dolarización frena esta última posibilidad de un modo permanente.

Para terminar quiero hacer una aclaración final: aunque con esta discusión no lleguemos a una respuesta definitiva sobre si Uruguay debería dolarizar o mantener el régimen actual, este análisis puede aportar algunos puntos relevantes para discutir en un ámbito más amplio, en que puedan evaluarse los costos y beneficios de ambas alternativas y no desecharse meramente por ser polémicas y no del agrado del sistema político.

Muchos países que adoptaron la dolarización con plena convertibilidad lo hicieron en condiciones de necesidad extrema, en medio de crisis financieras.

Hoy Uruguay está en condiciones inmejorables para evaluar estas alternativas sin ningún tipo de presión, por ahora.

Muchas gracias.

María Dolores Benavente

Muchas gracias Juan Carlos abrimos un espacio de preguntas las pueden hacer por el chat.

Me permito una pregunta para cada uno, la primera para Aldo: tú algo esbozaste al final de la presentación, pero cuando la pandemia pase o ya ahora que se están viendo crecimientos de las tasas de interés ¿podrá el gobierno en la situación uruguaya con caída del PIB o recuperación menor de la que se pensaba originalmente subir la tasa de interés para poder des-dolarizar?

Y la pregunta para Juan Carlos que es medio paradójico: si hay déficit total y tu dolarizas o vas a caja conversión o lo que fuera, el ajuste se hace por cantidades ya que no se puede hacer por precios, y si no hay déficit fiscal para qué dolarizar si sola la economía te va a estar creyendo en tu moneda. Esas son las dos preguntas. Gracias.

Aldo Lema

Voy a hacer algunos comentarios porque me parecen relevantes, tenemos coincidencias más coincidencias que las que parece a veces con Juan Carlos.

Lo primero es que no hay régimen cambiario que resista la insolvencia fiscal, ni siquiera la caja de conversión o la dolarización total. Y Argentina es el ejemplo más evidente, no somos Hong Kong, no tenemos la flexibilidad de salarios de Hong Kong que se tragó una mega devaluación en la región en el 2000, mientras que Argentina no pudo.

O sea al final evidentemente que hay un tema fiscal que es relevante, pero es relevante para todos los sistemas o sea al final ir a ir a un régimen de tipo cambio fijo que no es muy distinto de lo que está planteado aquí por Juan Carlos, vuela por los aires en la medida que el gasto público crece o que la política fiscal es inconsistente a largo plazo.

Si partimos de que el problema es fiscal, probablemente los problemas de tipo de cambio fijo o de dolarización o de de caja de conversión, van a llegar muy rápido.

Yo trabajé con Larry Sjaastad y un poco igual que Milton Friedman, Milton Friedman se arrepintió un poquito de haber propuesto tan apasionadamente unos pocos años antes de morir, la fijación de agregados monetarios y dijo “al final yo me había equivocado, quizás las tasas de interés eran mucho más relevantes”.

Y Larry tiene un comentario parecido respecto a su apología del 79, 80, 81 y 82 sobre los tipos de cambio fijos y los tiene por lo que yo acabo de explicar. Lo aprendí de Larry, mano a mano, trabajando con él me dijo “bueno, al final vivimos en este mundo de paridades tan volátiles”. Imaginemos un atraso cambiario de 15% como el que plantea Juan Carlos bajo caja de conversión o dolarización, ¿Veríamos un ajuste de los salarios de 15% inmediatamente si ajustaran las cantidades como planteaba María Dolores? Imposible.

O sea tenemos y tenemos que aceptar ciertas rigideces, ciertas inflexibilidades que hacen que las condiciones con que muchos de estos *papers* se escribieron hacia los 70 principios de los 80, cambiaron y hoy tenemos justamente un régimen como dice Hanke, de un dólar muy volátil en el mundo y ante un dólar muy volátil frente al euro, que puede pasar siete años fortaleciéndose sistemáticamente el dólar, siete años fortaleciéndose imagínense una caja de conversión si resistiría en Uruguay o una dolarización con siete años o si resistiría la apreciación del dólar del 79, 80, 81, 82. O si resistiría la apreciación del dólar al 2016.

