



Munich Personal RePEc Archive

# **Fixed Exchange Rates and Possibilities of Financial Crisis: Solarizar or Dollarization of Peruvian Economy?**

Briceño Avalos, Hernán Ricardo

Universidad "San Ignacio de Loyola"

September 2003

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/42029/>

MPRA Paper No. 42029, posted 19 Oct 2012 08:50 UTC

***Tipos de Cambio Cuasi-fijo y Posibilidad de Crisis Financieras: Solarizar o Dolarizar la Economía Peruana?***

**Hernán Ricardo Briceño Avalos\***

**Verano, 2003**

Comentarios y recomendaciones: [hrbricenoa@hotmail.com](mailto:hrbricenoa@hotmail.com)

\* Economista, profesor universitario de los cursos de Macroeconomía, Finanzas Internacionales, entre otros. Con estudios de pregrado y postgrado en economía en Perú y Chile, respectivamente. Ha participado en el Curso de Extensión Universitaria del Banco Central de Reserva del Perú, Gerencia de Estudios Económicos, 1998. Este documento de trabajo fue elaborado mientras era docente de la Universidad San Ignacio de Loyola, en Lima – Perú, 2003.

## ***Tipos de Cambio Cuasi-fijo y Posibilidad de Crisis Financieras: Solarizar o Dolarizar la Economía Peruana?***

### **Abstract:**

*This working paper has been elaborated with the aim to provide Peruvian policymakers and scholars-academics with economic related concepts and views about the best Monetary Anchor for a Central Bank to deal with control of inflation as well as to prevent them far from possibilities of undesirable financial crisis. We must acknowledge that some causes of financial crisis in developing countries and developed countries like European are very similar such as historical high Fiscal Deficit, Public Debt, excess of domestic spending regarding national income (Current Account Deficit in the Balance of Payments), Moral Hazard, on the other hand reduction of the Foreign Exchange Reserve and Gross Domestic Saving. Furthermore, all the episodes are attached with over valuation of domestic currencies regarding the US\$, under the adoption of Fixed Exchange Rate regimens including the Currency Board: Argentina, Brazil, Russia, East Asian, Mexico and Chile, where this price was compelling overvalued that led finally governments to devaluate dramatically their own domestic currencies with the aim to get competitiveness. This way, these countries suffered stoppages of capital influx, capital out flux going back their original countries, contraction of their Exports, Gross Domestic Product, increasing in unemployment rates. Therefore, for emerging and/or developing economies with open markets and relatively tiny participation in the world economy, as well as without the possibility of creating a global currency is highly recommendable to keep up with Flexible Exchange Rate regimens allowing intervention of the Central Bank to deal with external adverse shocks or domestic financial problems with the aim to reduce possibilities of financial crisis.*

**Key words: Financial Crisis, Monetary Anchor, Exchange Rate, Dollarization, Solarización**

## ***Tipos de Cambio Cuasi-fijo y Posibilidad de Crisis Financieras: Solarizar o Dolarizar la Economía Peruana?***

### **I.- Introducción**

Alrededor del mundo actualmente los sistemas cambiarios intermedios tales como Banda Cambiaria, Minidevaluaciones (Crawling peg), Tipo de Cambio Cuasi-fijo, Encaje de Convertibilidad (Currency Board) están desapareciendo, de la misma manera que están quedando desprestigiados, por ello los países vienen situándose en sistemas cambiarios totalmente flexibles o totalmente fijos con abandono de su moneda local (hard peg). Dentro del continente americano en el primer grupo de países estarían Canadá, Brasil, Chile y recientemente Argentina, economías más grandes que la peruana. Dentro del siguiente grupo de países que se han pasado al hard peg, están aquellos que últimamente han adoptado por sistemas cambiarios fijos creíbles con abandono de sus monedas locales, tales como los doce (12) países miembros de la Unión Monetaria Europea que inicialmente decidieron abandonar sus monedas<sup>1</sup>, y en América algunas economías más pequeñas que la peruana con la dolarización total de sus economías, tales como Ecuador, El Salvador; entre otros casos.

En tal sentido, existen argumentos a favor de tipos de cambios totalmente flexibles capaces de ayudar a absorber los shocks externos que afectan a la economía del país para el manejo macroeconómico adecuado, especialmente para permitirles hacer política monetaria a sus Bancos Centrales. Por ejemplo, Canadá, siendo una economía con mucha actividad minera, desde los años 1950-60 hasta hoy en día continúa con su política cambiaria flexible, pues es una economía con shocks muy peculiares y diferentes a los de la economía estadounidense, por lo cual lo más conveniente para ellos ha sido no pegarse al Dólar estadounidense, sino mantener su propia política monetaria. Por otro lado, existen argumentos que defienden la adopción de un Tipo de Cambio creíblemente fijo, como es la dependencia económica y la

---

<sup>1</sup> El 1º de enero de 1,999 partió la Unión Monetaria Europea, pero después de tres años, el 1º de enero del 2002, recién salió físicamente el EURO, trasladándose la responsabilidad al Banco Central Europeo (BCE) en Frankfurt. Los países que inicialmente optaron por adherirse al EURO fueron Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Grecia. Cabe destacar que Dinamarca, Reino Unido y Suecia no han adoptado el Euro como moneda única.

correlación de shocks, por ejemplo El Salvador. Así, siendo éste un país muy integrado y dependiente de la economía estadounidense optó por la dolarización de su economía, por ejemplo, el 12 por ciento de su Producto Bruto Interno (PIB) son transferencias estadounidenses. Asimismo, los países de la Comunidad Económica Europea que al ser economías geográficamente cercanas, con mucha interdependencia y habiéndose preparado para integrarse, formaron una Unión Monetaria adoptando el Euro como moneda única (con abandono de su moneda local).

Por su parte, los sistemas cambiarios intermedios tales como los señalados en el primer párrafo han ido desprestigiándose, se estima que no son duraderos y que no van a poder soportar los ataques especulativos contra la moneda local, los problemas derivados de retiros masivos de depósitos en el sistema financiero y los retornos o repatriación de los capitales hacia sus países de origen (el reflujo); sobretodo en economías que en un contexto de globalización poseen mercados financiero y de capitales cada vez más integrados con una mayor movilidad de capitales, gracias también a los avances tecnológicos. Ante dichas dificultades es muy costoso defender la moneda local sea cual sea el mecanismo que se utilice, por ejemplo, con Reservas Cambiarias Internacionales, afrontándose una fuerte pérdida de las mismas y llegando a ser en algunos casos hasta negativas, o con tasas de interés nominales y reales muy elevadas, ya que se contrae fuertemente la economía<sup>i</sup>, incrementándose apreciablemente la tasa de desempleo y el pánico de los individuos, con convulsiones y protestas sociales por las calles.

Por este motivo Chile en Septiembre de 1,999 abandonó su creciente Banda Cambiaria que mantenía desde inicios de los años 1990s, la que de 10 por ciento en 1990 paso a 25 por ciento en 1997, para posteriormente desaparecer y pasar a un sistema cambiario totalmente flexible en la primavera de 1,999 (Morande y Tapia, 2002). Asimismo, recientemente Argentina abandonó el sistema de Encaje de Convertibilidad implementado a inicios de los años 1990 con el fin de eliminar la hiperinflación generada en los años 1980, optando por un régimen de Tipo de Cambio Flexible. Asimismo, tratando que éste sea lo más elevado posible para no perder competitividad en el mercado internacional respecto a sus competidores Brasil y Chile, y reactivar su alicaída economía.

En este contexto, es momento de reflexionar y retomar la discusión de la segunda mitad de los años 1,990s., sobre que rumbo cambiario debiera seguirse en el Perú, habiendo en la práctica sólo dos alternativas sostenibles y viables, si es que efectivamente debería guiarse por un sistema cambiario intermedio de tipo de cambio cuasi-fijo<sup>2</sup>, o salir de este entrapamiento pasando a un sistema cambiario *totalmente flexible y elevado* o a uno *totalmente fijo y creíble*. De este modo, para optar por una adecuada política cambiaria en Perú realmente tendría que escogerse entre sólo dos opciones, dolarización o solarización (Nuevo Sol), existiendo desde luego una relación entre regímenes cambiarios y bienestar socioeconómico, hay que analizar y escoger lo más beneficioso para el país<sup>3</sup>; pues cada uno de los sistemas cambiarios también posee desventajas y/o costos sociales, existe un *trade off* o dilema en la adopción de uno u otro.

Asimismo, en la práctica hoy en día en Perú no habría, lo que en la literatura de política y teoría monetaria se conoce con el nombre de *anclas metas de inflación explícitas*, aunque lo señale el Banco Central<sup>4</sup>. Según los desarrollos de este esquema, la autoridad monetaria de manera ex ante debe fijar una *inflación meta* y comprometerse a alcanzarla, utilizando especialmente una tasa de interés de política monetaria o de referencia. En tal sentido una interrogante que debemos formularnos sería: podemos hablar de dicha “meta de inflación” en una economía fuertemente dolarizada, en donde en la práctica, y sobretodo por la elevada dolarización existente, las expectativas inflacionarias se forman en función de la depreciación o devaluación cambiaria esperada y no en función de la *inflación meta preanunciada* por el Banco Central? Por otro lado, debemos tener presente que en los últimos años uno de los problemas económicos más profundos por la que vienen atravesado las economías latinoamericanas, después del alto desempleo, ha sido precisamente la elevada dolarización<sup>5</sup>, especialmente de las funciones de activo o reserva de valor del dinero y unidad de cuenta.

---

<sup>2</sup> Este término se deriva de la disertación que mantuve con Vittorio Corbo sobre las verdaderas política cambiaria y el ancla nominal para efectos de la política monetaria en el Perú. Aunque él llame al sistema cambiario peruano “crawling peg”, en su “Exchange Rate Regimens in American Is Dolarization the Solution?”, 2002, Sistema Cambiario totalmente diferente al existente en Chile, Canadá y EE.UU.

<sup>3</sup> Uno que maximice los beneficios sociales o que minimice las pérdidas de eficiencia social.

<sup>4</sup> Según, Banco Central de Reserva del Perú, se ha adoptado desde enero del presente año 2002

<sup>5</sup> Lo cual sería muestra de una correlación entre dolarización y desempleo, ya que al no poderse ajustar el mercado de divisas, ni el Tipo de Cambio Real, se generaría un exceso de oferta de trabajo o una insuficiente demanda laboral, generándose desempleo.

Este fenómeno se desencadenó básicamente en los años 1,980s, ante la presencia de los procesos hiperinflacionarios y demás desequilibrios macroeconómicos, por ejemplo, en Perú (3,399% en 1989), Argentina (3080% en 1989) y Bolivia (11,750% en 1985), pero persistieron aún después de dicho fenómeno, en los años 1990, aún cuando la elevada inflación había desaparecido por problemas de *histeresis*. Hay que resaltar que el problema de sustitución de las funciones del dinero de *unidad de cuenta* y de *transacción* del Nuevo Sol en el Perú, también se viene observando en los últimos años. En América Latina, de estos problemas podemos exceptuar a Chile, país en el que después de su crisis financiera de 1982-83, prohibiera la tenencia de depósitos denominados en Dólares norteamericanos en el sistema financiero por parte del sector privado, y creando más bien mecanismos de indexación (menos regresivos) para que todos los individuos sin distinción protejan sus activos de la elevada inflación y no sólo aquellos que tiene fácil acceso a la divisa extranjera (US\$).

Sin duda alguna que para describir el sistema cambiario que viene desarrollando Perú en los últimos años podemos utilizar, sin ser tan creativo, el término *sistema cambiario cuasi-fijo*. Por supuesto que debemos seguir manteniendo una inflación baja y estable, pero sin anclar las expectativas inflacionarias a la evolución del Dólar norteamericano, como lo que en la práctica ha venido existiendo en el Perú en los últimos años, y aún hoy en día, no obstante las fuertes depreciaciones y devaluaciones de los últimos tiempos en Argentina, Brasil, y Chile, entre otras economías de la región, que condujeron a crisis financieras internas; o acaso la economía peruana es muy marginal e imperceptible de la coyuntura internacional? Hay que recordar, por ejemplo, que las devaluaciones hacen más competitivas las exportaciones de un país, al sector turístico, la agroindustria, los mismos que deben ser el motor del crecimiento económico del país y de la generación de puestos de trabajo.

De esta forma el presente documento de trabajo se ha organizado en seis secciones, en la siguiente podemos ver como han evolucionado las crisis financieras producidas por la aplicación de sistemas cambiarios intermedios *cuasi-fijos* en América Latina, Este Asiático y Rusia. En la tercera sección me referiré a las causas y consecuencias de estas crisis financieras, en la siguiente analizaré la persistencia del problema de dolarización en Perú durante la década de 1990, no obstante la eliminación de la hiperinflación y las ganancias de credibilidad del Banco Central; especialmente sobre algunos problemas derivados para economías en desarrollo como la peruana. En la quinta sección me

avocaré a evaluar la posibilidad de crisis financiera en Perú, a la luz de la experiencia en otros países en vías de desarrollo, que experimentaron crisis financieras en el pasado. En la penúltima (sexta) sección expondré los beneficios y costos de una posible dolarización. Finalmente en la última sección (séptima) expondré algunas conclusiones del estudio que bien podrían ser de interés para economías similares a la peruana, vale decir economías pequeñas y abiertas al comercio internacional y a los mercados de capitales.

## **II.- Experiencias Internacionales de Crisis Financieras y Sobre Valuaciones y/o Apreciaciones Cambiarias**

Son muchos los episodios de sobrevaluaciones cambiarias y sus desastrosas consecuencias de crisis cambiarias y/o crisis financieras, a consecuencia de la aplicación de sistemas cambiarios intermedios tales como: Tipo de Cambio Fijo, Cragwling Peg (Tipo de Cambio Reptante) o Minidevaluaciones, Encaje de Convertibilidad, en los cuales precisamente el factor detonante de la crisis ha sido la obligatoria devaluación cambiaria y el correspondiente crack financiero (bancario) y bursátil, con la finalidad de ganar competitividad. En todos los casos se podrá observar también que ha habido desórdenes monetarios y/o fiscales acompañados con comportamientos de Moral Hazard (riesgo moral) por parte de algunos agentes económicos, shocks externos adversos tales como caída de los Términos de Referencia o incremento de la Tasa de Interés internacional, los que gatillaron los desequilibrios reales tales como la caída de las exportaciones, producción y fuerte aumento del desempleo. Sin embargo, en esta sección del documento de trabajo sólo me referiré a las últimas crisis más notorias, registradas en los años 2,000s., 1,990s. y 1980s., en América Latina, Este Asiático y Europa, empezando en orden cronológico por la más reciente hasta la más antigua.

### **2.1.- Argentina en los 2000s**

Sin duda alguna que Argentina provee el ejemplo más reciente de que equivocadas políticas cambiarias son *intertemporalmente inconsistentes* y muy desastrosas para el país. En ese sentido, sus autoridades económicas para combatir el problema de la hiperinflación de los años 1,980s., desencadenado en el periodo de



gobierno de Alfonsín<sup>6</sup>, y como parte de su programa de estabilización aplicado a inicios de los años 90s., optaron por el Ancla Cambiaria para detener la inflación, específicamente por el sistema de Tipo de Cambio Fijo de *Encaje de Convertibilidad* desde el año 1991, que hizo que el país vaya poco a poco perdiendo competitividad en sus actividades exportadoras ante la sobrevaluación de su moneda local.

Este sistema es conocido también con el nombre en inglés de *Currency Board* en donde por cada un U. S. A. Dólar que ingresaba al país, el Banco Central podía emitir un Peso argentino<sup>7</sup>. Este sistema también viene siendo aplicado en Hong Kong (estado chino), pero bajo otras realidades y cultura, pues dicha economía es conocida por sus importantes progresos en los últimos años y por su creíble y sostenida disciplina fiscal; precisamente de esto último ha padecido la economía Argentina a consecuencia del desbordado aumento del gasto público<sup>8</sup> acompañado de denuncias de corrupción en lo más alto de la esfera política. Por ello, emitir una unidad monetaria en Argentina es totalmente diferente que emitir dicha unidad en Hong Kong bajo el mencionado esquema de Encaje de Convertibilidad.

