

¿Sería preferible la dolarización de las economías latinoamericanas?

GONZALO RODRÍGUEZ PRADA
Universidad de Alcalá

Introducción

A pesar del razonable éxito que están teniendo en los últimos años las estrategias monetarias basadas en el seguimiento directo de un objetivo de inflación en el marco de un régimen de tipos de cambio flexibles en las principales economías latinoamericanas (con la excepción de Argentina), la alternativa de la dolarización continúa encontrando algunos apoyos en la academia y en instancias gubernamentales, especialmente en los casos de Argentina (donde la dolarización, considerada una estrategia de salida "natural" para el *currency board*, cuenta con apoyos importantes)¹ y México. En otros casos (Ecuador) la dolarización se ha adoptado como alternativa al caos, en un contexto de desorden estructural e institucional generalizado. La dolarización implica el reemplazo completo de la moneda local por la moneda extranjera (en este caso el dólar) y la aceptación de ésta como moneda de curso legal que posee todas las propiedades características del dinero: unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor. Las variaciones de la base monetaria vienen estrictamente determinadas por la balanza de pagos y las autoridades monetarias pierden toda capacidad de control sobre los agregados monetarios y los tipos de interés. Un régimen monetario de dolarización produciría los mismos efectos que un compromiso institucional del banco central, completamente creíble, de defender a toda costa el tipo de cambio: la disminución sustancial de los costes reales del mantenimiento de la paridad².

El análisis de las causas, consecuencias y enseñanzas de las recientes crisis cambiarias en las economías emergentes ha colocado de nuevo en el centro de la escena la cuestión de qué régimen cambiario es el más adecuado para proteger a dichas economías de las crisis cambiarias y financieras y promover el crecimiento sostenido de las mismas. Dado que las políti-

cas macroeconómicas son en cierto modo endógenas con respecto al régimen cambiario adoptado y que el propio régimen cambiario es endógeno con respecto a la estructura de la economía (de su grado de apertura comercial y financiera, de la fragilidad de su sistema bancario, de la reputación de sus instituciones y credibilidad de sus políticas, etc.) probablemente no tiene mucho sentido orientar el análisis hacia el objetivo de determinar cual es el régimen cambiario óptimo bajo "cualquier" circunstancia³.

La elección de un régimen cambiario no debe plantearse como un "curso de belleza", en el que se realzan las virtudes de la alternativa elegida y se ignoran muchos de los atributos de las otras opciones, por lo que deberíamos conformarnos con alcanzar alguna conclusión en abstracto acerca de cual sería, en general, el "menos malo" de los sistemas de tipo de cambio disponibles en un escenario económico específico. También parece razonable orientar el debate hacia la cuestión de en qué medida la elección de un régimen cambiario determinado puede contribuir a facilitar el proceso de ajuste o, por el contrario, a agudizar las dificultades financieras de economías con mercado emergente que han desarrollado sus estrategias de desinflación en un entorno presidido por la globalización financiera.

Las turbulencias del sistema financiero internacional y las crisis de los mercados emergentes asiáticos y latinoamericanos en la década de los noventa ha dejado como herencia, además de un sentimiento generalizado sobre la necesidad de reformar la arquitectura financiera internacional, el progresivo convencimiento de que en las circunstancias actuales de los mercados financieros internacionales un régimen de tipos de cambio cuasifijos es demasiado proclive a sufrir colapsos de naturaleza endógena. Por esta razón el "punto de vista ortodoxo", parece pretender que sólo hay dos regímenes de tipos de cambio viables en un entorno de globalización financiera: tipos de cambio flotantes (puros y con reglas de *feedback*) y tipos de cambio superfijos con respaldo y credibilidad suficiente (uniones monetarias, *currency boards* o dolarización).