Tenemos:

1. No hay régimen cambiario que resista la insolvencia fiscal, ni siquiera la caja de conversión.
2. Las oscilaciones del dólar en el mundo están para quedarse, por lo tanto, para los atrasos cambiarios que puede generar una caída de términos de intercambio ligada a una apreciación del dólar en el mundo, necesitamos algo que lo pueda compensar rápido y no parece que vayan a ser los salarios flexibles, por lo tanto el problema el mayor.
3. Y el problema de credibilidad para cerrar. Puede haber habido un problema de credibilidad en lo fiscal, yo creo que ese problema de credibilidad en lo fiscal ha

sido en los últimos años más bien un problema de credibilidad en las metas de inflación, por una gestión e institucionalidad desde el punto de vista monetario, que ha sido en la comparativa a nivel internacional, de mala de mala calidad. Ese ha sido el foco por el cual hemos tenido inflación más alta de la que deberíamos y por lo tanto a partir de eso, las metas no han sido lo que debían haber sido -más bajas- ni se ha gestionado para lograrlas en el proceso.

4. Y la regla, la regla que se han dado de los Bancos Centrales o los países para tener una autonomía monetaria que permita resolver muchos estos problemas, la regla es Bancos Centrales autónomos e independientes y es la experiencia de Nueva Zelanda, esa es la experiencia de muchos países en el mundo, de los ejemplos que en algún sentido han permitido, que han convergido a inflación baja y estable.

Juan Carlos Protasi

Un par de comentarios. Primero si estuviera dolarizada la economía no estaría la deuda explosiva de la indexación, o sea la deuda en dólares sería mucho más estable. Si se hubiera endeudado Uruguay con dólares en todo este período, no hubiera tenido el aumento explosivo que tiene la deuda. La deuda en dólares no hubiera llegado a aumentar lo que aumentó. Eso punto número uno.

Segundo, los ajustes que se dan por los vaivenes de las monedas, las principales divisas tanto del dólar, del euro, de lo que sea, generan en los países menos desarrollados como nosotros, evidentemente crisis. Con un tipo de cambio fijo, yo me refiero fijo en un régimen de caja de conversión o de dolarización, no me refiero fijo a los tipos de cambios fijos que existieron en alguna época que no tienen nada que ver con esos dos y yo no soy partícipe de un tipo de cambio fijo sino de una dolarización o una caja de conversión.

Y lo que han demostrado, lo que se ha demostrado, en las crisis por ejemplo, Argentina con la crisis del Tequila, no se movió el sistema financiero y monetario, la economía retomó su crecimiento inmediatamente. Hong Kong fue el único país que sobrevivió a la crisis asiática nadie se preocupó en Hong Kong de que había una crisis en la zona.

Entonces el ajuste sí, es cierto por una dolarización o una caja de conversión, los ajustes se tienen que producir, pero también es cierto que hoy tenemos niveles de precios y salarios que son irreales, Aldo, son niveles que no los puede sostener el Uruguay.

Aldo Lema

No lo corrige una caja de conversión porque es un problema del mercado laboral.

Juan Carlos Protasi

Sí los va a corregir, porque no va a haber forma de dar de aumentos salariales como se han dado. Lo que se ha hecho en estos últimos 15 años ha sido postrar el crecimiento del

Uruguay, lo han postrado, ha habido una irresponsabilidad total en el manejo fiscal y también salarial y monetario.

Entonces yo creo que una caja de conversión o una dolarización lo que da es disciplina, introduce disciplina en una economía que no la ha tenido y yo me acuerdo cuando una vez vinieron los técnicos del Banco Mundial Manuel Heinz y James Hanson y dijeron “bueno lo que pasa es que acá las crisis -era 1984- fue por la dolarización” entonces Végh se levantó muy molesto y les dijo “¿Entonces tenemos que echar para atrás lo que ustedes recomendaron? o sea ¿Tenemos que derogar la ley por la que se dolarizó?”, “No”, dijeron. “De ninguna manera” dijo Manuel Heinz. Manuel Heinz fue el artífice de la dolarización en El Salvador, fue Ministro de Economía en El Salvador y fue uno de los impulsores de la dolarización.