De esta forma, la aplicación de este Ancla Cambiaria trajo como rápido resultado precisamente la reducción drástica de la inflación, sin embargo, el hecho que los agentes económicos hallan seguido atados al Dólar estadounidense, dado la notoria, persistente elevada dolarización en los años 1990, fácilmente puede interpretarse como un *repudio a la inflación*, o puede verse también como que los agentes económicos no le han estado creyendo a la autoridad monetaria de que la inflación alcanzada en los años 90s haya sido la de equilibrio (de largo plazo). Esto también ante la sobrevaluación de la moneda y el esperado desaceleramiento de los sectores transables de la economía especialmente del exportador, situación que más tarde desembocaría en un abultado desempleo, que alcanzó el máximo de 18,3 por ciento de la Población Económicamente Activa a fines del año 2001; haciéndose inevitable y necesaria una devaluación del Peso para ganar competitividad internacionalmente. A estos problemas hay que sumarle la

---

<sup>6</sup> Quien aplicara un conjunto de políticas heterodoxas para contener la inflación.

<sup>7</sup> Este sistema podemos verlo como uno intermedio dentro de los dos sistemas extremos señalados.

<sup>8</sup> Para algunos como resultado de los excesivos gastos de los gobierno regionales. No obstante los denotados esfuerzos de los Ministros de Economía, especialmente de D. Cavallo, por mantener la disciplina fiscal. Por eso, gobiernos que buscan fortalecer este sistema de gobierno descentralizado, como hoy día en Perú, deberían tener muy presente el problema argentino.

corrupción de la desprestigiada clase política por la que atravesó el país, y que ayudó al cese de préstamos de parte de sus acreedores en el mercado internacional<sup>9</sup>.

Sin embargo, posteriormente luego de casi una década Argentina tuvo que abandonar este régimen de convertibilidad (a inicios de los años 2000s) en vista que dicha economía pasaba por serias dificultades precisamente por la sobrevaluación cambiaria y la pérdida de la competitividad de las exportaciones del país, acompañada de caída del producto y una alta tasa de desempleo; con negativas consecuencias para el sistema financiero. Finalmente, el abandono del Encaje de Convertibilidad vino acompañado de una fuerte devaluación del Peso argentino para reactivar su economía buscando hacer a los sectores exportador y turístico más competitivos, y así disminuir el alto desempleo agobiante que a la fecha les sigue afectando y de la misma forma ganar divisas necesarias para honrar sus compromisos de las deudas internacionales que mantiene. Por ejemplo, en los últimos meses vemos que ciudadanos peruanos también acuden a Argentina con divisas compradas en el Perú a un precio muy bajo (un tipo de cambio muy bajo) para comprar productos argentinos<sup>10</sup>. De esta manera se busca reactivar la demanda agregada en Argentina pero por el lado correspondiente al sector externo (es una forma de exportar bienes y/o servicios).

Desafortunadamente el paso de un Tipo de Cambio de 1 Peso argentino por 1 Dólar estadounidense, a 3.5 Pesos argentinos por 1 Dólar, alcanzado en los últimos meses, ha llevado al colapso del sistema financiero, las instituciones bancarias tuvieron que cerrar. Las deudas tomadas por las empresas en moneda extranjera se hicieron impagables dado el problema del mis-match de monedas, ya que las empresas se endeudadas en U. S. Dólar, pero venden sus productos en el mercado local y cobran internamente en moneda local; por lo que con un tipo de cambio más caro, deben pagar una mayor deuda en moneda local.

Así, Argentina nos provee un buen ejemplo de que el Tipo de Cambio sobrevalorado es un subsidio desde un sector importante de la sociedad a otro, el subsidio social puede estar dándose en el momento de la apreciación y/o posteriormente, ya que a la larga todos los ciudadanos terminaron pagando, por ejemplo

---

<sup>9</sup> No obstante hay que resaltar que recibieron una línea de crédito por US\$ 40.000 millones del FMI, en Diciembre del 2000.

<sup>10</sup> Daría la sensación de una falsa bonanza económica para terceros país ya que por ejemplo la capacidad adquisitiva del Nuevo Sol fuera del Perú, como en Argentina, sería más elevada.

a través del “corralito bancario”. En ese sentido, el gobierno argentino decretó a inicios del mes de Diciembre 2002 que los ahorristas sólo podían retirar depósitos hasta por US\$ 250 semanalmente, de esta forma todos los depositantes vienen haciéndose cargo del costo de políticas equivocadas de Tipos de Cambios intermedios. Desde luego que esto perjudica los avances en las políticas de estabilización y de reformas estructurales que se vienen efectuando desde inicios de los años 90s; lo cual representa un costo social adicional y de pérdida de eficiencia de dicha economía en desarrollo.

## **2.2.- Brasil 1999**

Durante los años 1990, el Banco Central brasileño hizo denotados esfuerzos para contener la elevada inflación de los años previos (modelo heterodoxo de Enrique Cardoso), de esta manera decidió utilizar el ancla cambiaria adoptando el sistema de minidevaluaciones (crawling peg) y reintroduciendo el Real brasileño, lo que permitió la devaluación periódica de ésta moneda a una tasa controlada (Plan Real). Al mismo tiempo adoptó una política monetaria restrictiva elevando la tasa de interés, que sirvió como un incentivo para los inversionistas extranjeros atrayendo capitales, y también para incrementar las Reservas Internacionales del Banco Central, buscando también mejorar los ingresos tributarios tras la implementación de una reforma tributaria. Debemos señalar también, que durante esta época persistió la desregulación del sistema financiero.

Sin embargo, a pesar de lograr controlar la inflación Brasil contaba con una elevada tasa de desempleo y un abultado Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos del orden del 4.2 por ciento del PBI en 1998. Asimismo, el Déficit Fiscal era de entre 6 y 7 por ciento del PBI, sin embargo el Déficit Primario no era tan grande, buena parte generado por la política de subsidios al sector privado (sobre todo en préstamos baratos y contratos de construcción)<sup>11</sup>. La deuda con acreedores extranjeros era del orden de 46 por ciento del PBI, la Deuda Externa alcanzaba los US\$ 230 billones, la

---

<sup>11</sup> De acuerdo con información del Banco Mundial, el gasto social en este país sudamericano favorece a los más ricos: 24% es asignado al quintil más rico de la población mientras que el 13% alcanza al quintil más pobre; lo cual fue causado básicamente por el diseño y estructura del sistema pensionario. <http://www.twinside.org.sg/title/brazil-cn.htm>

segunda más grande en el mundo y la mayor parte de ella era mantenida con bancos comerciales principalmente europeos<sup>12</sup>.

Eminentemente, todo esto haría presagiar una necesaria devaluación del Real, esto también dadas las recientes experiencias de crisis financieras Rusa y Asiática, e incluso mexicana, de tal forma que durante el año 1998 el país había perdido unos US\$ 28 billones en fuga de capitales y US\$ 10 billones en 1997. Esto precisamente en la práctica resultaron ser parte del “efecto contagio” de ambas crisis financieras (Rusa y Asiática). Por lo que el Fondo Monetario Internacional otorgó un préstamo del orden de US\$ 41,500 millones al Banco Central brasileño.

De esta forma el Banco Central decidió devaluar el Real en 8% en enero de 1999, sin embargo, finalizando dicho mes el Real se había devaluado en 66% respecto al US\$. Asimismo, la tasa de crecimiento del PBI en 1998 fue de apenas 0,1% alcanzando la tasa de desempleo el 14,1%; cayendo en recesión dicha economía. Nuevamente, como veremos posteriormente, tal como ocurrió en el Este Asiático la combinación de incremento de tasas de interés y política fiscal contractiva (Corea del Sur) llevó a una contracción fuerte del producto y alta tasa de desempleo.

### **2.3.- Rusia 1998**

En el caso de la Crisis Financiera Rusa desencadenada en el verano del año 1998, sin duda alguna fue el resultado de la adopción de una serie de políticas de transformación de dicha economía (en *transición*), desde una estatista o de planificación centralizada a una economía basada en las decisiones de mercado en los años 1990. Al mismo tiempo de acuerdo con la debilidad institucional y estructural, desequilibrios macroeconómicos, reducción del Producto Bruto Interno, desempleo, hiperinflación y la caótica situación política propia de la transición. Sin embargo, las características y efectos en los sectores financiero y real de esta crisis financiera, en donde los aspectos fiscales jugaron un destacado papel, asimismo, el Tipo de Cambio reptante (crawling peg) existente, son muy similares a la de otras crisis financieras de los mercados emergentes, como bien podemos notar en este documento de trabajo.

---

<sup>12</sup> <http://www.twinside.org.sg/title/brazil-cn.htm>

Entre las principales características de la economía Rusa al momento del estallido de la crisis financiera están la constante reducción del Producto Bruto Interno, de hasta alrededor de un 40 por ciento entre los años 1989 y 1996, el elevado Déficit Fiscal consolidado (incluyendo gobiernos regionales y locales), que fue cercano al 5 por ciento del Producto Bruto Interno, las elevadas tasas de inflación y de desempleo que alcanzaban los tres y dos dígitos, respectivamente. Asimismo, la Inversión Bruta Fija en el año 1997 alcanzó apenas el 25 por ciento del nivel del año 1991, como resultado de la necesidad de mantener una tasa de interés elevada dada la aplicación de una política monetaria restrictiva que buscaba defender el Tipo de Cambio ruso (Rublo), asimismo, bajo recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), quien contribuyó al financiamiento de las reformas y programas de estabilización de esta economía en transición en los años 1990.

Desde luego que la reestructuración y liberalización de sectores económicos industriales que por mucho tiempo fueron subsidiados por el Estado, y que acumularon grandes ineficiencias y falta de competitividad fue una tarea muy compleja para los reformadores de la época. De esta forma las autoridades rusas emprendieron un proceso de privatización entre los años 1992 y 1994 pero sin una adecuada regulación, ni supervisión, el nuevo sistema de propiedad privada resultó en una concentración de los derechos de propiedad en manos de los administradores de las compañías, los que al mismo tiempo no contaban ni con incentivos, ni capital suficiente, para hacer las transformaciones o mejoras respectivas. Asimismo, el proceso de privatización resultó en la concentración de la riqueza en muy pocas manos, dando paso a otras altas clases sociales, lo que exacerbó las tensiones políticas y el desencanto de buena parte de la población generándose conflictos sociales.

La política monetaria restrictiva sumada a la ausencia de supervisión del mercado financiero, tuvo por su parte una influencia también negativa que contribuyeron a gatillar la crisis financiera rusa, de esta forma se llevaron a cabo diversas operaciones especulativas, como resultado el crédito total del sector no público (como porcentaje del PBI) cayó fuertemente, y se mantuvo en ínfimos niveles de alrededor del 10 por ciento. Asimismo, el sector público fue caracterizado por una escasa transparencia e irregularidades en su actuación, llevando a cabo reformas por el lado del gasto público y la recaudación tributaria. Por su parte, el déficit en los fondos

pensionables fue sin duda alguna uno de los factores que contribuyeron a la formación de los grandes in-balances fiscales en esta economía en transición.

A todo lo anterior se sumo los efectos adversos de la Crisis Financiera Asiática de 1997 y 1998 que contribuyó a deprimir la demanda de productos de exportación rusos y de sus Términos de Referencia (TOR), toda vez que esta economía es un importante exportador de recursos energéticos y de otros commodities, que conforman un 80 por ciento de sus exportaciones. Por lo que nuevamente, fue también un shock externo adverso (la crisis financiera asiática) lo que contribuyó a gatillar dicha crisis financiera, el cual ha sido denominado por algunos autores *efecto contagio*.

#### **2.4.- Este Asiático 1997**

Las fuertes sobrevaluaciones cambiarias resultantes de políticas de Tipo de Cambio Fijo por prolongados años<sup>13</sup>, elevados in-flujos de capitales en los años 1980s y 1990s sin una adecuada regulación ni supervisión financiera, sobreendeudamientos avalados implícitamente por los gobiernos de turno ex ante del estallido de la crisis financiera, entre otros desequilibrios macroeconómicos, tales como elevados Déficits en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, llevaron a que dichas economías llamadas los Tigres Asiáticos (Hong Kong, Singapur, Corea del Sur y Taiwán), Tailandia, Indonesia Malasia y Filipinas se vieran obligados a devaluar fuertemente sus monedas domésticas (Radelet y Sachs, 1998), desde junio de 1997. Habiendo sido Tailandia el origen de la crisis (y al igual que Corea del Sur uno de los más perjudicados), en tanto que Singapur fue la economía menos afectada (seguida de Malasia); al mismo tiempo para algunos autores esto último se debió más como resultado de *efecto contagio* antes que por *debilidades de variables macroeconómicas (weak fundamentals)*.

Aunque para algunos el colapso financiero asiático fue la crisis menos anticipada, para otros economistas académicos si existieron indicios y elementos de predictibilidad en dicha crisis, tales como los desequilibrios macroeconómicos mencionados anteriormente. Como bien han señalado Radelet y Sachs (1998) existirían algunas similitudes entre la crisis financiera asiática (segunda mitad de 1997) y la

---

<sup>13</sup> Por ejemplo, el Baht tailandés se había cotizado durante 10 años a 25 unidades por Dólar hasta el 2 de julio de 1997. Stiglitz, J., 2002.

mexicana (que estallará en diciembre, 1994). Por ejemplo, ambas crisis se efectuaron después que Corea del Sur fuera admitido al club de los países avanzados la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en 1996, y México al North American Free Trade Agreement (NAFTA), que entró en vigencia en 1994, lo cual llevó a sobre-inversiones y sobreendeudamientos, pues se sobrevaloraron las expectativas de prosperidad económica por parte de inversionistas privados. Asimismo, debemos señalar que en la crisis financiera latinoamericana de los años 1980, la sobrevaluación de la moneda local y el sobreendeudamiento con acreedores externos también estuvieron presentes; como veremos en las siguientes secciones.

Por otro lado, siguiendo a los mismo autores Radelet y Sachs (1998) y también a Krugman (1998), entre las características de las economías asiáticas de pre-crisis que no llevaron a anticipar la crisis financiera están por ejemplo el hecho de que el desequilibrio de las Cuentas Fiscales (con grandes déficits, muchas de las veces monetizados), que fueron en cierta forma el eje central de la Crisis de Deuda de América Latina en los años 1980s, no estuvo presente en el Este Asiático. Por el contrario estos países mantenían un saludable Superávit Fiscal, asimismo, el Ahorro Nacional y la tasa de inversión eran muy altas (se registraba una sobre-inversión), lo cual podría verse únicamente como síntoma de bonanza económica y no así de malestar económico. Aunque lamentablemente la sobrevaluación de las monedas locales (Won, Bath, Ruphia, Ringgt, etc.) con respecto al U.S.A. Dólar y a la canasta de monedas de sus mayores socios comerciales era evidente, deteriorando sus comercio exteriores de bienes y servicios y sus Cuentas Corriente (Zhuang and Dowling, 2002).

Por su parte, siguiendo el Sistema de Alerta Temprana (EWS) que incluye el comportamiento de diversos variables económicas más allá de un umbral y utilizando variables diferentes a las tradicionales evaluadas en modelos de predicción de crisis financieras, como el ratio entre el Endeudamiento de Corto Plazo y las Reservas Internacionales Netas del Banco Central y centrándose sólo en algunos países, con la finalidad de reducir el problema de la heterogeneidad, Zhuang y Dowling (2002) encuentran que la crisis financiera asiática fue causada sobretodo por debilidades de algunas variables económicas fundamentales, antes que sobrerreacciones del mercado o el pánico de los inversionistas. Dichos autores utilizan datos mensuales desde 1970 hasta 1995 para Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia, para la elaboración de dicha Alerta; encontrando que el Tipo de Cambio había sido más

volátil Indonesia, Corea del Sur, Filipinas y Tailandia, respecto a Malasia y Singapur durante los años 1970 y 1997<sup>14</sup>. Asimismo, concluyen que las Cuentas Corriente y de Capital de la Balanza de Pagos son en promedio más veraces para evaluar la vulnerabilidad a una crisis financiera.

