

Apertura financiera y dolarización. Una perspectiva escéptica

MATÍAS VERNENGO Y LOUIS-PHILIPPE ROCHON*

Resumen

La introducción del Euro y la creciente convergencia económica e integración de los países miembros de la NAFTA ha estimulado el debate sobre la viabilidad de adoptar una moneda común entre Canadá, Estados Unidos y México. Sin embargo, es difícil pensar que los Estados Unidos podrían abandonar el dólar y en su reemplazo adoptar otra moneda común. Por lo que es necesario precisar las diferencias entre dolarización y unión monetaria. Los beneficios que se presentan para los bancos americanos y para las empresas multinacionales bajo un esquema de dolarización no serían los mismos que bajo un acuerdo de una moneda común (Zona Monetaria Óptima). La dolarización parece ser un proceso a través del cual se exportan los principales problemas del sistema financiero americano a otras economías y además una estructura del crecimiento determinada desde el interés de los bancos y empresas transnacionales americanas.

Abstract

The introduction of the Euro and the increasing economic convergence and integration of the NAFTA member-countries have stimulated a debate on the feasibility of adopting a common currency among Canada, the United States and Mexico. The project would certainly be that much more contentious since it is difficult to believe that the U.S. will abandon the dollar and embrace a common currency. On the other hand the benefits from dollarization for American banks and multi-national firms would not be the case in a common currency arrangement; therefore to remark the differences between a monetary union and dollarization are of particular importance. Dollarization seems to export one of the main problems of the American system to other economies, namely: the disproportional influence of financial interests and to the extent that investment is financed through these banks to those American multinational corporations the path growth of the country may be determined by the requirements of his own institutional structure.

* Los autores se desempeñan como Asistente del Director del Centro de Análisis de Política Económica (CEPA) de New School University, New York y Profesor Asistente de Economía y Finanzas de Stephen B. Monroe, además Director del Centro de Macroeconomía y Política del Desarrollo en Kalamazoo College, Michigan, respectivamente. El documento se escribió durante una visita de investigación en el CEPA. Los autores agradecen a Per Berglund, Jane Dárísta y a la Fundación Ford.

1. Introducción

La introducción del Euro y la creciente convergencia económica e integración de los países miembros de la NAFTA ha estimulado un debate sobre la viabilidad de adoptar una moneda común entre Canadá, Estados Unidos y México.¹ El presidente mexicano electo Vicente Fox en una reciente visita a Ottawa propuso un proyecto de integración de Norteamérica equivalente a la integración europea, con fronteras abiertas, moneda común y un equivalente a un fondo de cohesión social para financiar escuelas, carreteras e infraestructura en México. Seguramente, la creación de tal unión monetaria sería el proyecto más ambicioso y controversial en muchas décadas.

Sin duda este proyecto sería muy más conflictivo pues es difícil pensar que los Estados Unidos pudieran abandonar el dólar y en su reemplazo adopten otra moneda común. En este sentido, la Unión Monetaria de Norte América (UMNA) propuesta por Fox implica un proceso más similar al proceso de unificación alemana que al de la Unión Monetaria Europea. En efecto, Vicente Fox no propuso una moneda común, sino simplemente la dolarización. De todas maneras, sea que el dólar norteamericano sea adoptado como única moneda o haya la creación de una nueva moneda, surgen serias preguntas que van más allá de los problemas técnicos económicos, toda vez que Canadá y México tendrían que abandonar sus propias monedas.

Los argumentos convencionales para la unión monetaria están basados en el concepto de eliminar monedas nacionales y moverse a una común, que permita obtener ganancias en eficiencia económica, lo que surge de la eliminación de los costos de transacción y de la reducción del riesgo en los movimientos inciertos en las tasas de cambios (De Grauwe, 1997, p.52). Los costos de una unión monetaria, por otro lado, están asociados con la pérdida de soberanía nacional en la conducción de la política monetaria (De Grauwe, 1997, p. 5).

Este documento examinará algunos de los argumentos de este debate desde la perspectiva americana. La sección II, presentará las diferencias entre dolarización y unión monetaria donde los argumentos se apoyan en la incompatibilidad de mercados y los mecanismos o instituciones de regulación.² La Sección III se enfocará en la discusión de lo que consideramos son los argumentos convencionales en este debate, particularmente la eliminación de costos de transacción y los

¹ El debate realmente se extiende a América Latina con la idea de formar una unión monetaria entre los países del Norte y Sur América. Tratamos aquí en forma mínima con países de Latinoamérica.

² Eatwell y Taylor (2000) argumentan que debería haber una contraparte entre mercados y reguladores. Por consiguiente, un mercado global requiere un regulador global

beneficios del comercio y señoreaje. Opinamos que los argumentos presentados por los proponentes de la dolarización no son definitivos y que el incremento en el comercio no necesariamente genera el incremento de la producción y crecimiento.

Finalmente, la Sección IV revisará dos argumentos de la dolarización que creemos han sido descuidados en la literatura. Primero que con la dolarización al permitir el uso exclusivo del dólar, se permite a los bancos americanos tener una presencia más fuerte en economías locales,³ lo que produce simultáneamente un decrecimiento en el número de bancos locales. En otras palabras, los bancos americanos ganan competitividad sobre los bancos locales. Segundo, el que las empresas multinacionales americanas que tienen conexiones con los bancos americanos obtienen mayor acceso a las economías y mercados locales dado el acceso que tienen al crédito de los bancos americanos. Esto conduce a las preguntas de quién se beneficia de la dolarización y quién carga con los costos. Esta es la pregunta crucial que será analizada desde una perspectiva política y económica.

Los beneficios que se presentan para los bancos americanos y para las empresas multinacionales bajo un esquema de dolarización no lo serán en el caso en el que se opere bajo un acuerdo de una moneda común (Zona Monetaria Óptima). Por lo tanto, las diferencias entre unidad monetaria y dolarización son de particular importancia para los propósitos de este trabajo. Más importante que el incremento en el número de bancos y empresas americanas es la extensión del capitalismo americano a otras regiones y con eso las ventajas y costos de este particular acuerdo institucional. La dolarización parece ser un proceso a través del cual se exporta los principales problemas del sistema americano a otras economías, particularmente el de la influencia desproporcional de los intereses financieros. Como resultado, la dolarización puede intensificar los problemas generados por el incremento de la volatilidad de los flujos de capital.