Por ejemplo Edwards (2000) afirma que se ha producido un "nuevo consenso" en torno a los cuatro puntos siguientes: (1) La utilización del tipo de cambio como ancla nominal tiende a generar una intensa apreciación real de la moneda, por lo que debería usarse exclusivamente como un instrumento transitorio durante plazos cortos. (2) Los países que utilizan el tipo de cambio como ancla nominal deberían diseñar una "estrategia de salida". (3) Dado el elevado coste de la sobrevaluación real del tipo de cambio, que ha jugado un papel central en la mayor parte de las crisis recientes, resulta esencial definir metodologías efectivas que permitan determinar su existen-

cia. (4) En el largo plazo un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables es inestable y estimula la especulación. Por consiguiente para las economías con mercados emergentes sólo queda la opción de tipos de cambio libremente fluctuantes o tipos de cambio superfijos.

Otros economistas afirman que esta "huida hacia los extremos" en el debate sobre el tipo de cambio puede aplicarse razonablemente a aquellas economías emergentes que cuentan con sofisticados sistemas financieros locales y que están profundamente integradas en los mercados internacionales de capitales. Sin embargo consideran que un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables (flotación administrada, *crawling pegs*, bandas de fluctuación, etc.) es todavía defendible para la mayoría de las economías en vías de desarrollo, que cuentan con una infraestructura financiera poco desarrollada y mantienen amplios controles sobre las transacciones por cuenta de capital (e incluso por cuenta corriente). En estos casos si la política monetaria es capaz de mantener una disciplina razonable, un régimen de tipos fijos pero ajustables podría ser viable durante largos períodos⁴.

El supuesto "nuevo consenso" se extiende también a la cuestión del diseño de la "estrategia de salida" más adecuada para facilitar la transición desde un régimen de tipos fijos pero ajustables a un régimen de tipos de cambio flexibles⁵. Básicamente el acuerdo se establece en torno al principio de que la probabilidad de éxito de una estrategia de salida aumenta si ésta se realiza durante un momento de fuertes entradas de capitales, contribuyendo al éxito de la estrategia la adopción de políticas fiscales y monetarias suficientemente contractivas en el período inmediatamente anterior al abandono del régimen de tipos fijos pero ajustables. Edwards (2000) señala que en la práctica el aspecto que hace más difícil una salida ordenada (no forzada por un ataque especulativo) es de tipo político, debido a la miopía de los gobiernos, que tienden a centrar su atención en el corto plazo y descuentan el futuro de manera excesiva. Una de las razones para este comportamiento es el "temor a la flotación" que analizaremos en la siguiente sección.

La teología de la liberalización financiera: *riesgo moral, pecado original, regímenes puros y temor a la flotación*

El modelo macroeconómico estándar muestra las limitaciones de un sistema de tipos de cambio flotantes para aislar a la economía frente a un shock financiero externo y sugiere que la elección del régimen cambiario depende del tipo de perturbaciones que afectan a la economía. Un tipo de cambio fijo será preferible si la economía se ve afectada fundamentalmente por perturbaciones aleatorias sobre la demanda de dinero, mientras que la flexibilidad

del tipo de cambio resultará más adecuada en presencia de shocks reales - por ejemplo, fluctuaciones aleatorias de la inversión-, dado que el tipo de cambio funciona en esas circunstancias como un estabilizador automático que compensa en parte los efectos del shock sobre la demanda de bienes.

Sin embargo, como señalan Calvo y Reinhart (1999), en las crisis recientes las perturbaciones se han canalizado fundamentalmente a través de la cuenta de capital y tienen componentes a la vez reales y financieros, por lo que resulta difícil elegir el régimen cambiario más adecuado sobre esa base. Además, las conclusiones de estos modelos tienen poca relevancia en la práctica porque pueden existir alternativas de política económica para hacer frente a las perturbaciones que los modelos simplificados dejan de lado. Por ejemplo si una economía que opera con un régimen de flexibilidad cambiaria se ve afectada fundamentalmente por perturbaciones aleatorias sobre la demanda de dinero, el banco central podría acomodar estas perturbaciones simplemente fijando la tasa de interés a corto plazo bajo su control, impidiendo (o al menos limitando) con ello la transmisión del shock a la economía real⁶. No obstante, la existencia de rigideces permite argumentar que la devaluación puede acelerar el ajuste de la economía real ante perturbaciones no anticipadas, razón por la cual la devaluación ha constituido tradicionalmente una parte esencial de los programas de estabilización macroeconómica administrados, por ejemplo, por el FMI.