Asimismo, de acuerdo con Cipollini and Capetanos (2006) quienes analizan el papel del mercado de capitales en la propagación de la crisis de Balanza de Pagos en Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia en 1997 y 1998, utilizando la base de datos del Bank for International Settlements (BIS); encuentran que el Ratio de Deuda Externa Bancaria respecto al stock de Reservas Internacionales, es un buen predictor de las crisis monetarias en Tailandia y Corea del Sur. Además, que la Deuda Externa Total es un buen predictor de la Crisis financiera en Corea y Malasia, y la Deuda Externa de corto plazo en Filipinas; respectivamente. Estos autores enfatizan que la mayor parte de los créditos internacionales tomados por los inversionistas en estos países con acreedores extranjeros eran de corto plazo, dejando obviamente a estas economías muy vulnerables a shocks externos.

Entre las desastrosas consecuencias del estallido de esta crisis financiera están las salidas masivas de capitales en el segundo semestre de 1997, que llegaron a niveles inimaginables de unos US\$ 105 billones. Por eso esta crisis, al igual que otras, puede entenderse también como resultado de un sobreendeudamiento de capitales internacionales (sobretudo de corto plazo), tanto por parte del sector privado, así como implícitamente por parte de los gobiernos de turno (quienes en algunos casos sirvieron de avales), sin un adecuado respaldo con Reservas Internacionales del Banco Central, seguido de un notable e inminente retiro de dichos fondos (repatriación de capitales) ante la posibilidad de defaults.

Con respecto al papel que jugaron los organismos financieros internacionales, tal como el Fondo Monetario Internacional (FMI) podemos señalar que algunas de sus recomendaciones más bien empeoraron el panorama socioeconómico de los países asiáticos, especialmente en Corea del Sur. Por ejemplo, recomendaron el incremento de la tasa de interés y la contracción del gasto público, lo cual condujo a contraer aún más la actividad económica, reduciéndose el Producto Bruto Interno y generando un

---

<sup>14</sup> Zhuang and Dowling (2002), "Causes of the 1997 Asian Financial Crisis: What Can an Early Warning System Model Tell Us?"



incremento de la tasa de desempleo. Asimismo, prohibieron encajar o establecer requerimientos de reservas para los capitales de corto plazo que ingresaban al país, posteriormente las experiencias de Malasia y Chile (en América del Sur) demostrarían que hubiera sido mucho mejor la implementación de encajes a los capitales de corto plazo para dichas economías.

De la misma forma, no se observó una destacada participación directa de Estados Unidos de América en el rescate a dichas economías, a diferencia quizá de la cooperación que otorgara a su vecino país del sur en la Crisis Mexicana de fines de 1,994; como veremos en la siguiente sección. Sin embargo, según el ex Premio Nobel en Economía Joe Stiglitz (2002) el total de los paquetes de rescate financiero, incluyendo el apoyo del Fondo Monetario Internacional y de los países que conforman el Grupo G-7<sup>15</sup>, fue de unos US\$ 95.000 millones; esto precisamente para tratar de evitar los ataques especulativos contra sus monedas locales.

Finalmente, al respecto de la crisis financiera asiática hay que resaltar que al final el Estado en estas economías se hizo cargo de buena parte de las deudas que habían sido tomadas por los bancos nacionales privados con las instituciones financieras internacionales. Definitivamente que esto constituyó un claro subsidio a las erróneas decisiones de negocios implementados por algunos inversionistas privados y avalados implícitamente por los Estados asiáticos bajo el esquema de Tipo de Cambio Fijo (como por ejemplo, los llevados a cabo por *chaebols*), los cuales llevaron a mantener Tipos de Cambios baratos por muchos años para facilitar las importaciones de algunos bienes, especialmente de capital (inversión). A esta situación se le ha atribuido precisamente parte del éxito de la políticas económicas e industrialización en Corea (una de las tres “Lows”) en los años 70s y 80s<sup>16</sup>.

## **2.5.- México, Diciembre de 1994**

Por su parte, la economía mexicana también a consecuencia del sistema de Tipo de Cambio Fijo (con minidevaluaciones) que mantuvo por un largo periodo, al igual que el elevado Déficit de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, elevada Deuda Pública

---

<sup>15</sup> Conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido; países industrializados con importante participación en el ámbito económico, militar y político en el mundo.

<sup>16</sup> Al igual que las bajas (ii) tasa de interés y (iii) precio del petróleo.

interna y externa (Licona, 2011), sufrió una fuerte sobrevaluación cambiaria<sup>17</sup>, que desembocó en una necesaria y fuerte devaluación de su moneda local (el Peso mexicano), desde diciembre de 1994 y en el verano del año 1995. Lo cual llevó a fuertes pérdidas de Reservas Internacionales del Banco Central, el aumento en la tasa de interés, con la intención de defender su moneda local, y a la caída de los índices bursátiles, que también afectó tanto a países emergentes (especialmente de Latino América), así como a países industrializados; a esto último precisamente se le conoció con el nombre de “Efecto Tequila”.

Esta crisis financiera se hizo inminente también después que empezarán a retirarse los capitales que afluyeron al mercado mexicano estrictamente desde fines de los años 80s, hasta el año 93 y tras el sobreendeudamiento del sector privado<sup>18</sup>. Es preciso señalar que ya en 1976 también había ocurrido una crisis motivo de la fuerte devaluación monetaria, y tras una severa apreciación de su moneda local (el Peso). Asimismo, debemos recordar que dicho influjo de capitales se debió también a las reformas de apertura financiera y comercial y a la privatización de empresas públicas que se implementaron durante el gobierno de Salinas de Gortari (1988-1994).

Sin duda alguna que la crisis financiera de 1994 de algún modo fue consecuencia de la irracional y desmedida liberalización y aperturas comercial y financiera, llevadas a cabo desde mediados de los años 80s, sin casi ningún tipo de supervisión ni regulación bancaria. Se llegó a un sobreendeudamiento de las instituciones financieras privadas, aumentando fuertemente el índice de las carteras vencidas. Esto también como consecuencia de alguna forma del sobredimensionamiento de los beneficios esperados del Tratado de Libre Comercio (TLC) que firmara México con economías industrializadas de Norteamérica Estados Unidos y Canadá, conocido como NAFTA (North American Free Trade Agreement), en 1994, y la misma situación de crecimiento económico que vivía la Región Latinoamericana en ese período.

Ante la inminente Crisis y los problemas de Balanza de Pagos, el Gobierno mexicano recurrió a fuertes endeudamientos con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para evitar los desequilibrios en sus cuentas financieras, así como con el Tesoro de los Estados Unidos, quienes lo apoyaron con fuertes líneas de créditos del orden de

---

<sup>17</sup> Como parte del “Plan Pacto”, con el gobierno de Carlos Salinas de Gortari, para evitar las macrodevaluaciones suscitadas en los sexenios pasados, así como frenar el alza de los precios.

<sup>18</sup> Entre 1989 y 1993, el incremento de la deuda privada no financiera fue de más de 300%.

US\$ 40.000 millones, e hipotecando su producción futura de petróleo. De esta forma el año 1995 los mexicanos terminaron con una Deuda Externa del orden de US\$ 158,000 millones. Por ello la presencia de un Tipo de Cambio barato en México en el periodo de precrisis fue una clara forma de subsidio a la demanda de moneda extranjera para la importación de bienes y servicios ya sean finales o intermedios y la marcha de algunos proyectos de inversión quizás de sectores económicos no transables, y poco rentables.

Indudablemente que esto último podría haber ocasionado que sea el boom de las importaciones de bienes finales e intermedios, antes que el descenso de las exportaciones de bienes y servicios, la causa de la ampliación del Déficit Comercial, ya que por el contrario las exportaciones crecían. Asimismo, la presencia de elevadas tasas de interés por un lado para controlar la inflación, así como para evitar la fuga masiva de capitales, llevó a una contracción de la actividad económica del orden de -7 por ciento del Producto Bruto Interno y a una clara tendencia deflacionista. El resultado general de la economía mexicana fue el estancamiento de la producción y el fuerte aumento del desempleo y de los índices de pobreza, la misma que en 1996 alcanzó a unas 40 millones de personas.

## **2.6.- Chile de 1982 y la Crisis de la Deuda en Latinoamérica**

Luego de la caída del gobierno populista y socialista de Salvador Allende en Chile, Septiembre de 1973, el que se había desencadenado en un desastroso proceso hiperinflacionario, alta tasa de desempleo, desequilibrios fiscales, políticos y externos, entre otros malestares engendrados en todas las *políticas populistas*<sup>19</sup>; el gobierno militar en un contexto de pérdida de credibilidad del Peso chileno emprendió un largo y relativo exitoso programa de estabilización macroeconómica. La eliminación de la inflación se logró en promedio en un lapso mayor a 20 años, aplicando durante el mismo período diversos tipos de Anclas Nominales. Algunos autores precisamente sostienen que en los últimos cuarenta años Chile ha experimentado virtualmente todo el menú de opciones, a excepción de la dolarización (Morandé y Tapia, 2002).

Así por ejemplo, equivocadamente durante los años 1978-82 de pre-crisis (de la deuda), se trató de controlar la inflación con un Ancla de Tipo de Cambio nominal, del tipo *crawling peg* (*Tipo de Cambio Fijo con minidevaluaciones*), la que tuvo una corta duración de cuatro (4) años y con una lastimoso final. De este modo, al haberse

---

<sup>19</sup> Por ejemplo, para el caso peruano véase el primer gobierno de A. García de fines de los años 1980s.

sobrevaluado el Peso chileno durante estos años, en 1982 tuvo el gobierno que devaluar fuertemente, con consecuencias desastrosas para el sistema financiero doméstico, e incluso en el sector real chileno; quebrando algunos bancos locales. Esto último también por el descalce de monedas, pues muchos negocios y familias se endeudaron en moneda extranjera, mientras que sus ingresos por venta de su producción, o por ingresos laborales, respectivamente, era en moneda local (Peso chileno) y no en moneda extranjera (US\$).

Básicamente la sobrevaluación fue resultado de la aplicación de una política de Tipo de Cambio Fijo en la que se buscaba que las devaluaciones preanunciadas sean inferiores a la tendencia de la inflación (Edwards, 2000), de esta forma se trató de jugar con las expectativas de los agentes económicos pensando equivocadamente sólo que ellos tenían *expectativas adaptativas* y no *expectativas racionales*<sup>20</sup>; lo que llevó a que el Tipo de Cambio se sobrevaluara fuertemente. Esto mismo originó la presencia de un elevado e insostenible Déficit de Cuenta Corriente de Balanza de Pagos, que alcanzó en 1981 un poco más de 14 por ciento del PIB, y a lo que se agregó también la desfavorable coyuntura internacional de fuerte incremento de las tasas de interés internacional y con ello del costo de endeudamiento externo de todos los países Latinoamericanos. Como consecuencia se secaron los mercados de capitales internacionales y se restringió el financiamiento de los organismos financieros internacionales (multilaterales) y de la banca internacional privada; era eminente que había empezado la llamada “crisis de la deuda”, o “la década pérdida” en Latinoamérica.

Tras la necesaria intervención de rescate al sistema financiero por parte del Estado chileno para contrarrestar los efectos de la crisis cambiaria y financiera a través del Banco Central, la carga pública de la deuda privada ascendió en promedio a los cuatro mil millones de Dólares de Deuda Externa al hacerse cargo de los pasivos de los bancos privados intervenidos y cerrados<sup>21</sup>. Esta carga que el Banco Central tuvo que asumir y que hasta el día de hoy todos los ciudadanos chilenos la financian, por ejemplo, a través de sus pagos de impuestos, puesto que forma parte de su Déficit

---

<sup>20</sup> La Teoría de las Expectativas Racionales indica que los individuos para formar sus expectativas sobre el futuro de la economía no sólo consideran como información relevante la inflación pasada, sino toda la información existente, incluida sus propias proyecciones sobre el devenir económico.

<sup>21</sup> Larraín, Felipe. y Vergara, Rodrigo. “La Transformación Económica de Chile”, Centro de Estudios Públicos, CEP. Chile, 2000.

Cuasi-fiscal. Esto es realmente un ejemplo de subsidio implícito al Tipo de Cambio que fue asumido por todos los miembros de la sociedad, ya que por ejemplo durante el periodo de Tipo de Cambio barato se incrementó fuertemente la importación de algunos bienes suntuarios, como autos, provenientes del extranjero<sup>22</sup>.

Como bien han señalado Larraín y Vergara (2000), el subsidio o más elegantemente llamado en Chile la socialización de deuda de la banca privada, se reflejó en los diversos programas de apoyo de deuda a las instituciones financieras y a los deudores privados, lo cual muestra que finalmente los subsidios fueron directos a través de: (i) Tipos de Cambio preferenciales para deudores en Dólares del sistema financiero, (ii) el Banco Central chileno asumió deudas por préstamos provenientes de los bancos liquidados, (iii) el remate de los depositantes por medio de préstamos de urgencia canalizados por el Banco Central, (iv) la reestructuración de las deudas de los “deudores productivos nacionales” o de las empresas nacionales, (v) la venta de los préstamos más riesgosos de los Bancos Privados al Banco Central, pero con la obligación de recompra. Entre otras modalidades que permiten ver que el Estado asumió directamente el costo de la crisis bancaria y financiera, luego de haber adoptado relativos Tipos de Cambios Fijos por largos años.

Cabe precisar que el episodio chileno de los años 1980 estuvo relacionado con la llamada *Crisis de la Deuda en Latinoamérica*, siendo precisamente el más representativo. Durante este periodo diferentes países de la región por ejemplo Perú y Bolivia, se enfrentaron no sólo a elevadas Tasa de Interés, sino también a bajos Términos de Intercambio o Referencia, siendo incapaces de honrar los billones de US\$ por servicio de sus Deudas Externas, en un contexto en que mantenía *Tipos Cambios cuasi-fijos*. El fuerte incremento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos que tuvo como origen la política anti-inflacionaria del Presidente Ronald Reagan, hizo que la tasa de interés se eleve alcanzando los dos dígitos; en tanto que la reducción de los Términos de Referencia fue causada básicamente por el fuerte incremento del precio internacional del petróleo decretado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el bajo precio de los commodities de

---

<sup>22</sup> Esto precisamente me lo explico un taxista en Santiago a inicios de los años 2000.

exportación de los países Latinoamericanos, ante las política monetaria contractivas en Norteamérica<sup>23</sup>.

De esta forma los créditos internacionales provenientes de los bancos internacionales comerciales acreedores hacia la región Latinoamericana fueron interrumpidos, llevando a los países a solicitar la reprogramación de sus deudas, no siendo sujetos de crédito; lo que a su vez condujo a los países de la región a una situación de stangflación (combinación de inflación y recesión del aparato productivo). Asimismo, los créditos internacionales voluntarios y el flujo de capitales a los gobiernos y al sector privado fueron severamente interrumpidos hasta fines de la “década pérdida”<sup>24</sup>.

### **III.- Causas y Consecuencias de las Crisis Financiera**

De las desastrosas experiencias internacionales de crisis financieras bajo sistemas cambiarios intermedios, tales como Caja de Convertibilidad, Tipo Cambio Fijo, Crawling Peg o minidevaluaciones observada en la segunda sección del presente documento de trabajo, las mismas que también fueron generadas por desbalances fiscales, malos manejos en las políticas cambiarias y monetarias, insuficientes regulaciones en el mercado financiero doméstico, vaivenes y crisis políticas, shocks externos adversos, podemos deducir las siguientes causas y consecuencias de las “crisis cambiarias y/o financieras” en el mundo.