2. Unión Monetaria versus dolarización

Las diferencias entre un régimen oficialmente dolarizado y la creación de una unión monetaria no son triviales. La dolarización se refiere a la adopción del dólar americano por parte de otros países que deben abandonar sus respectivas monedas nacionales. En contraste, una unión monetaria requerirá la creación y la subsecuente adopción de una nueva moneda por parte de todos los países miembros, como en el caso de la Unión Monetaria Europea. En esta situación, la Unión Monetaria Norteamericana (UMNA) requerirá el abandono del dólar americano y de sus

³ Por economías locales, queremos decir otras economías que no sean de los Estados Unidos.

instituciones relacionadas y su reemplazo por una nueva moneda y por nuevas instituciones con responsabilidades compartidas por todos los países miembros.

Los problemas en establecer la Unión Monetaria Norteamericana serían abrumadores. Es virtualmente inconcebible que los Estados Unidos acepte dismantelar sus instituciones financieras y monetarias y luego acepte compartir responsabilidad en el diseño de política monetaria en una institución renovada y no basada en el dólar. Más aún, los Estados Unidos tiene buenas razones para querer mantener al dólar. La posición del dólar como la moneda de reserva internacional trae considerables ventajas a la economía norteamericana.⁴

Finalmente, como advierte Buitre (1999), aún cuando un banco central supranacional fuera considerado por las autoridades americanas, la transferencia de soberanía nacional a un banco central norteamericano podría carecer de legitimidad política en la ausencia de una unión política. Como el autor escribe (1999, pp. 29-36),

A menos que esta transferencia de poder sea recibida como legítima por los residentes de la Unión Monetaria de Norte América, la autoridad de la Reserva Federal de la UMNA será cuestionada por aquellos que se consideren afectados. En una sociedad abierta y democrática la delegación de los poderes de los hacedores de política a oficiales no elegidos solamente será aceptado como legítimo por los ciudadanos si el banco central independiente es responsable de los representantes electos. La responsabilidad requiere de apertura y transparencia. La necesidad de apertura y transparencia también aplica a los procedimientos del banco central. En Norte América, no hay parlamento que pueda imponer responsabilidad efectiva de la Reserva Federal de la UMNA. Aún si Canadá pudiera obtener un lugar en el Consejo de la Reserva Federal de la UMNA, el parlamento canadiense solo podría llamar a su único representante para que rinda cuentas. La falta de mayoría canadiense en el Consejo de la Reserva Federal de la UMNA no estaría en obligación de responder a los representantes electos de los ciudadanos de Canadá.

La creación de un banco supranacional requiere del preestablecimiento de una institución política supranacional. Si bien se podría argumentar que el euro fue creado sin el desarrollo previo de un estado europeo, si se ha creado sobre la base de la existencia de instituciones europeas que han asumido la regulación del mercado europeo. La pregunta que surge es de sí la experiencia de una moneda sin

⁴ Vernengo (2000) argumenta que la habilidad para mantener el déficit comercial por casi veinte años es el resultado de la posición internacional del dólar.

un Estado funcionará o no; y, su respuesta va más allá del objetivo de este documento por lo que no se intenta repuesta.

La dolarización implicaría también la pérdida completa de soberanía monetaria para Canadá y México. Esto podría ser sin precedentes en países del tamaño y complejidad de Canadá y México, países cuyas autoridades monetarias podrían ser redundantes si la dolarización fuera efectivamente implementada. Sin embargo, no está claro cómo instituciones americanas actuarían en territorio extranjero. La derogación institucional es una de las consecuencias de la dolarización. Esto es más visible en los problemas que crearía la ausencia de un prestamista de última instancia para las instituciones financieras de Canadá y México.

La diferencia más importante entre dolarización y unión monetaria reside en el hecho de que la dolarización crea por definición una incompatibilidad entre mercados domésticos y entes reguladores. Mientras que una unión monetaria podría llevar adelante, como en el caso de la Unión Monetaria Europea, el desarrollo de instituciones supranacionales que regule el mercado supranacionales; en una economía dolarizada, las agencias reguladoras nacionales pierden su poder. Una agencia reguladora extranjera, en particular la Junta de la Reserva Federal, tendrá el poder, aún cuando no tenga el apoyo político, para formular una política monetaria más allá de las fronteras norteamericanas.

Es bien conocido que el desarrollo del sistema capitalista involucró, desde las fases iniciales de la revolución industrial, el desarrollo del sistema bancario (Cameron 1967). Sin embargo, la historia bancaria es rica en anécdotas de crisis provocadas por la falta de información, comportamiento especulativo y eventual actividad criminal (Kindleberger, 1978). Es por esta razón que, a lo largo del desarrollo de los sistemas bancarios, los gobiernos desarrollaron sistemas de regulación nacional para mejorar el control y supervisión de las actividades de los sistemas bancarios nacionales con el propósito de reducir la ocurrencia de crisis financieras.

Entre las funciones desempeñadas por un banco central está la de proveer liquidez al sector bancario. Regularmente, se lo hace a través de operaciones de mercado abierto; mientras que en períodos de crisis, lo hace a través de su papel de prestamista de última instancia. En este contexto, muchos problemas pueden surgir como resultado de la ausencia de una autoridad monetaria nacional en Canadá y en México.. Primero, la Junta de la Reserva Federal podría negarse a actuar como prestamista de última instancia a favor de bancos de fuera del territorio de los Estados Unidos de América. De hecho, el proyecto de ley propuesto por la Senador Connie Mack explícitamente manifiesta que la Reserva Federal no estaría obligada a

actuar como tal en los países dolarizados, ni tendría la responsabilidad de supervisar a los bancos fuera de los Estados Unidos o incluso a considerar condiciones económicas extranjeras en la formulación su política monetaria.

Más aún, afirma que las familias canadienses y las mexicanas que mantengan depósitos en dólares en sus países después de la dolarización no serían cubiertas por el seguro de depósitos que rige en los EEUU. En ese sentido, el riesgo asociado con el normal funcionamiento de una economía será exacerbado. Los países dolarizados son básicamente devueltos al marco institucional de etapas históricas tempranas al desarrollo de las economías de mercado. Más problemático resultaría el hecho de que cualquier discusión de alrededor de los asuntos de las instituciones gubernamentales descartaría canadienses y mexicanos; después de todo, las instituciones americanas responden solamente a su distrito electoral.