En un régimen de flotación completa los cambios actuales y esperados en la demanda y oferta de bienes y activos financieros se reflejarán en variaciones del tipo de cambio. Con tipos de cambio libremente fluctuantes la autoridad monetaria decide la política monetaria y el tipo de cambio se ajusta automáticamente a medida que el tipo de interés cambia en respuesta a las perturbaciones de la demanda de dinero, de forma que la base monetaria contiene sólo un componente que es determinado por la autoridad monetaria. En el caso de tipos de cambio fijos con respaldo (y que por consiguiente gozan de credibilidad suficiente) el tipo de cambio no varía porque el banco central interviene en el mercado de divisas para mantener el tipo de interés nominal al nivel del tipo de interés internacional (ajustado por la prima de riesgo relevante). En consecuencia, la autoridad monetaria carece de política monetaria y la base monetaria tiene sólo un componente externo (el volumen de reservas oficiales netas) determinado estrictamente por la balanza de pagos. Por último, en el caso de tipos de cambio fijos pero ajustables las autoridades intentan controlar el tipo de cambio interviniendo en el mercado de divisas o mediante operaciones de mercado abierto. La base monetaria está gobernada por dos componentes: uno interno, determinado

por la política monetaria, y otro externo, determinado por la balanza de pagos. Esta descomposición de la base monetaria es una fuente perenne de conflictos entre la política monetaria y la política de tipo de cambio.⁷

Por ejemplo, en un régimen de *currency board* queda vedado el establecimiento de objetivos para la balanza de pagos y el crédito interno. Un *currency board* impone una restricción adicional en comparación con un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables, dado que ahora también el crédito interno -y no sólo el stock monetario- es una variable endógena. Las autoridades monetarias no pueden controlar el crédito interno en una economía con una moneda plenamente convertible. La oferta monetaria interna es perfectamente elástica. El crédito interno se ajusta a las variaciones de las reservas, y las reservas se ajustan continuamente a los cambios de la demanda de dinero, para mantener en equilibrio el mercado monetario. Por lo tanto, la elaboración de los programas económicos en economías que cuentan con *currency boards* se simplifica en grado sumo. El aumento de la credibilidad de las autoridades monetarias bajo éste sistema se debe precisamente a la práctica eliminación de cualquier elemento de discrecionalidad en la conducción de la política monetaria⁸. Un régimen monetario basado en un mecanismo de *currency board* no sólo inhabilita a las autoridades monetarias para controlar la cantidad de dinero, sino que éstas pierden incluso su capacidad para controlar la composición de la oferta monetaria, que queda también endógenamente determinada.

Los regímenes de tipo de cambio "puros" (tipos de cambio flotantes y tipos de cambio fijos -dolarización, *currency boards* o uniones monetarias-) comparten tres características que les diferencian profundamente de un régimen de tipos de cambio fijo pero ajustables. En primer lugar, en los regímenes cambiarios puros las fuerzas de mercado automáticamente reequilibran los flujos financieros e impiden una crisis cambiaria. En segundo lugar, en los regímenes puros no existen conflictos entre las políticas monetarias y las políticas de tipo de cambio. Finalmente, en los regímenes puros la base monetaria sólo contiene un componente, mientras que en un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables la base monetaria puede ser descompuesta en dos componentes, uno interno y otro externo. Los tipos de cambio fijos pero ajustables en un entorno de plena convertibilidad de la moneda y perfecta movilidad del capital son el caldo de cultivo adecuado para generar las condiciones que conducen a una crisis de balanza de pagos. La falta de credibilidad del vínculo cambiario convierte a un régimen de tipos fijos pero ajustables en un sistema que acaba generando los incentivos adecuados para sufrir un ataque especulativo.