#### **3.1.- Entre las causas podemos señalar:**

Si bien es cierto, de acuerdo con el análisis de la segunda sección, algunas causas han estado presentes de forma simultánea en más de una crisis financiera, en otras han habido elementos adicionales o diversos:

(i) La fuerte sobreapreciación o sobrevaloración de los Tipos de Cambio Reales al haber permanecido los Tipos de Cambio Nominal cuasi-fijos por mucho tiempo, con algunas intervenciones para evitar grandes fluctuaciones, o como resultado de políticas

---

<sup>23</sup> Además, los países Latinoamericanos son importadores de Petróleo y exportan materias primas.

<sup>24</sup> Posteriormente se inicio del Plan Brady para contribuir al refinanciamiento de la Deuda Externa, asimismo, a la normalización de sistema financiero a inicios de los años 1990. El primer país en acogerse fue México, posteriormente Argentina, Brazil, Costa Rica, Ecuador, Panamá, Perú, Uruguay and Venezuela.

de minidevaluaciones, las mismas que en general llevan a sobreapreciaciones cambiarias nominales y reales, permitiendo el abaratamiento del Dólar norteamericano en los países afectados (Krugman, 1979)<sup>25</sup>. Cabe señalar que estas sobrevaluaciones cambiarias también pueden ser el resultado de un exceso de inlfujos y oferta de divisas en el mercado doméstico tras la abundante afluencia de recursos provenientes de los mercados de capitales internacional, como en los años 70s (petrodólares) en Latinoamérica, y 90s hacia las economías emergentes Latinoamericanas Brasil y Argentina.

(ii) El sacrificio de las actividades de los sectores *transables*, respecto a las actividades de los sectores *no transables*; el estancamiento o la caída del sector exportador<sup>26</sup> y de los que producen bienes sustitutos de las importaciones. El boom de las actividades no transables poco competitivos, como de los servicios domésticos y el auge del sector construcción, precisamente al no estar expuestos a la competencia internacional; es decir una expansión en la inversión de los proyectos de los sectores de bienes no transables a expensas de los sectores transables (sector exportador, turístico). Todo esto origina que el Tipo de Cambio Real (PT/PNT), visto como la relación de precios de Bienes Transables (PT) y precios Bienes no Transables (PNT) caiga precisamente, lo cual hace que la actividad económica en general se contraiga generándose un fuerte desempleo.

(iii) La disminución o el estancamiento de las exportaciones de bienes y servicios al verse precisamente desincentivado dicho sector, de acuerdo con el reducido Tipo de Cambio Real, lo cual lleva a una desaceleración del crecimiento económico o a una caída del producto; de esta forma el país gasta por encima de lo que produce, asimismo, invierte más de lo que ahorra. Esta situación, así como el posible exceso de las importaciones a causa de un Tipo de Cambio barato hace que la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se haga muy deficitaria, exacerbándose aún más las expectativas devaluatorias y de crisis financiera (*weak of macro fundamentals*, de acuerdo con modelo de crisis de Balanza de Pagos).

(iv) Podemos agregar algunas causas que originaron especialmente la *Crisis Rusa* la misma que provino de los prolongados efectos de la crisis asiática (efecto

---

<sup>25</sup> Krugman (1979). Modelos de Primera Generación de Crisis de Balanza de Pagos.

<sup>26</sup> Entre los años 80 y 82 cayeron en mil millones de dólares, de US\$ 4.705.3 a 3.705.7 millones en Latinoamérica.

contagio), por un lado, así como de los desórdenes de carácter político derivados del comportamiento de los representantes del gobierno y de oposición política. Asimismo, por más que se subestime su participación en la economía mundial tuvo efectos importantes por ejemplo en América Latina; repercutiendo especialmente en Brasil (por lo que para algunos fue el *efecto contagio* lo que gatilló esta crisis) y Argentina.

(v) El elevado endeudamiento estatal y/o privado con acreedores extranjeros (implícitamente avalados por el Estado), el volumen de los préstamos en moneda extranjera para el financiamiento de los proyectos de inversión no sólo aumenta en el Sistema Bancario y Financiero formal, sujetos a una posible adecuada regulación y supervisión bancaria y financiera (¡si existiera!), sino también en el sector informal, muchas veces no sujeto a garantías ni regulación. Precisamente esto último fue una de las causas de la crisis financiera asiática (Radelt y Sachs, 1998): el sobreendeudamiento del sector privado con garantías de los Estados.

(vi) Una factor poco tratado por los autores hasta el momento ha sido la hipótesis de *moral hazard*, riesgo moral en español, incurrida no sólo por parte de la clase política, sino también por los agentes económico, esto precisamente ante la escasa regulación del sistema financiero. De esta forma, algunos agentes económicos privados al ser implícitamente avalados por los gobiernos de turnos procedían a sobre-endeudarse para invertir en actividades riesgos o poco rentables, haciéndose imposible la devolución de dichos préstamos; lo ocurrido por ejemplo en el este asiático. Esto también de acuerdo con Akerlof and Romer (1994), especialmente cuando el mercado financiero se encuentra desregulado, sumado a la inestabilidad política que acrecienta el riesgo país, el riesgo devaluación del tipo de cambio, el riesgo soberano, etc., incrementándose el costo de financiamiento.

Todo esto contribuye a la necesarias intervención de las autoridades económicas, por ejemplo el Banco Central, con posteriores devaluaciones, pero no obstante cabe resaltar que existen crisis financieras impredecibles, para algunos sería el caso de los países asiáticos (Tigres Asiáticos), aunque para otros si hubieron elementos de desequilibrios que la hacían presagiar, pues la verdad es que al final ni Krugman la pudo predecir.



### **3.2.- Entre las posibles consecuencias de la crisis cambiaria y financiera están:**

Las consecuencias de las crisis financieras varían, dependiendo de su magnitud, sus orígenes, cómo estas han sido tratadas o mitigadas, veamos las más resaltantes:

(i) La quiebra generalizada y el consecuente cierre sistemático de las instituciones financieras bancarias, los bancos se vuelven ilíquidos, se descapitalizan y colapsan. Asimismo, los costos financieros aumentan significativamente ante el estallido del riesgo país, los acreedores entran en pánico; además, los préstamos generalmente son tomados a tasas de interés variables.

(ii) Las fuertes restricciones de los créditos internacionales y de los créditos domésticos, sin poder financiar ni siquiera el capital de trabajo, ahora ningún banco extranjero deseará prestar a los bancos nacionales.

(iii) La retención y muchas veces sin devolución de los depósitos de las personas pues éstas también asumen los costos, lo cual constituye una modalidad de expropiación. Un ejemplo reciente es el caso de los argentinos en los años 2000s, a esto se le ha llamado en términos populares *corralito bancario*.

(iv) El incremento de los costos de financiamiento de los nuevos proyectos de inversión privado y público, llevando a una contracción de la actividad económica, y sus consecuencias de estancamiento económico y aumento en el desempleo.

(v) La contracción fiscal y sobretudo el endeudamiento (o mayor endeudamiento fiscal) al asumir gran parte de los endeudamientos privados el fisco, especialmente al salir al rescate de las instituciones financieras quebradas a través del Banco Central, desempeñando éste su función de prestamista de último recurso; o a través de intervenciones directas por parte de bancos de fomento estatales.

(vi) Pánico, crisis y desorden social tras la reclamación de la devolución de los depósitos. En Argentina por ejemplo en los últimos años tuvo que declararse el estado de sitio, reduciéndose así la productividad total de factores (PTF) de la economía; ahuyentándose las actividades turísticas.

Cabe precisar que estas consecuencias, de acuerdo al análisis, son especialmente para mercados emergentes y/o países en vía de desarrollo, quienes necesitan de influjos de capitales, especialmente de Inversión Extranjera Directa para financiar su

crecimiento económico. La historia para los países desarrollados o industrializado es otra.

### **3.3.- La apreciación o sobrevaluación cambiaria como un subsidio regresivo**

La experiencia internacional demuestra que los Tipos de Cambios baratos son una forma de subsidio implícito para aquellos demandantes del mismo, y que al final el costo es asumido por toda la sociedad, pagándose tanto en el presente como en el futuro. En el presente se paga con una economía recesada producto de un sector externo apretado a consecuencia de ínfimas exportaciones, escasas actividades turísticas, alto desempleo, bajas tasas de crecimiento, si es que la hubiera, que afecta especialmente a los más pobres<sup>27</sup>. Por ejemplo, el trigo importado con un Tipo de Cambio Bajo (barato) o sobreapreciado compite deslealmente con el trigo nacional puesto que los agricultores nacionales deben de venderlo a un precio real mayor resultante de los costos en que incurren para su producción: energía, mano de obras, costos administrativos, tributarios, entre otros.

En el futuro, cuando gobiernos que actúan responsablemente ven que es inevitable proceder a fuertes depreciaciones o devaluaciones, ya que se vive con un Tipo de Cambio artificial y/o subsidiado, tratando de evitarlo y tratando de ganar competitividad en sus exportaciones de bienes y servicios, los Bancos Centrales tienen que salir a rescatar al Sistema Financiero (privado y/o público) debido a diferentes razones, teniendo que aperturar líneas de crédito especiales para el rescate de los Bancos privados y facilidades para que los prestatarios domésticos puedan repagar sus deudas.

Así, entre los que más se benefician de dicho subsidio están: (i) los importadores, que fácilmente adquieren divisas para realizar sus transacciones, la demanda de divisas es una demanda derivada necesaria para la compra de bienes en el extranjero. (ii) Los que se endeudan en moneda extranjera, puesto que la experiencia demuestra que el Estado les otorga un Tipo de Cambio preferencial para que ellos una vez de haber estallado la crisis puedan cumplir con sus obligaciones o endeudamientos. (iii) Las familias que realizan adquisiciones de bienes duraderos que son importados, tales como autos, electrodomésticos, etc., que no precisamente son los más pobres sino aquellos individuos pertenecientes a clase desde la clase social media hacia las más altas.

---

<sup>27</sup> Kray y Dollar, "Growth is Good for the Poor", 2000.

No obstante lo anterior, técnicamente la teoría económica admitiría subsidios siempre y cuando la demanda de bien o servicio genere un beneficio marginal social mayor al beneficio privado (externalidad positiva), pero en este caso es más bien lo contrario, ya que el beneficio privado es mayor al beneficio social, por lo que más bien la teoría económica admitiría impuestos, es decir un Tipo de Cambio más elevado. Por el lado de los costos, la teoría económica admitiría subsidios siempre y cuando el costo social sea menor al costo privado, pero nuevamente nos encontramos con que el costo social (o el precio social) de la divisa es mayor que el privado, por lo que debería más bien colocarse un impuesto. Finalmente, al respecto debe tenerse presente que en una economía con distorsiones como la peruana, el Tipo de Cambio Social es mayor que el Tipo de Cambio Privado.

#### **IV.- Persistencia de la dolarización en el Perú en los años 1990s y 2000s**

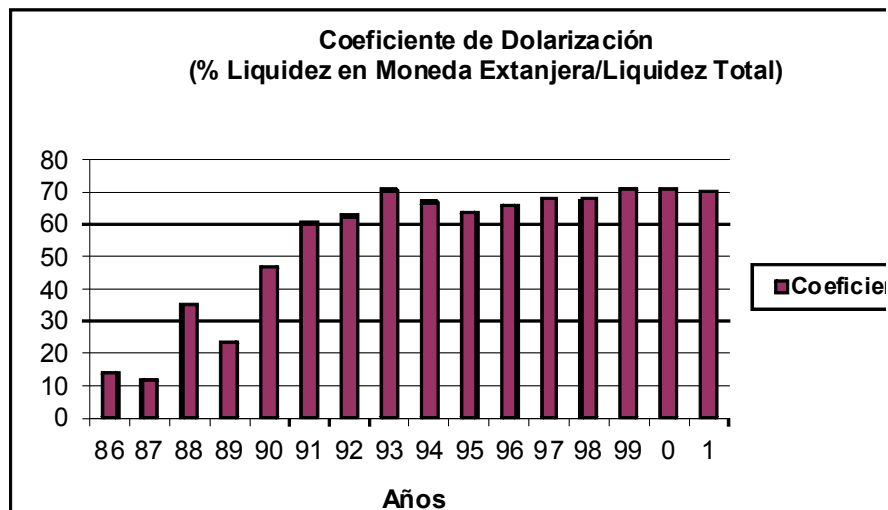
Hoy en día, en un contexto de estabilidad de precios (inflación controlada) y de Tipo de Cambio *cuasi-fijo*, la elevada dolarización de los últimos años indudablemente esta sumiendo al país en una ineficacia de la política monetaria, en un estancamiento de las actividades transables y en un fuerte desempleo, a pesar del espíritu optimista de las autoridades económicas, y del mismo hecho de que para el año 2002 las proyecciones de crecimiento sean las mejores de la región. Hay que resaltar que el coeficiente de dolarización, definido como el ratio de liquidez en moneda extranjera entre liquidez total<sup>28</sup>, se incrementó fuertemente durante el periodo de elevada inflación. Asimismo, permaneció entre los años del proceso hiperinflacionario de fines de los 80s (García 1985-2000), persistiendo aún hoy en día<sup>29</sup>. Posteriormente, en los años 90s el fuerte la liberalización de la cuenta de capitales y el fuerte influjo de estos al país también han contribuido a su persistencia.

---

<sup>28</sup> Coeficiente de Dolarización = Liquidez en Moneda Extranjera / Liquidez total

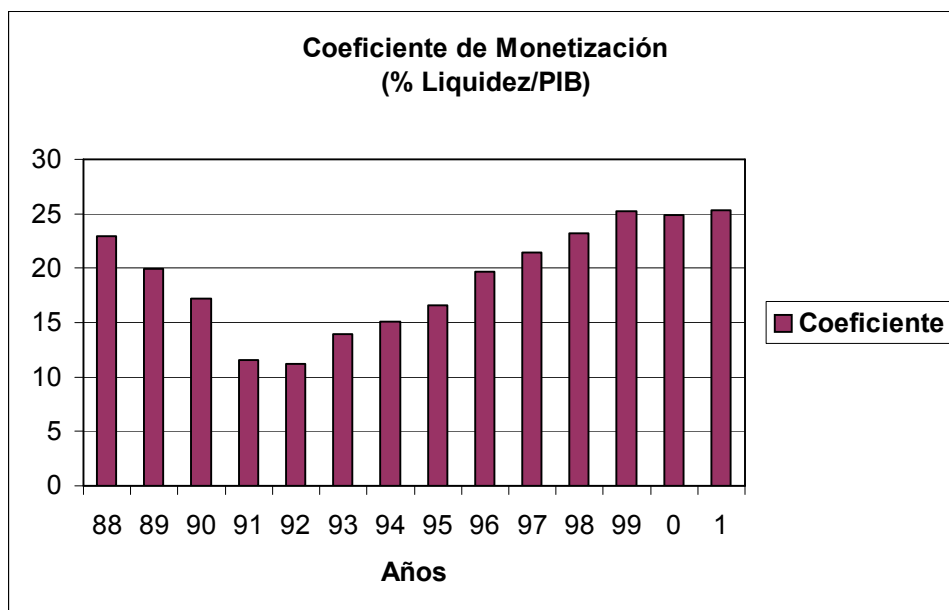
En donde, Liquidez total = Liquidez en Moneda Nacional + Liquidez en Moneda Extranjera

<sup>29</sup> Hay que señalar que la represión y fuerte regulación al mercado financiero en los 80s, así como la masiva fuga de capitales hacia el extranjero contribuyeron a que en los 80s, el coeficiente de dolarización muestre aparentemente ser menor al existente en los años 90s.



A partir de 1992, cifras promedio del periodo. Antes cifras de fin de periodo.  
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú/Elaboración del autor.

Asimismo, al iniciar el referido periodo de alta inflación el tamaño del sistema bancario<sup>30</sup> empezó a decrecer fuertemente, desde niveles del 19,3 por ciento del PIB en 1973 a niveles de 12,6 por ciento en 1979, llegando posteriormente hasta un 5 por ciento en 1990, año en que se alcanzó el peak inflacionario de 7.650 por ciento.