Por otro lado, tampoco está claro cual sería la reacción de las instituciones americanas una vez que se confronten a con una crisis fuera del territorio estadounidense; aunque experiencias recientes muestran que con la creciente integración asociada a la globalización, la administración americana reaccionaría rápidamente; y, la crisis mexicana “Tequila” de diciembre de 1994 es un ejemplo relevante que debe estudiarse.

Ciertamente la crisis mexicana asustó a los hacedores de política americana, en tanto esta afectaba directamente las inversiones americanas en México y amenazaba la estabilidad de la NAFTA los planes de creación del Área de Libre Comercio para las Américas (ALCA). Más aún, hubo el temor de que se incrementaría la inmigración de los mexicanos a los Estados Unidos, con el consecuente incremento de la competencia a los trabajadores americanos. Para contrarrestar estas posibles amenazas, el gobierno de Clinton preparó un plan de rescate que incluía la emisión de bonos y garantías del gobierno americano por 10 años. El plan, sin embargo, no tuvo el apoyo necesario para su aprobación en el Congreso.

La posibilidad del default (declaración de moratoria) de deuda mexicana condujo a la administración de Clinton, bajo la dirección del entonces Secretario del Tesoro, Robert Rubin, a decidir no enviar el proyecto al Congreso, debido a la falta de apoyo advertido. El Tesoro optó preferentemente por extender una línea de crédito directa (por sobre los \$ 20 mil millones) del Fondo de Estabilización Cambiaria, el que se mantuvo al margen del control del Congreso (Henning, 1999, p. 64). El Tesoro adoptó esta salida pues supuso que el incumplimiento de pagos por parte de México podía acarrear serias consecuencias a la economía estadounidense, en

particular a los inversores del Wall Street quienes estaban con posiciones importantes en activos denominados en pesos.⁵

La importancia de la crisis mexicana, desde nuestra perspectiva, es que muestra que las instituciones americanas podrían tener la intención de actuar más allá de sus fronteras, en un esfuerzo voluntario por crear estabilidad. Sin embargo, esta misma experiencia demuestra que el proceso puede estar manejado por grupos interesados y que carece de transparencia o responsabilidad (rendición de cuentas). Los extranjeros estarían excluidos de procesos de decisión que afectan su propio destino. Más aún, la propia sociedad civil americana también ha sido excluida del proceso de decisión. En tanto que el Banco de la Reserva Federal se responsabiliza ante el Congreso de su país del rescate a un banco doméstico, el Tesoro Norteamericano no lo es del rescate de la economía mexicana. Es muy cierto que existe una fuerte presión para que en períodos de crisis se delegue al Ejecutivo el poder del Congreso, como advierte Henning (1999, p- 43), y el rescate demostró ser eficiente en evitar una crisis sistémica. Sin embargo, también se resalta la debilidad de las instituciones en manejar la crisis supranacional.

En el caso hipotético de que se realice la Unión Monetaria de Norte América y que se cree un Banco Central Americano (BCA), se podría esperar que este banco central rinda cuentas ante un congreso supranacional, si es que se toma en serio la transparencia y el proceso e rendición de cuentas (accountability). Sin embargo, los costos involucrados en la creación de una nueva institución parecerían ser muy altos. No obstante, las ventajas de la Unión Monetaria de Norte América sobre una dolarización serían considerables para todas las partes involucradas, los costos de renunciar a su propia moneda son más altos en el caso de los Estados Unidos que en los de Canadá o México. Esta asimetría y la importancia de la economía americana en los mercados mundiales, nos lleva a pensar que el poder coercitivo en vez de la cooperación sería la fuerza que conduzca a una unión monetaria en las Américas y que la dolarización tiene más futuro que una Unión Monetaria de Norte América.

3. Argumentos a favor y en contra de la dolarización

El debate de Mundell (1961) sobre la creación de Zonas Monetarias Optimas es todavía la principal referencia en la literatura en temas relativos a la adopción de una moneda común. De acuerdo a esta teoría, una unión monetaria es óptima si las economías están sujetas a choques similares, de forma tal que la depreciación o

⁵ La creciente importancia de la perspectiva del Wall Street en relación a la programación monetaria condujo a Bhagwati (1998) a crear el término complejo Wall Street-Tesoro. Smithin (1996) se refirió al dominio de los intereses financieros como la revancha de los rentistas, en un rezago más Keynesiano.

apreciación de la moneda común resuelva los problemas de todos los países en su conjunto. Si los choques tienen efectos asimétricos en las economías la creación de una zona monetaria óptima implica, o que debe haber la suficiente flexibilidad salarial, o la suficiente movilidad laboral, de forma tal que los países pueden ajustarse sin recurrir a variaciones en el tipo de cambio.

Se asume que los costos de una unión monetaria en una zona monetaria óptima serían muy pequeños. Por otro lado, las ganancias en eficiencia económica surgidas de la eliminación de los costos de transacción y de la reducción del riesgo que provienen de los movimientos inciertos del tipo de cambio parecen ser considerablemente altos. Además, una ventaja adicional para los Estados Unidos en el caso de dolarización es el incremento de las ganancias por señoreaje.

En este contexto la primera pregunta que se deberían hacer los países de Canadá, México y Estados Unidos es de si están o no sometidos a choques simétricos. Esto quiere decir que, si es así y los ciclos económicos convergen en las tres economías, la ausencia de política monetaria independiente es secundaria. Frankel y Rose (1996) presentan evidencia de que vínculos comerciales cercanos entre países implican altas correlaciones en sus ciclos. De ser así, en todo caso faltaría por demostrar que un ciclo correlacionado puede ser necesario pero no necesariamente suficiente para garantizar el que la ausencia de políticas monetarias independientes no tenga efectos.

En particular, países que están en diferentes etapas en el proceso de desarrollo pueden necesitar diferentes políticas monetarias. Amsden (1989) argumenta que para los países en vías de desarrollo es necesario algún grado de represión financiera. Esto es, en el caso de Corea del Sur por ejemplo, el uso de tasas de interés reguladas, créditos subsidiados y asignación de crédito discrecional, fueron partes importantes del sistema⁶. En este caso, la dolarización en países menos desarrollados como México será más problemática que en países desarrollados como Canadá en virtud de lo señalado.