Eichengreen y Hausmann (1999) basan su análisis sobre la relación entre tipo de cambio y fragilidad financiera en la formulación de dos hipótesis alternativas: la hipótesis del "riesgo moral" y la hipótesis del "pecado original"⁹. La primera sugiere que la libre flotación constituye la estrategia de salida óptima cuando el riesgo moral es la principal causa de la fragilidad financiera. En el segundo caso estos apóstoles del pecado original predicán el bautismo de la dolarización como estrategia de salida más adecuada. En el *cuadro 1* se sintetizan las propiedades fundamentales de los distintos regímenes cambiarios a la luz de los distintos enfoques analizados en este apartado.

La utilización del tipo de cambio como ancla nominal de la economía constituye una garantía implícita de que la autoridad monetaria se compromete a mantener el tipo de cambio fijo durante algún tiempo, y tiende a promover el endeudamiento sin cobertura en moneda extranjera. Al mismo tiempo la estructura de vencimientos de la deuda externa tiende a sesgarse hacia el corto plazo, debido a que la credibilidad del régimen cambiario es menor en el largo plazo. En consecuencia los tipos de cambio fijos pero ajustables son una fuente de riesgo moral que genera incentivos para aumentar la deuda externa a corto plazo. En combinación con un sistema bancario frágil y la percepción de que el banco central actuará como prestamista de última instancia para rescatar a los bancos con problemas (la otra fuente de riesgo moral presente en este escenario), la credibilidad de este régimen monetario puede deteriorarse rápidamente¹⁰. La estrategia de salida óptima consistiría en permitir la libre flotación de la moneda, dado que la desaparición del seguro de cambio anteriormente proporcionado por el gobierno a cualquier plazo reduciría el estímulo a la entrada de capitales especulativos y, de ese modo, contribuiría a fortalecer el sistema bancario y a prevenir las crisis de balanza de pagos.

Además de padecer problemas endémicos de transparencia, supervisión y regulación del sistema bancario, los países en vías de desarrollo suelen tener insuperables dificultades para endeudarse a largo plazo en la moneda doméstica, tanto en los mercados de capitales internacionales como en el mercado local. Este es para Eichengreen y Hausmann (1999) el "pecado original" que afecta a las economías con mercado emergente. La existencia de mercados financieros incompletos plantea tres problemas que acentúan a lo largo del tiempo la fragilidad financiera de los mercados emergentes. En primer lugar está el problema de desajuste de los vencimientos: los proyectos de largo plazo de las empresas tienden a financiarse con préstamos a corto plazo por lo que si surgen dificultades para renovar dichos préstamos (por ejemplo como consecuencia de una subida de los tipos de interés) los

problemas de morosidad y el consiguiente deterioro de la calidad del sistema bancario harán aumentar la vulnerabilidad financiera del país. En segundo lugar aparece el problema del desajuste de denominación de las monedas, debido a que los proyectos de inversión de las empresas generan su *cash flow* en moneda local mientras que se financian con moneda extranjera, y debido a que en un sistema bancario parcialmente dolarizado (con un pasivo significativo en dólares) los préstamos en dólares de los bancos se utilizan con frecuencia para financiar la adquisición de bienes no comercia-

CUADRO 1
Regímenes de tipo de cambio

	Tipos Flotantes	Tipos Fijos (1) ajustables (2)	Tipos fijos pero
Política de tipo de cambio	NO	SI	SI
Política monetaria	SI	NO	NO
Fuente de la base monetaria	INTERNA	EXTERNA	AMBAS
Conflictos entre políticas	NO	NO	SI
Crisis de Balanza de pagos	NO	NO	SI
Tipos de shocks	Reales	Monetarios	AMBOS
Fragilidad Financiera y estrategias de salida	<i>Riesgo Moral</i>	<i>Pecado Original</i>	----

(1) Dolarización, *currency boards* y uniones monetarias.