A partir de 1992, cifras promedio del periodo. Antes cifras de fin de periodo.  
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Hay que señalar que el proceso de desintermediación financiera transcurrió dentro de un periodo de excesivo intervencionismo estatal en el mercado financiero doméstico y excesiva regulación en la cuenta de capitales, características de la

<sup>30</sup> Medido como la razón de Liquidez del Sistema Bancario Total / Producto Bruto Interno

aplicación del modelo heterodoxo del gobierno de García (1985-2000). Por ejemplo, existieron tasas de interés y tipos de cambios múltiples, tasas de interés máximas, créditos direccionados a través de la banca de fomento, encajes marginales excesivos, entre otras medidas sobreregulatorias financieras y bancarias, y que a la vez una tremenda corrupción (en el caso del Dólar del Mercado Único de Cambio - MUC). Asimismo, en un contexto de problemas en el sector externo tales como impagos de amortizaciones y de intereses de la deuda externa, crisis de deuda externa, a inicios de los años 80s que afectó a Latinoamérica, elevados Déficits de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, Tipo de Cambio Real sobreapreciado, y otros problemas.

Por otro lado, hay que resaltar que en Latinoamérica se han observado asimetrías en los procesos de dolarización y desdolarización, en el sentido que cuando la inflación va en aumento la *liquidez en moneda extranjera* respecto a la *liquidez total* tiende a aumentar fuertemente, en tanto que cuando la inflación disminuye no se revierte a la situación inicial. Países que ejemplifican este fenómeno son, no sólo Perú, sino también Argentina y Uruguay. Otro fenómeno observado en los últimos años en algunos países de la Región sería la volatilidad de la divisa u oscilaciones en la región, es el caso de Argentina desde el año pasado, después de la ruptura del sistema de *convertibilidad*, y Chile en los últimos años, en gran medida como consecuencia de la crisis Argentina, llegándose a cotizar el dólar norteamericano hasta los 720 pesos el año pasado (2001-2002); y Brasil recientemente en un contexto de elecciones políticas en que se encontraba.

Por el contrario en el Perú el problema con la divisa norteamericana en los últimos años no es precisamente la volatilidad<sup>31</sup>, sino su nivel el que hace mucho tiempo se encontró entre 3,4 y 3,5 soles, y recientemente ha pasado a un nivel de 3,6 soles, previéndose que se mantenga al menos en el mediano plazo<sup>32</sup>. En este sentido, es preocupante ver como los individuos aún no han reorientado o reasignado sus portafolios y sus fondos de inversión a moneda nacional (Nuevo Soles), en un contexto en que no es conveniente tomar posiciones especulativas con la divisa norteamericana. Por ello podríamos afirmar que en Perú existe una *sustitución monetaria* parcial,

---

<sup>31</sup> Aunque el año pasado por cuestiones electorales, se ha observado algunos vaivenes en el precio de la divisa.

<sup>32</sup> Aunque algunos empresarios demanden un mayor tipo de cambio (por ejemplo, 3.8 Nuevos Soles, en los últimos días).

básicamente de la función de activo, es decir que la función de la moneda nacional como *reserva de valor*, ha dejado de cumplirse. En tanto que la sustitución de la función de transacción de la moneda local también se observa, pero en menor medida.

En este contexto la pregunta que muchos se formulan es: Se puede decir que la drástica reducción de la inflación en los años 90s ha hecho posible que el Banco Central obtenga una alta credibilidad en el compromiso de mantener la inflación bajo control, en un contexto de elevada dolarización aún hoy en día?, a caso los agentes económicos no podrían estar previendo algún tipo de inconsistencia intertemporal al mantenerse actualmente un tipo de cambio bajo y cuasifijo? o quizá la inflación no sería de equilibrio?, estas interrogantes entre otras serían las originadas de la actual situación<sup>33</sup>.

#### **4.1.- Causas de la persistencia de la dolarización**

La dolarización es un fenómeno macromonetario resultante no sólo del proceso hiperinflacionario, sino también de la aplicación de malas medidas de política económica en el transcurrir de los años, en que al menos una de las funciones de la moneda doméstica son reemplazadas por la moneda extranjera, pero generalmente se empieza perdiendo la *función de reserva de valor*. En algunos casos da la impresión que dicho proceso fue parcialmente abalado por el gobierno implícitamente y más bien observándose que los shocks externos tendrían efectos mínimos. Seguidamente esbozamos algunas posibles explicaciones de su persistencia:

a) Una primera forma de abordar este fenómeno tiene que ver con el *problema de la credibilidad* de los agentes económicos con la autoridad monetaria, en tal sentido, podría ser que los agentes económicos simplemente no le creen al ente emisor, pensando que el escaso índice inflacionario de los últimos años, de 3,73 por ciento en 1999 y 2000, y de -0,13 por ciento en el 2001 (deflación), no son verdaderamente las tasas de *inflación de equilibrio*. Los individuos podrían estar pensando que la *inflación de equilibrio* compatible con las condiciones macroeconómicas de largo plazo de la economía peruana tales como la tasas natural de desempleo, el tipo de cambio real de equilibrio, la sostenibilidad de las cuentas fiscales (de la deuda externa) y de las cuentas externas, tales como la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, etc, sería más elevada.<sup>ii</sup>

---

<sup>33</sup> Corbo (2000), en un estudio sobre la Política Monetaria en Latinoamérica en los 90s, entre sus conclusiones están que en Perú, la política monetaria es endógena ajustándose a la política cambiaria, pues el Banco Central de Reserva del Perú poseía un Tipo de Cambio objetivo.

b) Otra explicación del problema de persistencia de la dolarización sería la *ausencia de mecanismos de indexación explícitos* para los depósitos de ahorro en moneda doméstica, evitándose de esa forma que los mismos se hagan en moneda extranjera, pues esto último es menos saludable para el adecuado manejo económico del país, especialmente para el manejo de la política monetaria; y por asuntos redistributivos, pues así como la inflación es un impuesto regresivo, los dólares también son un activo regresivo que perjudican a los más pobres, ya que ellos no lo pueden comprar para cuidarse de la inflación. Asimismo, el establecimiento de dicha indexación sería una forma adecuada de hacer *competir* los depósitos por ahorro *indexados* y los *no indexados* en moneda doméstica y los depósitos en moneda extranjera, y desde luego también a las instituciones financieras que ofrezcan alguna de las modalidades de cartera a sus clientes. Siendo que la competencia es muy buena, como en cualquier otro sector, para aumentar la productividad y reducir los costos en el sistema financiero y bancario.

c) *El elevado endeudamiento (público) del país en moneda extranjera*, también contribuye a la persistencia de la dolarización, ya que al mantener un importante volumen de deuda externa en dólares norteamericanos el gobierno y el sector privado con los organismos financieros internacionales y con los bancos privados extranjeros, se crean expectativas sobre futuras devaluaciones, exacerbando las expectativas devaluatorias. Por ejemplo, podría pensarse en que una mayor demanda futura de dólares para honrar la deuda externa, pública y privada, presionará sobre el Tipo de Cambio. Además, esta situación eleva el *riesgo país* el cual también presionaría sobre el nivel del Tipo de Cambio esperado.

No es difícil mostrar que del *riesgo cambiario* se puede pasar al *riesgo soberano*, ya que si el sector privado y el gobierno se encontraran altamente endeudados en U. S. Dólares, una fuerte devaluación significaría una elevada pérdida de dichos sectores. Por ejemplo, el spread soberano del bono argentino en relación a los papeles del Tesoro Norteamericano, que representa el riesgo país argentino, se elevó fuertemente el año pasado alcanzando hasta más de 4.100 puntos, ante la crisis cambiaria que afrontó. Recientemente, en el mes de Julio, mientras el riesgo país de Brasil se ubicaba por encima de los 1.500 puntos base sobre los papeles del Tesoro

Norteamericano, el Real brasileño se había depreciado fuertemente, en un contexto de abultada deuda externa de más del 50 por ciento de su PIB.

Al respecto, algunos autores también han señalado que la dolarización es tipo de *reforma monetaria* liderada por el sector privado y convalidada por el Estado, que precisamente se empieza a dar cuando éste comienza a emitir su propia deuda interna en dólares (Capote, 1998).

d) Un cuarto factor que contribuye a la persistencia de este problema es el *carácter de irreversibilidad o la existencia de histéresis* del proceso de sustitución de activos en los 80s en el Perú, que hizo que continuara en los 90s y aún hoy en día, en los años 2000s, no obstante la disciplina monetaria y fiscal en la que nos encaminamos. Estos modelos de histéresis son útiles para explicar como cambios temporales en las variables económicas poseen efectos permanentes, no obstante cambios de regímenes y eliminación de los problemas que en un primer momento fueron los causantes de dicho desequilibrio. Es decir, la persistencia es también el resultado de la ausencia de un ajuste apropiado hacia el equilibrio, que hace que los agentes económicos no reasignen su portafolio de activos de manera adecuada una vez pasado el proceso hiperinflacionario.

A estos modelos con equilibrios múltiples se les ha llamado también *modelos de fallas de coordinación*, los mismos que permiten por ejemplo, “equilibrios con subempleo” y racionalizar una serie de posibles intervenciones al policymaker para coordinar movimientos hacia un equilibrio superior.<sup>iii</sup>

e) Por su parte, *la teoría de las expectativas racionales* nos dice que la autoridad monetaria se enfrenta a agentes que prevén perfectamente el futuro (perfect forecast), en este sentido cuanto mayor sea la depreciación esperada mayor será la demanda de dólares en el presente, ya que los individuos buscaran cubrirse de posibles pérdidas del valor de la moneda doméstica.<sup>iv</sup> Según algunos trabajos de investigación, mientras los agentes económicos esperen tasas de depreciación anuales elevadas (por encima del 7 por ciento anual), el índice de sustitución monetaria disminuirá en menor medida, ante una reducción de la tasa de depreciación esperada, a diferencia de cuando las expectativas de depreciación son bajas (por debajo de 7 por ciento anual).<sup>v</sup>



#### 4.2.- Mecanismos que coadyuvan a una Desdolarización de la Economía

Aunque el diseño y las estrategias a emprenderse para desdolarizar una economía son demasiado complicadas, precisamente porque envuelven decisiones de carácter político e intereses de grupos económicos (problemas de economía política), optándose más bien a veces por alternativas de soluciones más fáciles y proponiendo algunos la total dolarización. Lo cual no sería conveniente para el Perú, según analizaremos más adelante, por lo mismo que dicho sistema posee más desventajas antes que ventajas, incluyéndose la necesaria deflación para ganar competitividad en el mercado externo, la imposibilidad de aplicación de política monetaria, motivo por el cual muchos no estamos de acuerdo, existirían ciertos mecanismos que al menos permitirían revertir o disminuir el coeficiente de dolarización, algunos recogidos de ciertas experiencias de la región, las que a continuación se describen:

a) En primer lugar hay que resaltar que, *la adopción de una meta inflacionaria explícita*, como la que realizara el Banco Central a comienzos del presente año (bajo la implementación de metas de inflación) es una medida que puede parecer muy aceptable, ya que el mecanismo de transmisión a través de la cual los agentes económicos forman sus expectativas inflacionarias es diferente al esquema de *meta inflacionaria implícita* que existía hasta el año pasado. Pero la verdad es que en una economía fuertemente dolarizada como la peruana, los agentes económicos van a estar más a la expectativa de lo que pasará con el valor futuro de la divisa norteamericana y no precisamente de cual es la *inflación meta* establecida por el Banco Central, y la que debería alcanzar en un futuro cercano o de mediano plazo, seamos realistas!

Sin embargo, el establecimiento de dicha “ancla nominal” podría ayudar al objetivo inflacionario, pues cómo bien han señalado y documentado Mishkin (1999), Corbo, Schimidt-Hebbel (2001), con la implementación de dicho régimen de política monetaria se gana en aspectos tales como una mayor transparencia de la política monetaria, se mejora la accountability del Banco Central, se anclan las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, se refuerza la credibilidad. Asimismo, se permite una restringida discrecionalidad al Ente Emisor, se evitan interferencias políticas del gobierno de turno, entre otras bondades<sup>vi</sup>.

Así, a partir de este año el Banco Central se comprometerá a cumplir explícitamente con las proyecciones inflacionarias realizadas al inicio de cada año. Al respecto hay que resaltar, que según el Programa Monetario para el presente año 2002, publicado a comienzos de año, la meta para este año es de 2.5 por ciento con una banda de +/-1 por ciento. Cabe señalar que en el futuro la tarea del Banco Central ya no sería seguir reduciendo la inflación, sino mantenerla en el actual *bajo nivel* de forma estable; pues las deflaciones también son perjudiciales para la economía del país.

*b) Seguir Mejorando la accountability de los funcionarios del Banco Central,* esta alternativa tienen que ver con el otorgamiento de una mayor autonomía a los Directores del Banco Central, teniendo por finalidad reducir la tasa de descuento de la autoridad monetaria (interesándose más por medidas de mediano y largo plazo y no así por las cortoplacistas) y minimizar el sesgo inflacionario, lo cual contribuirá a mejorar la percepción de lograr tasas de inflación más bajas por parte de los agentes económicos. Entre los mecanismos a adoptarse para su logro estarían: El establecimiento de un Directorio de un mayor plazo de permanencia respecto al del Presidente de la República, por ejemplo, en Estados Unidos cada uno de los miembros de la Junta Directiva de la Reserva Federal dura 14 años en el cargo, en circunstancias de que el periodo presidencial es de sólo 4 años, aunque admite la reelección. La rotación parcial periódica o escalonada de algunos Directores, mientras que otros permanezcan, es decir que algunos roten en fechas diferentes a la de otros. Estos esquemas han sido implantados en países como Nueva Zelanda, Canadá, Chile, y otros, con resultado aceptables.

No obstante, debemos también señalar que al respecto no podríamos ganar mucho pues con la introducción de la nueva Constitución Política de 1993, se introdujeron importantes cambios incluida la total autonomía del Banco Central. Pero aunque que se gano por el lado de mantener la inflación controlada, como parte del programa de estabilización, con un tipo de cambio bajo y cuasifijo, no se gano nada por en desdolarizar la economía, más bien se ha intensificado, pues somos testigos de que hoy en día está permitido la fijación de precios y cuentas de las empresas, así como los pagos en efectivo dólares y en las casa comerciales de cotidiano acceso; al respecto falta una recelosa y adecuada regulación.

c) *Establecimiento de mecanismos de indexación de los depósitos de ahorros en moneda doméstica.*

Este mecanismo permitiría que los agentes superavitarios puedan efectuar sus ahorros, como parte de la acumulación de su riqueza, en moneda nacional (y no en U. S. Dólares) compensándoseles por la posible pérdida del valor del dinero a causa de la inflación, ello no implica costos para el país, ni tampoco un intervencionismo estatal directo que vaya a restar eficiencia al sistema financiero nacional. Por el contrario, su promoción sería una muestra del deseo de la autoridad monetaria de lograr un buen manejo y orden económicos, ya que la moneda doméstica debería cumplir sus tres aceptadas funciones: *medio de cambio, reserva de valor y unidad de cuenta*. Es fácil ver que el Nuevo Sol no sólo ha perdido su función de *reserva de valor*, sino que se observado que en los últimos años las función de *unidad de cuenta* y de *medio de cambio*, de la moneda doméstica se han venido perdiendo también, pues existen establecimientos comerciales de bienes y servicios que fijan sus precios total o parcialmente en dólares norteamericanos, asimismo el público realiza muchas transacciones en dicha moneda tanto en el mercado formal como informal.

Estos tipos de depósitos para que tengan mayor aceptación por parte del público, deben de estar ligados a una mayor rentabilidad, podrían incentivarse con menores costos financieros para las instituciones bancarias, por ejemplo a través de menores encajes legales. Asimismo, se debería informar adecuadamente al público acerca de su existencia.