Por otro lado, muchos países desarrollados tienen sistemas de asistencia pública que son más amplios que la asistencia pública americana, como es el caso de Canadá. En este caso, la dolarización puede imponer políticas monetarias que pueden resultar muy restrictivas e incluso incompatibles con el mantenimiento de amplios programas de política social. Por ejemplo, Canadá tiene un extenso sistema nacional de salud y una amplia red de seguridad social y una política monetaria

⁶ El argumento no es que mercados de crédito son imperfectos desde que son materia de información asimétrica u otras imperfecciones, las cuales podrían ser verdaderas. El punto es que, las imperfecciones pudieron haber sido creadas en orden de mejorar el crecimiento. En otras palabras el Estado pudo fijar precios.

restrictiva por parte de los Estados Unidos en un régimen dolarizado puede imponer cargas de intereses en Canadá que puede poner en peligro sus programas sociales.⁷

En relación con este tema particular, la dolarización en países menos desarrollados como México podría ser menos problemático que en países desarrollados como Canadá; sin embargo, la conclusión general es que la dolarización es problemática tanto para los países desarrollados como para los menos desarrollados.

Para poder decidir si hay o no que dolarizar se tiene que pesar los costos y los beneficios asociados a la dolarización. En el lado de los beneficios, se asume generalmente que la unión monetaria reduce los costos de transacción y también elimina el riesgo cambiario. Como resultado de estas dos ventajas, el flujo de comercio se incrementaría dramáticamente entre los países de la unión.⁸ Rose (2000, p. 11) argumenta que “países que comparten una moneda común se involucran sustancialmente en el comercio internacional”.

La ventaja más importante de un mayor comercio, se arguye son las altas tasas de crecimiento que se logran. En los últimos veinticinco años este ha sido un tema dominante tratado en la literatura del desarrollo económico. Las experiencias contrastantes de las economías Latinoamericanas relativamente cerradas con la de los países relativamente abiertos de Asia del Este llevan a muchos autores a argumentar que las estrategias de desarrollo orientadas al exterior conducen al crecimiento (e.g. Dollar, 1992, Banco Mundial, 1993).

Sin embargo, la literatura sobre las ventajas de la apertura económica está lejos de ser consensual. Las recomendaciones de apertura parecen ser poco consistentes entre los diversos estudios (Pritchett 1996). Taylor (1991a, p. 100) argumenta que los modelos estructuralistas de flujos de capital y de productos sugieren que la apertura o una política de no-intervención en cualquier mercado no necesariamente conduce a un crecimiento acelerado o a un ajuste menos costoso de choques externos. Más aún Rodríguez y Rodrik (1999) encontraron poca evidencia que políticas abiertas de comercio estén significativamente asociadas a un mayor crecimiento. En un estudio reciente de los efectos de las reformas de los ajustes estructurales en Latinoamérica, Stallings y Peres (2000) encuentran que la

⁷ Este argumento también trae el tema de impuestos. Canadá requiere impuestos altos para financiar los programas. La dolarización puede en definitiva conducir a la necesidad de una armonización de los impuestos (al momento ese es un tema de gran debate en Europa) que traería cambios drásticos en los programas sociales canadienses.

⁸ Sin embargo, dado que por todos los razonables costos estimados de transacciones involucrados en el manejo de más de una moneda son claramente pequeños, se tiende a creer que el incremento del comercio está relacionado a la liberalización del comercio, esto es, la eliminación de cuotas y reducción de tarifas.

liberalización de la cuenta corriente y capital tuvo un efecto significativo pero pequeño en el crecimiento.

La vulnerabilidad del vínculo entre comercio y crecimiento sugiere que cualquier decisión de dolarizar basada en efectos de la reducción de los costos de transacción de comercio y por ende en el crecimiento no debe ser muy enfatizado. Desde una perspectiva americana, la principal ventaja de acuerdo a los argumentos convencionales de la dolarización sería el incremento en los ingresos por señoreaje.

Los argumentos convencionales referentes al señoreaje pueden ser divididos en dos. Primero, hay una discusión de cómo medir el valor preciso de los ingresos acumulados del señoreaje. Segundo, el debate luego tiene que ver en cuánto deben los Estados Unidos repatriar a cualquier país que escoja la dolarización, es decir la precisa regla de participación.

El señoreaje surge porque las monedas tienen mayor valor que el costo de emisión. Por consiguiente, la emisión de dinero, genera ingresos, debido a que permite al gobierno financiar adquisiciones reales. Mientras más dinero imprima un país, más ingresos tendrá, pero hasta cierto punto. En general, la literatura asume que existe la curva Laffer de señoreaje (o curva Laffer de inflación-impuesto). La existencia de esta curva es justificada de la siguiente manera: la cantidad del gasto real financiada a través de la emisión de dinero, es igual al incremento nominal del stock de dinero sobre el nivel de precios (señoreaje). Se demuestra fácilmente que en el estado estacionario cuando el stock real de dinero es constante, el señoreaje será igual a la tasa de impuesto (tasa de depreciación del valor real del dinero) multiplicado por la cantidad a ser gravada, esto es, los balances reales de dinero (Agénor y Montiel, 1996). Como resultado, el gobierno puede incrementar sus ingresos imprimiendo dinero y generando inflación, toda vez que una alta tasa de inflación representa un alto impuesto en tenedores de dinero. Sin embargo, más allá de un cierto nivel de inflación, los agentes sustituirán el dinero por activos con rendimiento de intereses, por lo que un incremento en la tasa de impuestos (inflación) está acompañada por una disminución de la base fiscal (balances de dinero real).

Hausmann (1999, p. 76) estima que el señoreaje de un país es apenas el 0.5 por ciento del PIB, aunque otros han llegado a diferentes conclusiones.⁹ Schmitt-Grohé y Uribe (1999), por otro lado, concluyen que la mayoría de cálculos son “enormemente subestimados” y equivocados porque no consideran que la base monetaria se incrementa a través del tiempo. Su conclusión es que el cálculo del ingreso por señoreaje puede ser “cinco veces mayor a las estimaciones incorrectas”.

⁹ Ver también Berg y Dornsztejn (2000) para estimaciones e alternativas del señoreaje.

A pesar de estas divergencias considerables en el tamaño actual de los ingresos por señoreaje, no hay duda de que la dolarización representa una lluvia de dinero para los Estados Unidos. Esto nos lleva a un segundo punto: la naturaleza de la regla de compartir este ingreso. La mayoría de economistas en este campo creen que los Estados Unidos, en una base anual, debería compensar a los países dolarizados por la pérdida de señoreaje. Tal vez, el único que tiene una postura diferente es Barro (1999) quién demanda a los Estados Unidos debería convenir a cambiar monedas locales por dólares norteamericanos, y no ofrecer ninguna repatriación anual por señoreaje. Muchos apoyan alguna parte de la propuesta del Senador Connie Mack (Florida) quien sugiere la repatriación del 85% de los ingresos por señoreaje que una nación pierde como resultado de la dolarización¹⁰

En otras palabras, aunque la pérdida por señoreaje es una pérdida real para los países dolarizados y una ganancia para los Estados Unidos, está claro que algún grado de la distribución de los ingresos podría tomar lugar si la dolarización va realmente a proseguir. Es todavía cierto que la discusión sobre distribución de los ingresos solamente tomaría lugar en los Estados Unidos, dejando a otros países involucrados a un lado en la discusión de su propio futuro.