(2) Flotación administrada, *crawling pegs*, bandas de fluctuación.

bles (por ejemplo para financiar hipotecas denominadas en pesos). Si las empresas y las familias se endeudan en dólares y reciben sus ingresos en pesos, una devaluación aumentará proporcionalmente su deuda en pesos y deteriorará la calidad de la cartera de activos en dólares del sistema bancario, creando las condiciones para una corrida financiera.

Estos desajustes de vencimientos y de monedas de denominación (entre la financiación y los resultados de los proyectos de inversión) colocan entre la espada y la pared a la política monetaria en situaciones en las que el mantenimiento de la paridad requiere la intervención de las autoridades, porque tanto la defensa activa del tipo de cambio como la renuncia a la defensa de la paridad pueden situar a los bancos al borde del colapso financiero. Ante

la eventualidad de una crisis financiera los inversores intentarán liquidar sus activos en pesos y transformarlos en dólares. En esta situación sólo caben dos posibilidades. Si el gobierno intenta defender la moneda incrementando los tipos de interés el encarecimiento de la financiación obligará a los bancos a trasladar este aumento a sus créditos. Las dificultades de las empresas que dependen de los créditos bancarios para hacer frente al incremento de los tipos acabará deteriorando la calidad de los activos del sistema bancario y provocando finalmente una crisis financiera. Si, por el contrario, el gobierno, temiendo este desarrollo de los acontecimientos, se abstuviese de intervenir en defensa del tipo de cambio, la depreciación de la moneda deterioraría la posición financiera de bancos y corporaciones fuertemente apalancadas, al aumentar drásticamente el peso de su deuda en moneda local, generando igualmente una crisis financiera. En estas circunstancias Eichengreen y Hausmann (1999) predicen la dolarización (o eurización) completa de la economía, es decir, el reemplazo completo de la moneda local por la moneda extranjera, como estrategia de salida más adecuada.

Ante esta situación Calvo (2000) sugiere que las autoridades monetarias de las economías emergentes habrían desarrollado un justificable "temor a la flotación" que les obligaría a intervenir frecuentemente, bien directamente mediante compras o ventas de moneda extranjera en el mercado de divisas, o indirectamente, mediante operaciones de mercado abierto, para reducir la variabilidad del tipo de cambio¹¹. En muchos casos este "temor a la flotación" hace que los tipos de cambio se mantengan fijos durante largo tiempo a pesar de que el régimen cambiario es oficialmente flexible. Sin embargo las razones para no modificar el tipo de cambio pueden ser en otras ocasiones bastante más prosaicas: la resistencia a la devaluación también puede tener su origen en la vulnerabilidad de los políticos a las consecuencias de la devaluación sobre las finanzas de individuos influyentes y corporaciones demasiado apalancadas que necesitan tiempo para deshacer sus descubiertos en dólares.

El "temor a la flotación" también se comparte, aunque por otras razones, por aquellos que sostienen posiciones más "estructuralistas", desde las que se ha relativizado la capacidad del tipo de cambio para influir sobre la actividad económica debido a que, en presencia de rigideces estructurales, la devaluación puede tener efectos contractivos debido a las siguientes causas. En primer lugar, las rigideces estructurales -por ejemplo, la falta de movilidad de los factores- dan lugar a discontinuidades en la curva de transformación de la economía que limitan la capacidad de los cambios en los precios relativos para modificar la asignación de los recursos productivos. En

segundo lugar, la devaluación puede generar un efecto contractivo directo sobre la oferta agregada en determinadas circunstancias. Existen al menos tres canales a través de los cuales una devaluación puede tener un impacto contractivo directo sobre el nivel de output: a) la devaluación incrementa los costes de los inputs intermedios importados en moneda local; b) si la indexación salarial es elevada, la devaluación incrementa directamente los costes de los inputs locales; y c) la devaluación reduce el crédito interno en términos reales, generando un aumento de los tipos de interés reales (que se verá exacerbado si la devaluación se complementa, como habitualmente sucede, con una política monetaria contractiva). Por último, la devaluación puede provocar una contracción de la demanda agregada causada por el efecto de saldos reales y por los efectos sobre la distribución de la renta asociados.