La experiencia chilena con la creación y utilización de la Unidad de Fomento (UF) en sus actividades financieras y comerciales, la misma que día a día cambia de valor actualizándose de acuerdo a la evolución del Índice del Precio al Consumidor (IPC), muestra que se evita una fuerte dolarización, no siendo cierto que la indexación de instrumentos financieros se traspase directamente a los precios de los bienes transables y no transables ocasionando presiones inflacionarias. Es decir no se afecta fácilmente los precios de los bienes que conforman la canasta utilizada para la estimación del IPC, además que los instrumentos financieros no forman parte de la misma. En Chile se permite que los instrumentos financieros estén indexados, al igual que algunos activos de gran envergadura, como los bienes inmuebles, pero no así los precios de los bienes finales (Lefort, Schmidt-Hebbel, 2002).

### 4.3.- Mecanismos de indexación explícitos vs. implícitos

En el Perú, la desintermediación financiera sumada a la creciente inflación de los años 1980, llevó a que los agentes económicos prefieran mantener sus ahorros en moneda extranjera como una forma de protección, específicamente en dólares norteamericanos, ya que la inflación castigaba fuertemente al ahorro en moneda doméstica ocasionando una disminución considerable de su participación. Este comportamiento es también consecuencia de la ausencia de *mecanismos de indexación explícitos*, que evitan que el ahorro o los activos financieros denominados en moneda doméstica se vean afectados por el *impuesto inflación*.

Asimismo, la dolarización sería también resultado de la aplicación de *mecanismos de indexación implícitos* temporalmente inconsistentes, los que precisamente tienen que ver con la utilización de la moneda extranjera. Por ejemplo, ante la fuerte contracción del sistema financiero desde un 22,9% del PIB en 1973 a 15,3% en 1978, y con el objetivo de revertir dicha situación, éste mismo año el gobierno de turno optó por una de las medidas “más fáciles” en lo que respecta a la creación de mecanismos de indexación (aunque de forma implícita), al permitir depósitos de ahorros denominados en dólares norteamericanos. Sin embargo, cabe resaltar, que esta medida fue adoptada también con la intención de evitar la fuga masiva de capitales, lo cual es muestra del *trade off* existente en la aplicación de medidas de política económica, debiendo ser el policymaker muy cuidadoso al momento de diseñarlas y adoptarlas.

Así, el haberse permitido la apertura de cuentas bancarias de ahorro en moneda extranjera, es una forma de aceptar la necesidad de indexación del dinero empleado como reserva de valor o ahorro, pero en este caso la indexación esta fijada al dólar norteamericano. Seguramente que la adopción de mecanismos de indexación explícitos que cada cierto periodo se vayan reajustando (diariamente o mensualmente) de acuerdo con la evolución del IPC, hubieran ayudado a evitar la fuerte dolarización que se observó y que persiste hasta el día de hoy en Perú<sup>vii</sup>.

En tal sentido, la adopción de mecanismos de indexación sería muy acertada, ya que como bien se ha señalado, “desde el punto de vista microeconómico, esta claro que la

indexación facilita arreglos económicos y contratos entre agentes privados en un contexto alta, y aún bajo una moderada, inflación. En particular, la indexación permite al sistema de precios relativos sobrevivir a shocks de grandes inflaciones” (Lefort, Schmidt-Hebbel, 2002).

No obstante las bondades descritas debemos mencionar que una desventaja en la implementación de dicho mecanismo, la misma que de adoptarse en nada afectaría al país hoy en día, sería que la indexación a la inflación pasada aumentaría la presión inflacionaria, lo cual podría verse como algo contraproducente a los programas de estabilización que se pusieron en marcha desde inicios de los 90s. Esto precisamente porque el “programa de estabilización de precios” se efectuó de forma exitosa a inicios de los años 90s, y por el contrario hoy en día existe una muy reducida inflación. La inflación ha dejado de ser un problema en el Perú, posiblemente debemos concentrarnos hoy en día en el crecimiento económico, la reducción del desempleo, o por que no en la desdolarización o la solarización (importancia del Nuevo Sol) del país.

#### **4.4.- El Tipo de Cambio bajo o sobre-apreciado no es compatible con el plan de desarrollo de largo plazo del país**

En vista que el diagnóstico y diseño de las Políticas Económicas sectoriales y generales necesarias para el crecimiento económico del país, que directamente favorezcan a los más necesitado -los más pobres-, deberían poner énfasis en sectores económicos tales como el turístico, exportador, agropecuario y agroindustria, entre otros generadores de mano de obra directa; necesitamos precisamente de un tipo de cambio adecuado y no un tipo de cambio que en más de dos años (desde Julio del años 2000) ha fluctuado entre 3.50 y 3.60 soles. Por el contrario, en países con los cuales competimos la situación ha sido diferente, en dicho lapso en Chile el U.S. Dólar de 420 Pesos se paso a más de 720 Pesos, en Argentina de una paridad uno a uno a una de 3.5 Pesos argentinos por dólar. Así, la política cambiaria en Perú debe estar destinada a diversos logros tales como:

##### **4.4.1.- Desarrollo sostenido del sector turístico**

Es una fuente potencial de fomento al crecimiento económico (y al empleo), el Perú es un país con muchas bondades geográficas e históricas-culturales, las mismas

que ningún otro país de la región posee, es decir, desde ya cuenta con ventajas comparativas. Por otro lado, el turismo genera divisas para el país, las que poseen un precio social mayor que el privado, o sea que socialmente son más valiosas, las mismas que fortalecen las Reservas Internacionales del Banco Central (contribuyendo a su vez a reducir el riesgo país, y mejorando el costo de inversión o financiamiento en Perú).

Pero desde luego que no sólo es problema de Tipo de Cambio, pues se necesita por ejemplo fortalecer la infraestructura turística del país: buenas carreteras, medios de telecomunicaciones, infraestructura hotelera, restaurantes, para esto precisamente hay que incentivar la inversión externa y desarrollar una adecuada política de concesiones (Inversión Extranjera Directa). Además, desarrollar la seguridad interna y la capacitación del personal adecuado.

El desarrollo de esta actividad traería beneficios extraordinarios diversos para el país no sólo mayores divisas, sino por ejemplo, hace que los precios de los pasajes aéreos internacionales a cualquier parte del mundo, incluidos Norteamérica y Europa se reduzcan. Esto ha ocasionado que actualmente muchos de los turistas prefieran venir a recorrer Latinoamérica teniendo a Chile como su puerta de entrada (y de allí salir al resto de países latinos: Perú, Bolivia, Ecuador, etc), es decir no estamos siendo la puerta de entrada, no obstante la ubicación estratégica que poseemos.

#### **4.4.2.- Desarrollo Sostenido del Sector Agrícola**

Siendo que el sector agrícola es una fuente de empleo en países como los nuestros, para que la misma se comporte adecuadamente se requiere una política cambiaria con tipos de cambio no apreciados como el que existe equivocadamente hoy en día en el Perú, para que las importaciones agrícolas, no compitan deslealmente con los productos nacionales. Un tipo de cambio barato, socialmente subsidiado, como el actual favorece fuertemente a las importaciones de diversos bienes agrícolas, antes que a la agricultura nacional. Hay que resaltar al respecto que el problema no se mitigará sólo con mayores aranceles (impuestos a las importaciones), especialmente en un contexto en que venimos comercializando Tratados de Libre Comercio, sino también con un mayor Tipo de Cambio.

Debemos desdolarizar la economía por otros medios y no precisamente manteniendo un Tipo de Cambio cuasi-fijo y sobreapreciado, sino acordémonos de las desastrosas experiencias de Chile del 82, México de diciembre del 94, los países asiáticos desde junio de 97, y (recientemente) a inicios del 2000, Argentina; como bien hemos descrito, resultantes de políticas de tipo cambio (fijo) sobre apreciados (o sobre valuados), como la existente actualmente en el Perú. Cabe recordar que dichos países tuvieron que devaluar fuertemente sus monedas con las desastrosas consecuencias en sus sectores financieros y con los elevados costos sociales para el país.

#### **4.4.3.- Apertura Competitiva de la Economía**

Con mayores volúmenes de comercio de bienes y servicios con el resto del mundo, por un lado, se amplía el mercado interno, pudiendo las empresas lograr explotar su escala de planta óptima (alcanzando el costo medio mínimo). Por otro por ejemplo, a través del efecto imitación la industria peruana puede mejorar la calidad de su producción; importes hallazgos para tigres asiáticos (Romer, P), y para Chile (Coeymans, J.), lo demuestran. Asimismo, se incentiva la competencia (lo cual también es muy bueno) en vista que los peruanos tendríamos un mayor acceso a bienes de mejor calidad y de menores precios.

Para lograr todo esto precisamente se requiere de un Tipo de Cambio depreciado, para incentivar al sector exportador y desincentivar las importaciones, las mismas que des ya compiten deslealmente con la industria nacional por problemas de dumping. Hay que recordar que en una economía distorsionada como la nuestra, el tipo de cambio social es mayor al tipo de cambio privado, es decir que un dólar, socialmente vale más que privadamente.

Por su parte, para evitar la competencia desleal provenientes de costos irreales y hasta subsidiados por gobiernos de terceros países, podemos aplicar políticas antidumping, salvaguardas, acordes con la política de la Organización Mundial del Comercio (MMC). Pero mucho ojo que para evitar la competencia desleal proveniente de un Tipo de Cambio socialmente subsidiado ni los industriales nacionales ni el estado peruano pueden acudir a organismos internacionales.

Entre las consecuencias favorables directas para el Estado esta el hecho que se espera que los ingresos tributarios provenientes de estos sectores aumenten fuertemente, por ejemplo, en Chile, los impuesto provenientes de la minería del cobre se deterioraron en menor medida, plena crisis de la deuda externa debido precisamente a las devaluaciones de la segunda mitad de 1982, que a su vez dieron algún respiro a las exportaciones (Larraín y Vergara, 2000).

#### **V.- Posibilidad de Crisis Financiera y/o Cambiaria en el Perú a inicios de los años 2000s**

En general las crisis financieras (o cambiarias) que terminan en colapsos de la fijación de tipos de cambio y drásticas devaluaciones, huida de capitales del país especialmente los de corto plazo, pérdidas de Reservas Internacionales del Banco Central, son casi impredecibles. Sin embargo, la presencia de algunos elementos tales como: Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos fuertemente deficitaria por mucho tiempo, ha sido un variable que ha estado presente de forma ex ante en las crisis financieras mencionadas en la segunda parte del presente documento de trabajo, la liberalización o desregulación desmedida de la economía sin una adecuada regulación del mercado de financiero y de capitales doméstico, al igual que el elevado endeudamiento por parte de los consumidores, de las empresas privadas y del gobierno mismo sobre todo con el exterior, sin respaldo de Reservas Internacional (o el agotamiento de estas), el elevado desempleo y el estancamiento del crecimiento económico.

En este sentido, como bien lo ha señalado Corbo (2002), la serie de crisis que han afectado a los países emergentes en los últimos años han reabierto el debate sobre el régimen cambiario más adecuado para una economía emergente. Asimismo, el hecho que el tipo de cambio permanezca fijo por un largo periodo, con su consecuente apreciación o sobrevaloración, el aumento de las deudas de corto plazo, que resulten ser mayor a los activos de corto plazo, las expectativas infladas de futuros precios de los activos o de las acciones de las empresas y de las tasas de ganancias esperadas; sin embargo, en menor medida el abultado Déficit Fiscal. Cabe resaltar que algunas de estas



características, que ayudarían a predecir una crisis financiera han sido recogidas, entre otros, de los cinco tipos de crisis financieras señaladas por Radelt y Sachs (1998)<sup>viii</sup>.

Por otro lado, las tendencias deflacionistas no son síntomas de una economía en buen estado, por el contrario podrían ser síntomas de crisis financieras presagiadas, esto no sólo estuvo presente en Argentina, México, sino también en la Gran Depresión de los años 30s; por ello no debemos aplaudir la posibilidad de lograr una inflación de un uno por ciento (1%) para este año en Perú, más bien deberíamos preocuparnos. El 17 de septiembre del presente año, se presentó una tensión inusual del mercado, provocado por expectativas depreciatorias del Nuevo Sol y la tasa de interés interbancaria subió a 16,1%, posteriormente una intervención estabilizadora del BCRP propicio la reducción de dichas expectativas y el restablecimiento gradual de la liquidez bancaria hicieron que la tasa de interés interbancaria regresara al corredor de tasas de interés de referencia<sup>34</sup>.

Seguidamente analizaré algunas variables actuales de la economía peruana, las mismas que explican la posibilidad de una crisis financiera:

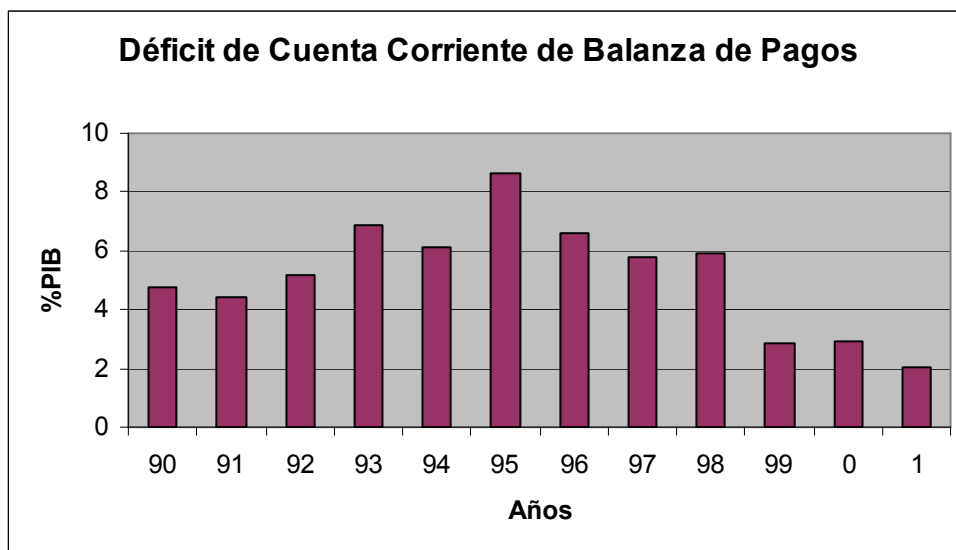
**a) Déficit de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.-** Aunque las sobreapreciaciones cambiarias o los bajos niveles de Tipo de Cambio observadas en la segunda parte del presente paper han estado acompañadas de fuertes déficits en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, en el Perú el elevado déficit de 8,6% del PIB que se alcanzará en el año 95 se ha reducido notablemente pasando a un 2% en el 2001; de allí que no encontramos grandes problemas por el lado de este indicador. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en el Este Asiático en el periodo 1990-95 los déficits en cuenta corriente en proporción al PIB no fueron muy exagerados: South Korea (-1,7%), Indonesia (-2,5%), Malaysia (-5,6), Philippines (-3,3), Thailand (-6,8)<sup>35</sup>.

Por otro lado, esperamos que la reducción no sea sólo consecuencia de la desaceleración del crecimiento económico (y el consecuente desaceleramiento de las importaciones) sino también de un aumento de las exportaciones de bienes y servicios.

---

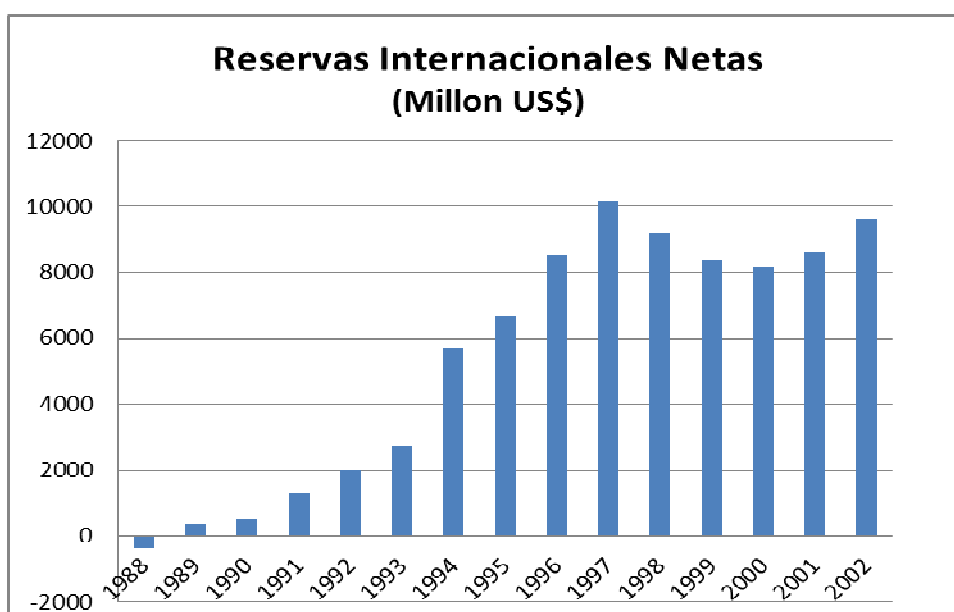
<sup>34</sup> Reporte de Inflación: Evolución y Expectativas, BCRP, Septiembre, 2002.