O sea y el tema es que cuando el sistema político se pasa de los límites que son admisibles para una sociedad, la dolarización te va a ayudar a disciplinar, pero entendámonos yo creo que esto es un tema para discutirlo mucho y para estudiarlo mucho, tenemos tiempo pero yo creo que en algún momento, la situación nuestra se puede complicar, porque la situación está muy mal y jugar en la reserva federal, pensando que somos un Banco Central independiente, no existe en el Uruguay, no existe acá la dominancia fiscal es la que maneja todo.

La dominancia fiscal es lo que maneja todo y es lo que hace que la tesorería se endeude y después se endeuda y después que pone ese dinero en circulación, tiene que salir el Banco Central a retirar esa liquidez para cumplir con sus metas.

Yo creo que esa realidad no se puede soslayar hay que enfrentarla, hay que enfrentar.

María Dolores Benavente

Nuestro Académico correspondiente en Argentina, Manuel Solanet, dice “La caja de conversión o la dolarización no vacuna en contra el default si no se corrige el déficit fiscal, el default destruye la capacidad de administrar políticamente un programa que requiere disciplina”. Coinciden ambos en eso.

Y Diego Rijos más bien hace una pregunta: “Al no existir actualmente una forma corriente de tener unidad indexada no es posible tener una cuenta a la vista en UI a diferencia de tener cuenta a la vista en dólares, ¿cuál puede ser una vía para que el público en general pueda mantener una UI líquida como hoy lo hace con las cuentas a la vista en dólares?”.

Aldo Lema

Hay fondos de inversión. Los fondos de inversión de SURA permiten invertir en unidades indexadas con retiros diarios.

María Dolores Benavente

Son casi a la vista, no son depósitos pero son casi a la vista.

Aldo Lema

Ese es un tema del mercado de valores también y una agenda de desarrollar, o sea hemos estado subdesarrollados en el mercado de valores, no hemos tenido fondos mutuos, fondos de inversión como existen en otros países, Estados Unidos por supuesto y bien amplios y si los hubiere evidentemente que habría alternativas ahí.

Simplemente como para cerrar la idea, yo creo que si nosotros corregimos todos los temas fiscales que son un problema serio, en ningún caso lo voy lo voy a minimizar, una vez que tenemos eso, como lo hizo Perú, como lo hizo Chile o como lo hicieron otros países, al final que fueron resolviendo sus temas, la verdad es que ganaron mucho teniendo autonomía monetaria, yo creo que esa es la conclusión.

Juan Carlos Protasi

Es verdad, es verdad Aldo, pero el grado de dolarización que tenemos en Uruguay es muy importante y segundo que para mí es un punto no de origen económico sino político o social, es el riesgo de que vuelva un gobierno que nuevamente haga el disparate que hizo con el gasto público en Uruguay, que suban los precios, que empiecen a gastar otra vez más. Y ese riesgo es el que yo creo personalmente que hay que ponerle fin. Creo que la regla fiscal es una parte de la historia pero creo que falta algo más y esto es una camisa de fuerza, acá los políticos no van a poder decir como dicen hoy, "hay que subir el gasto y hay que subir la deuda" alegremente con el nivel que hoy tenemos.

Bueno de mi parte muchas gracias.

María Dolores Benavente

Si esto quería ser provocador lo logró y creo que esto es la gracia de estos temas de que podemos discutir así con esta libertad sabiendo que son posiciones que no son sencillas de aplicar, pero está muy bien lo que dijo Juan Carlos: el tema está arriba de la mesa, está bueno discutirlo, está bueno hablarlo. Algo así comentó Licandro en un tweet estos días pasados: no se trata de dos extremos sino se trata de discutir buscando la mejor solución.

Si no hay más preguntas, yo les agradezco mucho, cumplimos con Aldo que se tenía que retirar.

Muchas gracias.