Adicionalmente, muchos autores argumentan que la pérdida de los ingresos por señoreaje es buena para países que tiene una historia de hiperinflación, pues obliga a mantener una disciplina fiscal incluso a los gobiernos populistas. Los países dolarizados podrían disfrutar de la estabilidad de precios compatibles con los estándares norteamericanos. Dos grupos de problemas son expuestos en la perspectiva de que la dolarización conduce a tasas de inflación bajas. Por un lado, es posible tener procesos inflacionarios aún cuando los gobiernos no tengan ningún ingreso por señoreaje. Los choques de oferta, incrementan el poder de negociación laboral con presiones para obtener mayores salarios, reglas de indexación y otros mecanismos pueden llevar a una inflación alta (Taylor, 1991b). Por otro lado, este argumento no puede ser usado para defender la dolarización en el caso de Canadá; en tanto es un país que no tiene registros de inflación altas.¹¹

Más aún, el argumento sobre señoreaje trae a cuestionamiento el financiamiento del gasto público. Bajo una economía dolarizada, Canadá y México tendría que emitir bonos en dólares. Dada la incapacidad de imprimir dólares, se podría esperar que los bonos canadienses y mexicanos puedan pagar una compensación sobre los bonos americanos. Las tasas de interés altas en Canadá y México podrían, en su oportunidad, hacer que los gastos del gobierno sean más costosos, creando una

¹⁰ Ver Schuler y Stein (2000) para otras posibles formas de distribución del señoreaje.

¹¹ En el caso de Canadá, sin embargo, la existencia de diferentes estructuras de gasto social pueden muy bien ser un argumento relevante en contra de la dolarización.

postura permanente de deflación fiscal. Esto conduciría a una reducción en el gasto social en Canadá y la imposibilidad de incrementar el gasto en programas sociales en México. Este es, probablemente, el costo más importante de cualquier intento de dolarizar.

En conjunto, los argumentos convencionales para apoyar los procesos de dolarización parecen más bien frágiles. Las reducciones de los costos de transacción y el incremento del comercio pueden que no conduzcan a un mayor crecimiento. La estabilidad de precios puede no verse conseguida. Finalmente, la pérdida de señoreaje, aún si se redistribuyese, reduce el atractivo de la dolarización y crea serios problemas en el financiamiento del gasto gubernamental. Sin embargo, aún si se asume que esos beneficios pesan más que las pérdidas, hay espacio para un escepticismo acerca de la dolarización.

4. Apertura financiera y dolarización

En las secciones anteriores se debatió acerca de los relativos méritos de la Unión Monetaria de Norte América y la dolarización y los argumentos en favor o en contra de la dolarización. Hemos visto que a pesar de las ventajas de la Unión Monetaria de Norte América, la dolarización es lo más probable y las ventajas de la dolarización son inciertas ya que los efectos positivos de reducir los costos de transacción en el comercio y sus efectos sobre el crecimiento son un tanto limitados.

Finalmente las ventajas para los Estados Unidos de incrementar los ingresos por señoreaje son considerables, aunque parece ser que los Estados Unidos no parece tener la intención de compartir estos ingresos. En esta sección se planteará las consecuencias específicas de la dolarización en los mercados financieros domésticos de los países dolarizados.

Como es bien conocido, moneda común y dolarización son parte de un movimiento general hacia una gran apertura financiera. Desde el fracaso de sistema Bretton Woods los mercados financieros han experimentado una gran expansión. El proceso fue intensificado por la desregulación de los mercados financieros en varios países en vías de desarrollo durante los años 90. El gobierno de los Estados Unidos ha impulsado el proceso de desregulación financiera y recientemente surgió un consenso en los círculos de toma de decisiones del Fondo Monetario Internacional: que el Fondo debe promover los movimientos de capital (Mohammed, 1998, p. 211).

Uno de los argumentos de desregulación financiera es que ésta podría conducir a tasas de interés más bajas y a tasas de crecimiento más altas (Eatwell, 1996). En el caso de los países en desarrollo las expectativas fueron adicionalmente de que una

proporción más alta de flujos de capital estaría compuesta de inversión extranjera directa a largo plazo (FDI). La inversión extranjera directa, a su vez, conduciría a tasas de inversión y de crecimiento internas más altas. La experiencia no ha sido todavía reivindicada desde la teoría, la confianza de que mercados de capitales globales son la clave para la estabilidad y el crecimiento mundial. En el caso de América Latina hay una considerable evidencia de que las entradas de capital en los 1990 condujeron a una excesiva apreciación del tipo de cambio y a un insostenible déficit de la cuenta corriente llevando a una crisis en el balance de pagos (Agosin, y Ffrench-Davis, 1996, Taylor 2000). También Agosin y Mayer (2000) sostienen que en el caso de inversión, la extranjera directa de Latinoamérica tiende a desplazar la inversión doméstica, causando un impacto negativo en la tasa de crecimiento.

El creciente aumento de los flujos financieros de países desarrollados en 1990 fue también acompañado por una creciente crisis de balanza de pagos. De hecho, dada la recurrencia de las crisis financieras, se han desarrollado, en el último par de años, varias propuestas para reformar la llamada arquitectura financiera internacional, incluyendo dentro de las propuestas los impuestos Tobin, creando agencias reguladoras mundiales y la reimposición de controles a los flujos de capital.¹² Se puede decir que la dolarización es una alternativa para afrontar la creciente volatilidad de los flujos financieros.

Los argumentos convencionales a favor y en contra de la dolarización fueron revisados en la sección anterior. Es nuestra opinión que, aún si uno acepta los argumentos convencionales de que la dolarización sería beneficiosas para todas las partes involucradas, — se debe notar que es una posición muy beligerante pues es posible argumentar todavía que hay otras consecuencias que hacen a la dolarización problemática.