<sup>35</sup> En tanto que en el periodo 1985-89, los déficits fueron menores y en algunos existió superávit como en Korea (4,3%), Malaysia (2,4%). En Radelet, Sachs (1998).



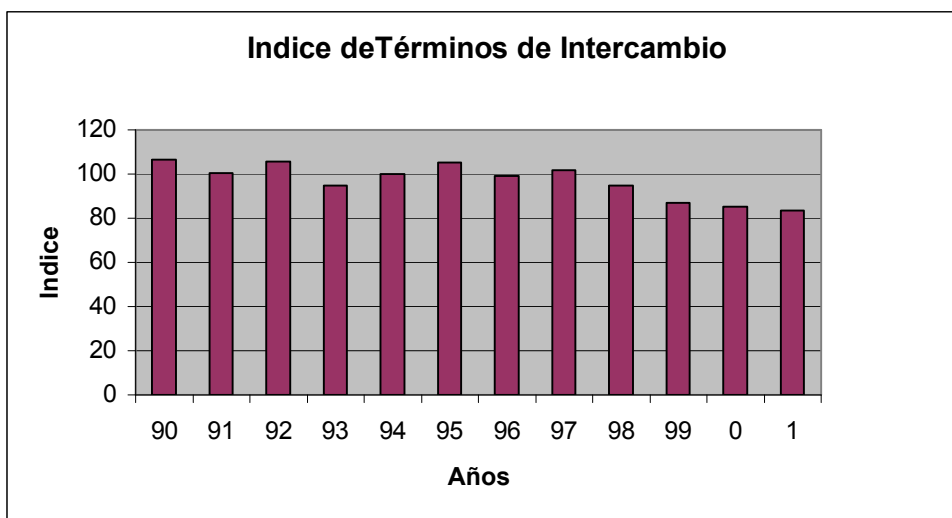
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú/ Elaboración propia del autor.

b) **Las Reservas Internacionales Netas (RIN).**- Que muestran la evolución de la diferencia de los activos y pasivos externos de corto plazo del país, es otra variable económica que puede ayudarnos a explicar posibilidades de crisis financiera. De esta forma podemos ver como en Perú durante los años 1990 han venido incrementándose hasta mediados de dicha década para posteriormente mantenerse estables. Es necesario señalar que durante los años 1980 (periodo de crisis de la deuda), el comportamiento fue pésimo alcanzando incluso un índice negativos en el año 1987.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú/ Elaboración propia del autor.

**c) Los Términos de Intercambio (ToR).**- En vista que la caída de los Términos de Intercambio (índice del precio de los bienes de exportación dividido por el índice de precios de los bienes importados), fue una de las causas sobresalientes de la crisis de la deuda de los 80s, incluida la crisis financiera chilena. Analizaremos seguidamente como han evolucionado en los años 90s dicho índice en nuestro país, pues una caída significará una Cuenta Corriente más deficitaria, una menor recaudación fiscal y con ello un mayor déficit fiscal y menor superávit, presionando a un mayor endeudamiento externo del país o a una mayor monetización del déficit.

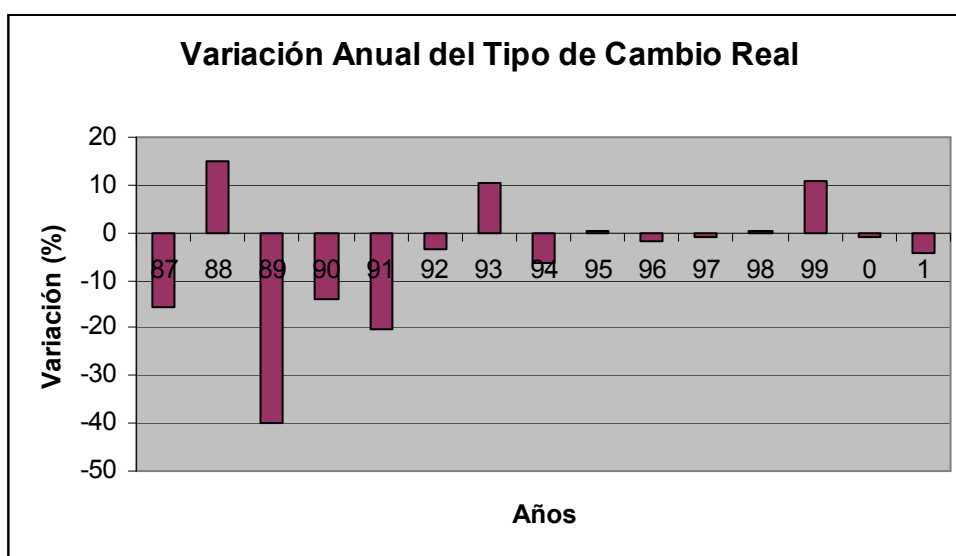


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, base es 1994. Elaboración propia del autor.

Como se desprende del gráfico, el comportamiento de los ToR no han sido nada estable ni satisfactorio para la economía peruana, pues la caída acumulada en los últimos cuatro años (1997-2001) alcanza un -21,56 por ciento, precisamente después de la crisis asiática que empezara en junio del 97. Esto si debería estar preocupando a los hacedores de política económica, pues esta variable está fuera del manejo de la autoridad económica peruana, teniéndose que ajustar otras variables como el Gasto Fiscal, el Tipo de Cambio Real, quizá depreciándolo un poco más, para hacer más atractivo el negocio exportador, creando un fondo estabilizador, de tal forma que se compense las caídas de los ToR, y el gasto se mantenga casi estable en el tiempo,<sup>36</sup> a través de dicho fondo se lograría trabajar con un Presupuesto Estructural del gobierno, teniendo en cuenta las proyecciones de largo plazo de todas las variables económicas.

<sup>36</sup> Siguiendo un poco la perspectiva de la Equivalencia Ricardiana

**d) Tipo de Cambio Real (TCR).**- En esta parte mostraremos que la evolución del TCR en los últimos años ha sido hacia la baja, apreciándose principalmente por el fuerte influjo de capitales durante los años 90s, provenientes de países industrializados, que no obstante la intervención del Banco Central, el TCR poco a poco fue cayendo. Especialmente respecto al Tipo de Cambio elevado y flotante que prefirieron mantener algunas economías de la región para ganar competitividad en el mercado externo e incrementando fuertemente sus exportaciones con el consecuente crecimiento económico<sup>37</sup>, a excepción de Argentina que mantuvo uno fijo, respecto al dólar. La entrada de capitales se debió por una parte a la política económica interna de apertura y liberalización del país, que a decir verdad fue muy apresurada. Así como a la evolución de los mercados internacionales, por ejemplo debido a las bajas tasas de interés en USA y Japón. De la experiencia internacional revisada anteriormente, la apreciación cambiaria, es decir, un Tipo de Cambio Real alto (menos Soles por US Dólar) alimentaría las expectativas formadas hoy día de futuras depreciaciones cambiaria<sup>38</sup>, se esperaría que el Tipo de Cambio Futuro (*f*) sea más elevado que el Tipo de Cambio Spot (*s-presente*) y con ello la posibilidad de crisis cambiaria y/o financiera.

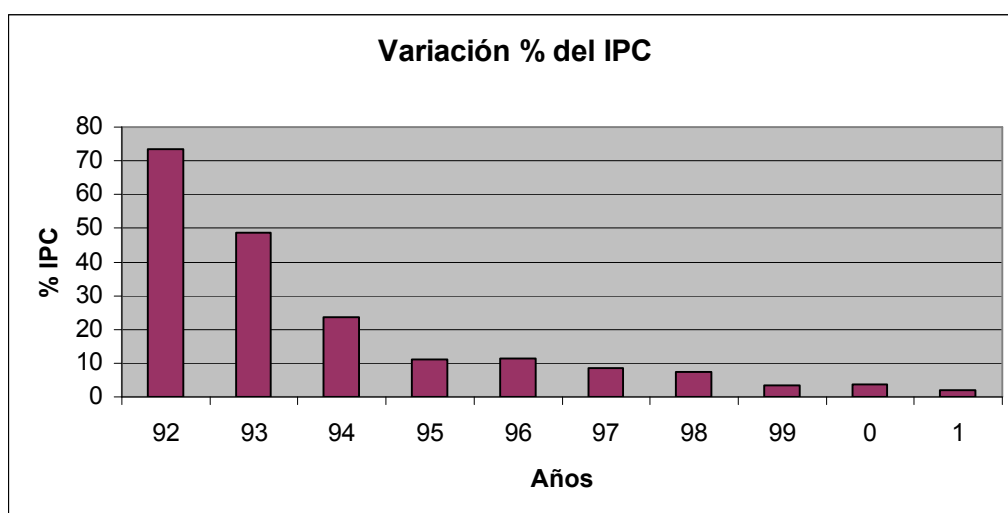


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, desde 1992 con cifras base 94, antes con base 90

<sup>37</sup> Un notable ejemplo es la economía chilena, que en los 90s sus exportaciones crecieron más del 120%.

<sup>38</sup> Como un precio de cualquier bien, si hoy es artificialmente muy pequeño, se esperaría que en el futuro aumente y viceversa.

**e) Inflación de los últimos años.-** Prácticamente la inflación en los últimos años ha desaparecido, por el contrario se ha generado zozobras respecto a posibles deflaciones, la misma que es perjudicial para la economía peruana. De esta forma según BCRP (2001), la inflación medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), para el año pasado en Lima Metropolitana fue de  $-0,13\%$ , comportamiento no presentado desde 1939<sup>39</sup>; debemos recordar la Gran Depresión de los años 30s, o recientemente lo ocurrido en Argentina. En esta dirección el BCRP orienta su Política Monetaria a disipar riesgos deflacionarios o inflacionarios. La inflación acumulada entre enero y septiembre del presente año (2003) alcanzó  $1,23\%$ , encontrándose por debajo de la meta para el presente año anunciada por el BCRP en enero de  $2,5\%$ <sup>40</sup>, y sobretodo por debajo del piso del rango operacional, puesto que el límite inferior es de  $1,5\%$  y el superior de  $3,5\%$ , lo cual puede ser materia de un adecuado análisis.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, base es 1994. Elaboración propia del autor.

En general se muestra que la situación de los últimos años del país, si bien no es la mejor tampoco es deplorable, venimos recuperándonos aceptablemente de los años 1980s. Por ejemplo, notamos como el Déficit de Cuenta Corriente ha ido disminuyendo en los últimos años, sin embargo podemos decir que el crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado a la par del desaceleramiento del crecimiento del producto real, asimismo se ha venido observando una apreciación cambiaria; cabe resaltar que estos indicios estuvieron presentes en las economías asiáticas antes del estallido de la crisis. Las deflaciones argentinas antes del estallido de su crisis debería ser también materia de

<sup>39</sup> BCRP, Memoria Anual, 2001.

<sup>40</sup> En el contexto en que empezaba la adopción del Régimen de Metas Explícitas de Inflación

preocupación, ante la muy reducida inflación de los últimos meses en el país. Quizá el mismo hecho de contar hoy en día con Organismos Reguladores y Supervisores más sofisticado, como es el caso de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), que se encuentran monitoreando el mercado financiero y bancario; se reduce notablemente la posibilidad de estallido de crisis.

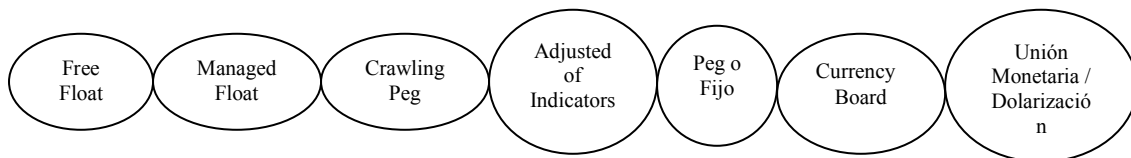
Por otro lado, existirían algunas explicaciones fuera de lo convencional de porque una economía con problemas estructurales y Tipo de Cambio sobre-apreciado, no se registren algún tipo de ataque especulativo contra su moneda, sin terminar en crisis cambiarias o de balanza de pagos. Por ejemplo, para autores como Levy-Yeyati y Sturzenegger (2002), el hecho que hasta el momento no halla registrado algún tipo de ataque especulativo en Perú, sería muestra de lo poco integrado que esta nuestra economía al mercado de capitales internacionales.<sup>41</sup> Aunque, en el Perú hoy en día no encontraríamos profundos desequilibrios macroeconómicos, algunos agentes podrían estar esperando posibles fuertes depreciación y consecuente ataque especulativo contra el Nuevo Sol peruano; motivo por cual la economía del país sigue fuertemente dolarizada y quizá a simple vista sin ningún motivo.

## **VI.- Beneficios y Costos de una Posible Dolarización en Perú**

Dentro de la gama existente de Sistemas Cambiarios o de Políticas Cambiarias posibles a llevar adelante por un país tenemos: Flotación libre, flotación administrada, tipo de cambio reptante, tipo de cambio ajustado por indicadores económicos, tipo de cambio fijo, encaje de convertibilidad y completa dolarización o unión monetaria (la zona del Euro por ejemplo). Por ello, en caso que no sea posible el establecimiento de un tipo de cambio elevado y de libre flotación, acompañado a la vez de una desdolarización (o la solarización) de la economía peruana, debemos analizar también la posibilidad de una total dolarización de la economía, ya que como hemos señalado y hemos venido demostrando, los sistemas intermedios no han venido funcionando adecuadamente en los últimos años. Desde ya no es una tarea fácil, por ello seguidamente evaluaremos cuales serían sus costos y los beneficios para el país de optarse por una dolarización.

---

<sup>41</sup> Ver Corbo (2002), Tabla N° 2, "Exchange Rate Regimens in America: Is Dollarization the Solution?" En la terminología de Vittorio Corbo, se trataría de una economía un poco marginal; Santiago, 2002.



Fuente: En base a la readaptación de Corbo (2002) a partir de Reinhart y Rogoff (2002)

Un primer punto sería analizar hipotéticamente la posibilidad y/o factibilidad de pasar a un Sistema Cambiario del Tipo Currency Board o Encaje de Convertibilidad, ya que constituye un paso intermedio para pasar al sistema de dolarización, en tal sentido, hay que subrayar que dicho sistema, al igual que en Argentina, no sería nada beneficioso para la economía del país, pues terminó sumergiendo al vecino país en una terrible crisis financiera. Esto es una clara demostración de este sistema cambiario intermedio, al igual que otros, es dinámicamente inconsistente, si bien es cierto que a inicios de los años 90s su utilización logró contraer rápidamente la inflación, lo hizo sacrificando la economía del país a futuro. Es decir, con futuros costos vistos hoy en día de situaciones recesivas, alto desempleo, devaluaciones cambiarias, crisis financiera y caos político. Esto también, de acuerdo a lo señalado por otros economistas, por ejemplo, una economía no puede tener sólidos fundamentos económicos cuando la eliminación de la inflación se hace a costa de la exacerbación del desequilibrio externo (Jiménez, 98).