Aunque Eichengreen y Hausmann (1999) presentan la hipótesis del riesgo moral y la hipótesis del pecado original como hipótesis alternativas para explicar la vinculación entre tipo de cambio y fragilidad financiera, en la práctica ambas hipótesis están interconectadas y constituyen aspectos distintos de un mismo problema. La causa de la dolarización parcial de los pasivos se encuentra frecuentemente en las garantías implícitas (fuente de riesgo moral) ofrecidas por la utilización del tipo de cambio como ancla nominal. Un régimen de libre flotación reduce drásticamente el riesgo moral, puesto que los productores y consumidores de bienes no comerciables evitarían tomar créditos denominados en unidades de bienes comerciables, dado el incremento del riesgo monetario inducido por la variabilidad del tipo de cambio. Sin embargo, a causa de la endémica falta de credibilidad de la política monetaria de los países en vías de desarrollo, la dolarización parcial de los pasivos suele ser una de las "condiciones iniciales" que caracterizan a los países con mercado emergente. La dolarización parcial de las obligaciones monetarias del banco central magnifica el coste de la inestabilidad cambiaria, incrementando los desajustes de denominación y aumentando un "temor a la flotación" que, a su vez, crea un caldo de cultivo favorable para la intervención en los mercados de divisas y alimenta una mayor dolarización. A medida que aumenta la dolarización de los pasivos bancarios la capacidad del banco central para actuar como prestamista de última instancia se va reduciendo, incapacitando a la autoridad monetaria para hacer frente a un pánico financiero.

En la discusión anterior hemos enfatizado la relación entre las garantías implícitas que proporciona un sistema de tipos de cambio fijos (pero ajustables) y el desajuste de vencimientos causante del "temor a la flotación". En

la mayoría de los casos las economías que utilizan tipos de cambio fijos pero ajustables se ven aquejadas simultáneamente por el síndrome del “riesgo moral” asociado a este régimen cambiario y por el “pecado” que impide a las economías emergentes de la capacidad de endeudarse a largo plazo en términos de la moneda local. Puesto que en el primer caso la salida óptima es la flotación y en el segundo (a falta de medidas de regulación preventivas que reduzcan la importancia de los desajustes de denominación y de vencimientos) lo es la dolarización, la utilidad práctica de esta literatura también queda en entredicho, dada la suboptimalidad de cualquier régimen monetario. Sin embargo, si la prevalencia de los problemas de riesgo moral y de mercados incompletos se alternan en el tiempo, la apuesta por la dolarización, dada la práctica irreversibilidad de esta decisión, no parece la opción más aconsejable.

En todo caso, la política cambiaria debe evaluarse en el contexto del conjunto de las medidas que conforman la política macroeconómica, y los objetivos de ésta deberían ir más allá del control de la inflación, proponiéndose incrementar las tasas de ahorro interno, fomentar y diversificar las exportaciones, reducir el peso de la deuda y disminuir la volatilidad de los flujos de capitales.