Particularmente, la dolarización parece exportar uno de los principales problemas del sistema americano a otras economías, la influencia desproporcionada del interés financiero. En otras palabras, la dolarización puede conducir a una imposición de una agenda económica que beneficie fundamentalmente a los intereses del sector financiero norteamericano.

Está claro que en países dolarizados los bancos captarán los depósitos y proveerán créditos en dólares.¹³ Esto puede acarrear un posible riesgo. Es también cierto que los bancos americanos tienen una ventaja comparativa en operaciones que

¹² Ver Eatwell y Taylor (2000) para una discusión de la Autoridad Financiera Mundial, D'Arista (1999) para una propuesta de un Sistema Internacional de Compensación clearing; y, Vernengo y Rochon (2000) por un argumento a favor del control de capitales.

¹³ De hecho, los bancos captan depósitos y prestan en dólares en países que han adoptado una caja de conversión, lo que implica un tipo de cambio fijo, como en Argentina.

involucran dólares y activos denominados en dólares. Como un resultado, es razonable esperar que los bancos americanos tendrían un creciente rol en los países dolarizados. Si esta hipótesis es correcta, los efectos son de gran alcance.

En primer lugar, las empresas americanas que tienen obligaciones a largo plazo con el sector bancario estarán también en una posición privilegiada. Esto implica que la dolarización podría incrementar el dominio relativo de intereses americanos en el extranjero. Por lo tanto, no es difícil entender porqué el Senador Mack, quien proviene del sector bancario, está proponiendo un proyecto de ley sobre dolarización (Mack, 2000). Más aún, el Secretario del Tesoro Lawrence Summers recientemente manifestó que “en la medida en que la dolarización contribuyó a consolidar y a expandir nuestro gran rol en los mercados Latinoamericanos, también ayudará a asegurar que sigamos beneficiándonos desproporcionadamente de su crecimiento futuro” (Senado de los Estados Unidos, 1999).

Además, se podría esperar que el marco financiero americano, que esta basado en mercados de capital con el énfasis puesto en la rentabilidad a corto plazo, se convierta en el punto de referencia para el desarrollo futuro de los mercados financieros en economías dolarizadas. Como resultado de la dolarización, el sector financiero puede expandirse según el caso, pero la apertura financiera puede tener su costo, especialmente si los Estados Unidos demanda un mayor rol en la supervisión y una expansión del mercado de valores. Más aún, para muchos la presencia de la colaboración reguladora de los Estados Unidos podría ser vista como para contribuir a un mercado de capitales más estable. Pero con una mayor presencia de los Estados Unidos en colaboración con una creciente preponderancia del interés financiero, el resultado final de estos cambios institucionales podría ser una mayor inestabilidad financiera.

Podríamos por lo tanto esperar que una creciente apertura financiera podría conducir a un mayor dominio americano y un mayor rol de los intereses de sus instituciones financieras. Podemos, tal vez, hasta esperar que el grado penetración financiera sea más alta para países dolarizados que para países no dolarizados. De hecho, Bergsten (1999) sugiere que los países que dolaricen podrían adoptar el sistema “la Reserva Federal en sí mismo (lo cual es improbable, aún cuando Argentina generó un interrogante) o dejando que los bancos americanos copen la mayoría de su sistema financiero”.

Una creciente participación de los bancos extranjeros y de préstamos en moneda extranjera incrementa la incompatibilidad entre el mercado interno y la de regulador de ese mercado. Dando una ventaja competitiva a los bancos extranjeros, la dolarización incrementa los problemas de regulación de los mercados financieros. Las consecuencias podrían ser un alto porcentaje de pánicos financieros, con efectos negativos en niveles de empleo y crecimiento.

Debemos concluir que no hay garantía que la dolarización sea el mejor camino o incluso el camino más sensible para afrontar los problemas de aumento de influjos financieros desde la perspectiva de los países dolarizados. Desde la perspectiva americana, la dolarización da una ventaja competitiva a los bancos americanos, pero crea una carga adicional de regular y supervisar los mercados extranjeros, una tarea que no está en la agenda de los principales partidos políticos de los Estados Unidos.

5. Conclusiones

Este documento pretende hacer dos cosas. Primero, trata de mostrar que los argumentos convencionales sobre dolarización son menos importantes que los que generalmente le son atribuidos. Mientras que las conclusiones a las que se llegaron con estos argumentos teóricos parecen delinear a la dolarización en un lado positivo, la evidencia empírica a favor parece ser limitada. Especialmente, el argumento de que la eliminación de costos de transacción conduce a un mayor comercio y que a su vez un incremento en el comercio conlleva automáticamente a un aumento en el crecimiento, aparentemente no encuentra apoyo en los datos. Las conclusiones están lejos de ser definitivas y sobre todo, una tiene la perspectiva de que los beneficios de la dolarización son altamente inciertos y relativamente pequeños.

Segundo, tratamos de introducir dos argumentos claves que pensamos que han sido pasados por alto en este debate –argumentos que pensamos que están en el centro de este tema. El debate sobre dolarización necesita ser reenfocado, a la discusión acerca del rol de los bancos extranjeros –léase estadounidenses- y corporaciones multinacionales. Argumentamos que la dolarización puede conducir a una creciente presencia de los bancos americanos, como puede verse en América Latina. Los bancos americanos tienen una ventaja comparativa sobre los bancos locales. Más aún, esa inversión está financiada a través de préstamos bancarios, el camino a un mayor crecimiento puede ir a través de corporaciones multinacionales americanas que gozan de vínculos con bancos americanos. Este proceso lleva a una estructura institucional que enfatiza ganancias financieras de corto plazo sobre crecimiento de largo plazo. En ese caso, la dolarización puede no conducir a la reducción de volatilidad financiera como se esperaba pero puede muy bien incrementar la fragilidad financiera del sistema económico doméstico.

En conjunto, parece haber una necesidad de reducir la retórica en el debate; pues se debería evitar hacer afirmaciones que no puedan ser sustentadas. Y más importante aún, se debería advertir que la dolarización no es la panacea y que no resolverá todos los problemas relacionados con la volatilidad de los flujos de capital. En particular, pensamos que la idea del Senador Mack de que la dolarización fortalece los valores democráticos es difícil de defender. Efectivamente él sostiene que la dolarización “también exportará los principios [americanos] –principios como

libertad, justicia, democracia y protección de los derechos humanos.....Veremos más armonía social. Veremos menos conflicto social –menos antagonismo e incertidumbre lo que en el pasado conllevó una convulsión social, creando fricción dentro y fuera del país”. En contradicción a esta gran expectativa creemos que si la dolarización demuestra ser una buena solución para un número limitado de problemas macroeconómicos, ya será más de lo que se ha esperado.