Así, ante las ineficiencias derivadas de la aplicación de los diversos sistemas cambiarios intermedios por problemas de inconsistencia inter-temporal y de fragilidad, directamente relacionados con la movilidad internacional de capitales, y de no ser posible llevar adelante un proceso de desdolarización o dolarización de la economía peruana lo más rápido posible, podría considerarse la posibilidad de optar por la dolarización total de la economía. Podría pensarse en esto también en vista que nos enmarcamos en un contexto de políticas macroeconómicas disciplinadas, sería un requisito ya ganado para la posible dolarización, deberíamos preocuparnos por mantener dicha disciplina. Con la implementación, la divisa norteamericana pasaría a ser de curso legal, para ver que tan factible es analizaremos seguidamente los posibles beneficios y costos de dicho proceso.

## 6.1.- Beneficios

Si se optara por dolarizar la Economía peruana serían muchos los beneficios que se obtendrían entre ellos el desarrollo del mercado de capitales financiero, se anclan las expectativas inflacionarias al desaparecer la moneda doméstica desapareciendo comportamientos especulativos correspondientes, es una forma de evitar ataques especulativos contra el Nuevo Sol, puesto que desaparecen expectativas devaluatorias o depreciatorias. Asimismo, se generaría cierta credibilidad en las políticas macroeconómicas, eliminándose la posibilidad de algún financiamiento del Banco Central por déficits del sector público, entre otros<sup>ix</sup>.

Por otro lado, siendo la inflación un impuesto altamente regresivo afectando a los que menos tienen, hay que reconocer que las devaluaciones o depreciaciones cambiarias favorecen a los que pueden mantener saldos monetarios en dicha divisa, precisamente son los que pueden ganar en US\$, o comprar dicha divisa; la divisa norteamericana sería un activo regresivo. Por ello, un tema importante a contemplar es el de redistribución de riqueza, puesto que las personas que mantiene sus depósitos en US\$, que serían los que más tienen, son los más beneficiados de una depreciación y no precisamente los más pobres, si es que todos los peruanos (ricos y pobres) tuviéramos accesos o ganaríamos en dólares y del mismo modo pudiéramos mantener nuestros ahorros en dólares, nos sería indiferente si aumenta o disminuye su precio, es decir la dolarización evitaría la acumulación regresiva de activos.

## **6.2.- Costos**

En primer lugar, si se tratara de Dolarizar la Economía peruana, la secuencia sería pasar primero al Sistema cambiario de Encaje de Convertibilidad, y posteriormente según el gráfico esbozado arriba, a la dolarización; esto también de acuerdo a otros especialistas, tales como Jiménez (1998)<sup>42</sup>, con lo cual estaríamos condenados a soportar lo que paso en Argentina. Pues la eliminación de la función de prestamistas de última instancia por parte del Banco Central de Reserva elimina también la posibilidad de hacer frente a posibilidades de Crisis Financieras y Bancarias, ante la presencia de shocks externos tales como caídas de Términos de Intercambio, aumentos de tasa de interés internacional, efectos contagios de crisis financieras internacionales, entre otros. Esto fue precisamente lo ocurrido en Argentina 94 y 97, a consecuencia de las crisis financieras México y Asiática (quienes mantenían Tipos de Cambio Fijos).

---

<sup>42</sup> Banco Central de Reserva del Perú. Revista Moneda, N° 114.



Por otro lado, entre los costos que significaría su implementación está la pérdida de ingresos para el gobierno por motivos de señoriaje, sin embargo, no siempre se da ya que con un convenio adecuadamente firmado con el país que emite la moneda o la divisa, en este caso EE.UU., podríamos solicitarle anualmente un reconocimiento del señoriaje. Sin embargo, la política monetaria de este país sería la que gobierne en el nuestro lo cual no es eficiente ya que los shocks de la economía peruana no están lo suficientemente correlacionados con los existentes en Norteamérica. Asimismo, con la dolarización la economía quedaría más expuesta a shocks externos, al no poder ser absorbidos por un Tipo de Cambio Flexible.

Entre otros problemas estarían que hoy en día, en presencia de las políticas del gobierno de Regionalización en Perú y de acuerdo a la experiencia internacional, se requeriría por la mantener centralizado las decisiones de gasto público, asimismo, este sistema necesita de una férrea disciplina fiscal para financiar las presiones de gastos de dichas regiones; ya que de no ser así, se experimentaría un elevado gasto público. Esta situación llevaría, por un lado, a la sobre apreciación cambiaria con la consecuente contracción de la competitividad internacional del país, así también, sería necesario un elevado ingreso fiscal, el cual requiere una carga tributaria más fuerte con mayores tasas impositivas.

Por su parte, el sector exportador necesitaría de deflaciones para ganar competitividad por Tipo de Cambio Real ante depreciaciones competitivas de los países vecinos y competidores del Perú en el mercado internacional, lo cual es demasiado costoso ya que la experiencia internacional muestra que esta se logra con recesiones. Sin embargo, esto puede evitarse si existiría la posibilidad de que el gobierno les otorgue diferenciales inflacionarios (entre la inflación interna y la externa), los mismos que son aceptados técnicamente de realizarse dicha reforma, pues sabemos que en toda reforma van a existir ganadores y perdedores.

## **VII.- Conclusiones**

Las políticas equívocas descritas que originaran en su momento o posteriormente el proceso de dolarización, son en gran medida parte del problema de “inconsistencia inter-temporal de las políticas”, que se da cuando los gobiernos poseen

una elevada tasa de descuento inter-temporal, es decir que se interesan más de resultados cortoplacistas, antes que de resultados sostenibles de largo plazo; por ejemplo utilizando un Tipo de Cambio sobrevalorado para combatir la inflación en el corto plazo. La adopción de este tipo de políticas puede tener efectos muy graves para la economía del país en el mediano y largo plazos, por ejemplo, sin tener algún reparo en el elevado desempleo que se generaría a lo largo del tiempo. Desde luego, que se sobrepasa con creces los escasos beneficios de carácter momentáneo que se esperaría, esto es si los hubiere, los que generalmente sólo tienen connotaciones de índole político<sup>43</sup>, pues algunos resultados son consecuencia de experimentos populistas adoptados por ciertos gobernantes de turno especialmente en América Latina.

Por otro lado, la dolarización y los demás problemas mencionados, son características de la desastrosa historia monetaria que viviera el Perú, especialmente en los años 80s, y con las cuales se llegó a los años 1990; en la que no obstante la drástica reducción de la inflación y eliminación de la hiperinflación, el país siguió afrontando una fuerte dolarización, aún hoy en día en los años 2000s. Si bien es cierto, el mantener un Tipo de Cambio estable ayudará a mitigar dicho problema, esta no sería la única opción de política cambiaria, así como el fuerte influjo de capitales a la economía peruana en los 90s, un excesivo intervencionismo del Banco Central puede ocasionar que la divisa norteamericana no refleje su verdadero precio, ni éste la evolución y ni los vaivenes de la economía doméstica y mundial.

Para las economías abiertas y pequeñas como la peruana (o chilena), el sistema cambiario más sano que debiera optar el país es el de Tipo de Cambio Flexible, y no cuasi-fijo puesto que ayudaría a amortiguar los shocks reales, incluido el desempleo. Asimismo, como todo precio sería un indicador de las situaciones de escases o abundancia de divisas en la economía. Al respecto podemos decir que en el mercado de capitales peruano existiría una sobreoferta de dólares producto del fuerte influjo de capitales al País en los años 90s<sup>44</sup>; sin haberse realizado medidas correctivas (para no mantener un tipo de cambio sobre-apreciado). Hay que resaltar que el mantener sobre-apreciado el Nuevo Sol con la intención de atraer inversiones de cartera es una política

---

<sup>43</sup> Al hacer creer de manera equivocada que con una moneda sobrevaluada se vive mejor en el país antes que en cualquier parte del mundo.

<sup>44</sup> Recordando el viejo proverbio de que todo en exceso es malo. Economías como la chilena, para evitar por un lado las posibles fugas masivas de capitales de corto plazo, así como para evitar la fuerte apreciación cambiaria en perjuicio de su sector exportador, impusieron fuertes encajes a dichos capitales, sin que se halla perjudicado para nada el influjo de los mismos.

muy herrada en la que ha venido incurriendo el país, se fomenta implícitamente a la especulación, esperando la fuerte devaluación de la moneda local<sup>45</sup>.

Aunque hay que reconocer que contamos con una buena regulación y supervisión del sistema financiero, este debe continuar mejorando y muy receloso del mercado. Por su parte, entre las buenas medidas que se esperarían para lograr resultados favorables en la desdolarización están sobre todo, la continuación de la *estricta disciplina fiscal y monetaria*, no debiendo por ningún modo tener usos de carácter político en situaciones electorales, así mismo la posible adopción de *mecanismos de indexación explícitos*, entre otros.

Con respecto a la posibilidad de dolarización de la economía peruana cabe resaltar que una vez evaluado los costos y beneficios, pareciera que los primeros son mayores a los beneficios, por lo que debería optarse por mantener una economía desdolarizada, en la que prime la función de intercambio del Nuevo Sol (Solarizada) con un tipo de cambio alto y totalmente flexible capaz de absorber todo tipo de shock externo. Es de consenso en una buena parte de la profesión que para economías pequeñas y abiertas la mejor política cambiaria es de tipo de cambio flexible. Asimismo, serviría para incentivar las actividades transables exportadoras y turísticas, mejores formas de generar crecimiento económico, generación de puestos de trabajo y reducción de la pobreza en todo el Perú.

---

<sup>45</sup> Vale la pena aclarar que el término “devaluación cambiaria” se utiliza cuando el Tipo de Cambio es fijo, y “depreciación cambiaria” cuando el Tipo de Cambio es flexible.

## NOTAS

- 
- <sup>i</sup> Un ejemplo ilustrativo es lo ocurrido en Europa al inicio de los años 90s, tras las políticas fiscal expansiva del gobierno alemán con el objetivo de la recuperación de la Alemania del Este, la tasa de interés aumentó fuertemente, en tal contexto los otros países también tuvieron que aumentar su tasa de interés para defender sus monedas. Inglaterra que aumentó fuertemente su tasa de interés sufrió una fuerte recesión; al igual que Suecia que defendió su moneda hasta con una tasa de interés de 500%, teniendo que abandonar la banda posteriormente.
- <sup>ii</sup> Otro enfoque de la Tasa de Inflación de Equilibrio es la desarrollada por Francisco Rosende (2000), siguiendo a Barro y Gordon, 1983, en donde una vez que se llega a ella la Autoridad Monetaria no tiene incentivos para desviarse ya que los costos inherentes al castigo como resultado de romper la “Regla” son al menos tan elevados como los beneficios que ello implica.
- <sup>iii</sup> Romer, David. The New Keynesian Síntesis, JEP Winter 1993
- <sup>iv</sup> “Como este temor es permanente y la magnitud de la inflación esperada no se realiza, a pesar que el dólar está atrasado, se ha convertido parte importante de los activos en moneda nacional a dólares es así que la inflación se ha metamorfoseado: Existe relativamente poca inflación realizada, pero si mucha inflación futura esperada”, Campos, P. Revista Moneda, No 56, BCRP, Febrero 1993.
- <sup>v</sup> Duncan, R. Revista Moneda N° 123, BCRP, Septiembre 2001, quien utilizando la técnica econométrica del Threshold Autorregresive Process, llega a dicho resultado. Esto también es muestra del fenómeno de histéresis.
- <sup>vi</sup> Una buena disertación de los diversos Regímenes de Política Monetaria puede verse en Revista Moneda No 126, BCRP, Marzo 2001.
- <sup>vii</sup> En Chile la indexación afectó a los contratos privados incluyendo salarios, rentas de arriendo de casas, seguros de salud; instrumentos financieros tales como prestamos de consumos, hipotecas, bonos corporativos, y además casi todo seguro de ingreso fijo con una madures superior a tres meses. También afectó a los instrumentos de política tales como tipo de cambio, tasas de interés sobre la deuda pública, ingresos tributarios y salarios del sector público. Lefort y Schmidt-Hebbel, 2002.
- <sup>viii</sup> Podemos identificar cinco tipos de Crisis Financieras o de Balanza de Pagos: (1) Crisis inducidas por políticas macroeconómicas (Modelo de Krugman, 1979, de Crisis de Balanza de Pagos), (2) Pánico financiero (Modelo de Dybvig-Diamond, 1983, Modelo de Corrida Bancaria), (3) Colapso de la burbuja (Blanchard y Watson, 1983, Especuladores compran activos financieros por un precio por encima del verdadero), (4) Crisis de riesgo moral (Akerlof y Romer, 1996, los bancos prestan fondos sobre la base de garantías públicas implícitas o explícitas), (5) Funcionamiento desordenado (Sachs, 1995, cuando el mercado opera sin el beneficio de una coordinación de acreedores vía una ley de quiebra). Radelet, S. y Sachs, J. (1998), “The Onset of the East Asian Financial Crisis”
- <sup>ix</sup> “Sus beneficios serían inmediatos: tasas de interés cercanas a las internacionales y menos volátiles, disponibilidad de líneas de crédito a largo plazo, surgimiento de un flujo sostenido de inversión endógena, normalización del crédito bancario y desarrollo del mercado financiero”. Chávez, Alvarez, Jorge. Diario “El Comercio”, 16-Enero-2000.

---

## **BIBLIOGRAFIA**

- Bailey, Michael y Stecher, Heinz (2000). <http://www.twinside.org.sg/title/brazil-cn.htm>
- Banco Central de Reserva del Perú, Revista Moneda, Números 56, 123, 126. Memoria Anual. Lima - Perú, diversos años.
- Banco Central de Reserva del Perú (2002). “Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas”. Junio y Septiembre.
- Barro, Robert y Gordon, David (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. Journal of Political Economy. Vol. 91, N° 4.
- Capote, Humberto (1998). “La Dolarización de la Economía: Apuntes sobre el caso uruguayo”. Boletín del CEMLA. Enero y Febrero.
- Cipollini, A. y Kapetanios, G. (February, 2006). “Forecasting Financial Crises and Contagion in Asian using Dynamic Factor Analysis”. Working paper. Exes University.
- Corbo, Vittorio (Septiembre, 2002). “Exchange Rate Regimen in the Americas: Is Dollarization the Solution?” Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Dollar, David and Kraay, Aart. “Growth is Good for the Poor” (March, 2000). Development Research Group. The World Bank.
- Duncan, Roberto (Febrero, 2000). “Los procesos de sustitución monetaria y de sustitución de activos en la economía peruana”. Tesis para optar el Título de Licenciado en Economía. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Krugman, Paul. “What happened to Asia?” Massachus Institute Tecnology (MIT). January, 1998. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Larraín B., Felipe y Vergara M., Rodrigo (Abril, 2000). “La Transformación Económica de Chile”. Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile.
- Morandé, Felipe y Tapia, Matías (March, 2002). “Exchange Rate Policy in Chile: From The Band to Floating and Beyond”. Santiago de Chile.
- Radelt, Steven and Sachs, Jeffrey (March 30, 1998). “The Onset of the East Asian Crisis”. Harvard Institute for International Development.

---

Romer, David (1993). “The New Keynesian Sintesis”, *Journal Economic Perspective*. Winter 1993, Vol. 7, No 1.

Rosende, Francisco (2000). “Teoría Macroeconómica, Ciclos Económicos, Crecimiento e Inflación”. Ediciones Universidad Católica de Chile.

Schmidt-Hebbel, Klaus y Lefort, Fernando (2002). “Indexation, Inflation, and Monetary Policy: An Overview”. Central Bank of Chile.

Secretariats of the United Nations Conference on Trade and Development and the United Nations Economic Commission for Europe. Geneva, October 1998.

Stiglitz, Joseph E. (2002). “El Malestar en la Globalización”. Traducción de Carlos Rodríguez Braun.

Zhuang, Juzhong and Dowling, J. Malcolm (October, 2002), “Causes of the 1997 Asian Financial Crisis: What Can an Early Warning System Model Tell Us?” Asian Development Bank. ERD Working Series paper No. 26.