El debate sobre la dolarización

Entre las ventajas que supuestamente aportaría la dolarización a las economías emergentes suelen destacarse las tres siguientes: (1) El país podría endeudarse en el exterior en la propia moneda, lo que evitaría los problemas de vulnerabilidad financiera asociados a la denominación de cobros y pagos en monedas diferentes (considerados en la sección anterior de este trabajo). La dolarización, al eliminar el riesgo de cambio también facilita la financiación de los proyectos de inversión a largo plazo, contribuyendo a reducir el desajuste de la estructura de vencimientos de cobros y pagos de las corporaciones y del sistema bancario. Por consiguiente la dolarización contribuiría al fortalecimiento de la estabilidad de los sistemas financieros en las economías emergentes y reduciría la probabilidad de una crisis financiera. (2) La dolarización permitiría reducir el nivel y la volatilidad de las tasas de interés. (3) Como consecuencia de las dos premisas anteriores la dolarización contribuiría a suavizar los ciclos económicos.

En cuanto a la primera cuestión es conveniente insistir en que, como señala Feldstein (1999), el endeudamiento en moneda extranjera constituye un problema sólo si la deuda externa es excesiva y el apalancamiento de las corporaciones es demasiado elevado. Pero dado que el ahorro nacional

financia generalmente entre el 80% y el 90% de la inversión nacional en los países con mercado emergente, y que parte de la inversión extranjera residual se materializa en acciones, el endeudamiento externo no plantea generalmente problemas de tanta gravedad. Además, una regulación prudencial que ponga límites estrictos al grado de dolarización del sistema financiero, combinada con la libre flotación de la moneda, puede contribuir a paliar el fallo de mercado -el “pecado original”, en la peculiar terminología de Eichengreen y Hausmann (1999)- que por un lado impide a las economías emergentes endeudarse a largo plazo en términos de la moneda local, y por otro (la otra cara de la moneda) estimula el endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera del sector privado en estas economías.

La regulación prudencial del sistema bancario podría atenuar los problemas generados por los desajustes en la denominación de las monedas imponiendo límites estrictos al grado de dolarización del sistema financiero. La fragilidad financiera podría paliarse si una fracción importante de los pasivos y de los créditos del sistema bancario en dólares estuviese denominada en moneda local, aunque continuase siendo pagada en dólares. En este caso la depreciación real de la moneda reduciría la cantidad de dólares que el banco debe devolver a los depositantes que retiran sus depósitos. La vulnerabilidad se reduciría todavía más si la deuda externa del sistema bancario, de las corporaciones y del gobierno, estuviese denominada en moneda local, puesto que en ese caso la depreciación real de la moneda reduciría proporcionalmente el servicio de la deuda en dólares, aliviando los problemas de “iliquidez” internacional del conjunto de la economía.

Dadas las dificultades para inducir a los acreedores extranjeros a realizar préstamos en moneda local, la actuación del gobierno podría consistir en obligar al sistema bancario a limitar su endeudamiento en moneda extranjera, estableciendo al mismo tiempo controles a las entradas de capitales con el objetivo de reducir la fracción de la deuda externa a corto plazo. Si la regulación se redujese a obligar al sistema bancario a que preste en la misma moneda en la que se endeuda (de modo que utilice sus pasivos en dólares para ofrecer créditos en dólares), los problemas persistirán porque el riesgo de devaluación se traspasará a los consumidores y a las empresas que operan en el sector de bienes no comerciables. Las familias podrían verse obligadas a suspender los pagos de parte de su deuda tras la devaluación debido a que ésta reduce sus salarios en dólares, y las empresas incurrirían en un problema de iliquidez similar debido a la caída no anticipada del precio relativo de los bienes finales que producen a consecuencia de la devaluación.

En cuanto a la segunda ventaja atribuida a la dolarización (la reducción del

nivel y la volatilidad de las tasas de interés) no hay razones para afirmar que un sistema de flotación, salvo quizás al comienzo de su entrada en funcionamiento (muchas veces tras una crisis cambiaria), genere necesariamente tasas de interés elevadas si la estrategia de desinflación funciona correctamente. Si bien es cierto que la reducción del riesgo de cambio que conlleva la dolarización se traduce directamente en una rebaja de las tasas de interés, no existen verdaderas razones para afirmar que la dolarización permita reducir el riesgo del país en comparación con un sistema de flexibilidad del tipo de cambio (en un contexto de vulnerabilidad financiera podría argumentarse perfectamente lo contrario, dado que con la dolarización el banco central ya no tiene capacidad para actuar como prestamista de última instancia).