Referencias

- Agénor, P. and P. Montiel (1996), *Development Macroeconomics*. Princeton, Princeton University Press.
- Agosin, M. and R. French-Davis (1996), "Managing Capital Inflows in Latin America", UNDP, Office of Development Studies, *Discussion Paper Series*, No 8.
- Agosin, M. and R. Mayer (2000), "Foreign Direct Investment in Developing Countries: Does it Crowd in Domestic Investment?", UNCTAD, *Discussion Paper*, No 146.
- Amsden, A (1989), *Asia's Next Giant*. New York. Oxford University Press.
- Barro, R. (1999). "Let the Dollar Reign from Seattle to Santiago", *Wall Street Journal*, March 8, p. A18.
- Berg, A. and E. Borensztein (2000), "The Pros and Cons of Full Dollarization", IMF Working Paper, 00/50.
- Bergsten, F. (1999), "Dollarization in Emerging-Market Economies and its Policy Implications for the United States", Memorandum to the Joint Hearing of the Subcommittee on Economic Policy and the Subcommittee on International Trade and Finance Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, April 22.
- Bhagwati, J. (1998), "The Capital Myth", *Foreign Affairs*, vol. 77, No 3, pp. 7-12.
- Buiter, W. (1999), "The EMU and the NAMU: What is the Case for North American Monetary Union?", Douglas Purvis Memorial Lecture, Canadian Economic Association, Toronto, May.
- Cameron, R. (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization: a Study in Comparative Economic History*. New York, Oxford University Press.
- D'Arista, J. (1999), "Reforming the Privatized International Monetary and Financial Architecture", *Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, November.
- De Grauwe, P. (1997), *The Economics of Monetary Integration*. Oxford, Oxford University Press, 1999.

- Dollar, D. (1992), "Outward-oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985", *Economic Development and Cultural Change*, vol. 40, No 3.
- Eatwell, J. (1996), "International Capital Liberalization: The Record", CEPA, *Working Paper Series I*, No 1.
- Eatwell, J. and L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The case for International Regulation*. New York, The New Press.
- Frankel, J. and A. Rose (1996), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *NBER Discussion Paper*, No 5700.
- Hausmann, R. (1999), "Should there be Five Currencies of One Hundred and Five?", *Foreign Policy*, Fall, vol 116, 65-79.
- Henning, C. R. (1999), *The Exchange Stabilization Fund: Slush Money or War Chest?* Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes: a History of Financial Crises*. New York, Basic Books.
- Mack, C. (2000), "Dollarization and Cooperation: Achieving Sound Money", Paper presented at the Federal Reserve Board Dallas conference, March 6.
- Mohammed, A. (1998), "Issues relating to the Treatment of Capital Movements in the IMF", in G. Helleiner, ed., *Capital Account Regimes and the Developing Countries*. London, Macmillan.
- Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimal Currency Areas", *American Economic Review*, 51.
- Rodriguez, F. and D. Rodrik (1999), "Trade Policy and Economic Growth: a Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence", *NBER Discussion Paper*, No 7081.
- Rosc, A. (2000), "Does a Currency union Boost International Trade?", Paper Presented at the Federal Reserve Board of Dallas conference, march 6.
- Sachs, J. and F. Larrain (1999), "Why Dollarization is More Straightjacket than Salvation", *Foreign Policy*, Fall, vol. 116, 80-92.
- Schmitt-Grohé, S. and M. Uribe (1999), "Dollarization and Seignorage: How Much is at Stake?", mimeo.

- Schuler, K. and R. Stein (2000), "The Mack Dollarization Plan: An Analysis", Paper presented at the Federal Reserve Bank of Dallas conference, March 6.
- Smithin, J. (1996), *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism*. Aldershot, Edward Elgar.
- Summer, Lawrence (1999), "Prepared Testimony", Memorandum to the Joint Hearing of the Subcommittee on Economic Policy and the Subcommittee on International Trade and Finance Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, April 22.
- Stallings, B. and W. Peres (2000), *Growth, Employment, and Equity: the Impacts of the Economic Reforms in Latin America and the Caribbean*. Washington, D.C., Brookings.
- Taylor, L. (1991a), "Economic Openness: Problems to the Century's End", in T. Banuri, ed., *Economic Liberalization: No Panacea*. Oxford, Clarendon Press.
- Taylor, L. (1991b), *Income Distribution, Inflation and Growth: Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*. Cambridge, Mass., MIT Press.
- Taylor, L. (2000), "The Consequences of Capital Liberalization", *Challenge*, vol.43, No 6, November-December.
- Vernengo, M. (2000), "Trade Elasticities, the Trade Deficit and the Dollar", CEPA *Working Paper in Economic Policy Analysis*, No 13, October.
- Vernengo, M. and L-P. Rochon (2000), "Exchange Rates and Capital Controls", *Challenge*, vol.43, No 6, November-December.
- World Bank, The (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*. Washington, D.C., Oxford University Press.

Comentarios

EDUARDO BORENSZTEIN

Resulta interesante concluir que el trabajo de L.P. Rochon y de M. Vernengo tiene bastante similitud con el trabajo que presenté esta mañana sobre pros y contra de la dolarización y lo es en tanto muchos de los argumentos y del razonamiento que se hace el trabajo es el mismo. Pero lo interesante está en que sin embargo de ello llegan a conclusiones totalmente distintas; y, esto porque de alguna manera los autores tienen una visión estratégica diferente sobre como funciona la economía.

Por ejemplo uno de los argumentos que se exponían por la mañana como positivos es que la dolarización contribuiría a que la economía sea más abierta, tenga más lazos comerciales en particular con Estados Unidos. Matías y Philippe lo ponen como un aspecto más bien negativo porque argumentan que las economías más abiertas en realidad están en peores condiciones que las economías más cerradas o por lo menos tienen serias dudas de que estén mejor. Lo mismo por ejemplo se puede decir en términos de lo atractivo que puede resultar este régimen monetario para los flujos de inversión directa extranjera y que ellos lo ven como algo más bien negativo.

Cuando se piensa en las relaciones de tipo de cambio en América del Norte entre Canadá, Estados Unidos y México dentro del NAFTA hay un problema que todavía no ha surgido como muy importante y que debe preocupar a cualquiera de estos arreglos regionales donde se produce una gran integración comercial; y, es el que se torna muy difícil para el sistema tolerar fluctuaciones en los tipos de cambio que sean muy pronunciadas. Este es obviamente el problema en Europa razón por la que se han probado distintos sistemas que imponen restricciones a las fluctuaciones de tipo de cambio bilaterales; y, este es también el problema hoy en día en el MERCOSUR con el gran cambio en la competitividad relativa de Brasil contra Argentina.

En el caso de México que se ha integrado más recientemente al NAFTA, el tipo de cambio no ha fluctuado demasiado y en realidad más bien se ha estado apreciando en términos reales aunque también ha ocurrido un aumento muy importante en los niveles de productividad. De manera que para no tener una visión equivocada del nivel de apreciación del peso mexicano uno no puede basarse solamente en el índice de precios que presenta este país.

Pero el caso de Canadá y Estados Unidos es un poco más difícil de explicar en tanto el dólar canadiense ha tenido periodos en los que se ha depreciado mucho con respecto a Estados Unidos y este país no ha reaccionado como reacciona habitualmente cuando ocurre lo mismo con Corea o con China o en general con otras economías que exportan mucho a los Estados Unidos en el sentido de evitar el que alcancen un tipo de cambio que no sea excesivamente competitivo. Posiblemente esto se explica por la estructura del comercio, ya que muchas de las exportaciones canadienses son materias primas.

Pero a futuro no se puede afirmar que un sistema de tipo de cambio totalmente flotante entre Estados Unidos, Canadá y México no vaya a generar tensiones coyunturales de difícil manejo; por ejemplo, que pasaría cuando un país como México tenga mucha volatilidad en la parte del flujo de capitales o simplemente se vea afectado en otros temas que produzcan significativos cambios en su tipo de cambio.

Los trabajos que proponen desde el punto de vista de Canadá una moneda común con Estados Unidos están basados en el argumento de que la pérdida de productividad en términos relativos con respecto al de los Estados Unidos se estaría compensando continuamente a través del debilitamiento del dólar canadiense; y, de que en realidad esta política sería la causante de que no crezca la productividad en Canadá en tanto no genera incentivos necesarios para hacerlo. Generalizando se podría concluir tal vez que la situación corriente de que las tres monedas floten independientemente tampoco sería una solución a largo plazo.

Voy a hacer algunas observaciones específicas sobre ciertos puntos que hacen en este trabajo que no estoy seguro sean argumentos muy sólidos. Los programas sociales no se pueden financiar con política monetaria, se financian con política fiscal, por tanto no se puede afirmar que si Canadá dolariza no podría mantener sus programas sociales. Por otro lado, se argumenta también que para dolarizar sería necesario tener una entidad supranacional y una política supranacional entre los países, si bien es el caso en Europa, no creo que sea el caso en Panamá ni el de Ecuador. La dolarización de Canadá o México no implica necesariamente la pérdida de poder regular sus mercados financieros o de crear y tener sus propios seguros de depósitos, etc. No veo que esto sea necesario pues aún con una economía dolarizada la regulación en el mercado financiero está en la jurisdicción del Banco Central del país; lo cierto es que la función de poder crear dinero y de alguna manera asegurar cualquier monto de pasivos tendría que tener ciertos límites y tener ciertos costos para los bancos pero podría ser implementado.

Si bien bajo un esquema de dolarización, los bancos americanos tendrían ventajas comparativas para ser operaciones en dólares, no me parece que sea una de las ventajas más importantes para que un banco pueda competir con otro. Uno de los

principales problemas en el sistema bancario es saber distinguir los clientes buenos de los clientes malos y los bancos locales con experiencia han acumulado un capital valioso en este sentido pues conocen a los posibles clientes mucho mejor que cualquier banco extranjero. Así mismo, es cierto que los bancos locales no tendrían el apoyo potencial del Banco de la Reserva Federal; pero otros bancos extranjeros estarían en la misma situación para competir con los bancos americanos. Parece ser que hay otros factores que ayudan mucho a la competencia entre los bancos; y, si se mira lo que ha sido el proceso de inversión extranjera en los sistemas financieros de América Latina, fueron los bancos españoles por ejemplo que han sido extremadamente agresivos y han crecido en todos los mercados, de lo que se puede colegir que tal vez el idioma otorga la ventaja competitiva más fuerte.

Respuestas

LOUIS-PHILIPPE ROCHON

Muchas de las preguntas están orientadas hacia una sola dirección, y tal vez únicamente la pregunta de Cohen sería la excepción. Uno de los objetivos del trabajo es que revisamos muy de cerca los conceptos de los cuales se habló en la mañana, e inclusive mantenemos una diferencia y somos escépticos acerca de los hechos de la liberalización en el comercio y en la cuenta de capitales, pero no se aborda estas preocupaciones. No obstante, existen otros problemas y uno de ellos es el hecho de que los bancos norteamericanos han estado presentes en el descalce que crean entre las agencias reguladoras y el actual mercado que ha creado inestabilidad, de manera que este es el tipo de inquietud que estamos abordando.

En cuanto a las preguntas relacionadas con la política social en Canadá, considero que no se puede negar el hecho de que se vive progresivamente dentro de un contexto de un presupuesto fiscal administrado, e incrementos en las tasas de interés de Estados Unidos ciertamente impactan en la deuda en Canadá; así, en un entorno de restricción fiscal no se puede argumentar directamente que se tiene que recortar en donde sea. Los programas sociales en Canadá siempre han estado sujetos a recortes en la última década, especialmente más en gobiernos liberales que en gobiernos conservadores.

Respecto a la pregunta relacionada con los bancos extranjeros, si es un asunto bueno o malo. Ustedes pueden pensar que es algo bueno y ciertamente algunas personas cuestionan el porcentaje de bancos extranjeros en Argentina, México y Brasil, actualmente son cada vez más crecientes en Argentina, es eso bueno o malo? Dejo a ustedes sacar sus propias conclusiones. Yo pienso que es malo. Probablemente estoy equivocado pero me inclino a decir que se trata de la política monetaria en los Estados Unidos y más sus elevados intereses financieros; y de esta manera, si usted tiene un incremento en los bancos americanos y en las empresas en América Latina o en este caso en Ecuador o en un país dolarizado, tal vez pueda haber una quiebra general y económica, que puede ser buena o mala, ustedes a lo mejor piensen que es buena, considero que probablemente no es lo peor.