Además la pérdida de "señoraje" que la dolarización lleva consigo tiende a contrarrestar en alguna medida los beneficios de la reducción de las tasas de interés. La dolarización requiere que el gobierno realice una compra puntual de dólares para reemplazar la moneda local en circulación, utilizando para ello el stock de reservas de divisas acumulado hasta entonces (o endeudándose para obtener la suma requerida). El origen del "señoraje" se encuentra en el hecho de que el banco central no paga intereses por los pasivos que aparecen en su balance, mientras que percibe intereses por sus activos. El "señoraje" perdido tras la dolarización representa el coste de oportunidad de la adquisición de dólares para sustituir a la moneda local, dado que ésta se produce a un coste prácticamente nulo, que los billetes y monedas en dólares que se adquieren no proporcionan al gobierno interés alguno, y que el gobierno se ve obligado a prescindir del interés de las reservas en dólares (o a endeudarse y pagar el servicio de la deuda correspondiente)¹².

En cuanto a la afirmación de que la dolarización facilitaría la suavización de los ciclos económicos, la teoría de las áreas monetarias óptimas conduce exactamente a la conclusión opuesta. La imposibilidad de utilizar el tipo de interés y el tipo de cambio para hacer frente a una perturbación externa o para responder a cambios en la demanda agregada que tienen un origen no monetario privan al gobierno de instrumentos fundamentales para atenuar el ciclo. Además la balanza de capitales actúa de manera procíclica (se producen fuertes entradas de capitales cuando "la economía va bien" y los capitales externos se retiran cuando la economía empieza a mostrar síntomas de recalentamiento), exacerbando la amplitud y la intensidad de los ciclos económicos. Además, una excesiva confianza en la estabilidad del tipo de cambio real bajo un régimen de dolarización distorsionaría las decisiones financieras, dando lugar a entradas de capitales excesivas durante

la fase expansiva del ciclo, acentuando así las características procíclicas de la dolarización¹³.

Aunque la dolarización permite al gobierno "tomar prestada" un ancla monetaria externa mediante la fijación del tipo de cambio, este comportamiento no garantiza, sin embargo, la convergencia de los ciclos económicos entre la economía dolarizada (o "eurizada") y Estados Unidos (o la Unión Europea). Además, el mecanismo de coordinación monetaria entre una economía dolarizada y Estados Unidos es esencialmente asimétrico¹⁴. Las decisiones de la Reserva Federal sobre tasas de interés se toman teniendo en cuenta exclusivamente la situación de la economía de Estados Unidos, de modo que la Reserva Federal puede ser una fuente de shocks monetarios externos (al variar los tipos de interés de Estados Unidos) que pueden afectar negativamente a las economías vinculadas al dólar cuyo ciclo económico no está suficientemente correlacionado con el de Estados Unidos.

Por ejemplo, la asincronía de los ciclos económicos de Hong Kong (cuyo sistema monetario está basado en un mecanismo de *currency board* vinculado al dólar) y Estados Unidos creó serias dificultades a Hong Kong en el periodo 1989-92. La caída de los tipos de interés en Estados Unidos se produjo en un momento de fuerte expansión de la economía de Hong Kong. Las presiones inflacionistas y la caída de los tipos de interés nominales produjeron tipos de interés reales negativos. El desplazamiento de cartera resultante (de títulos de deuda a acciones y activos reales) provocó en 1993 una subida de un 116% en el precio de las acciones y del 70% en el precio de los inmuebles. Desde esta perspectiva la dolarización entrañaría menores costes para México (que destina a Estados Unidos aproximadamente el 87% de sus exportaciones totales y tiene un grado de apertura relativamente elevado) que, por ejemplo, para Argentina y Brasil que tienen un menor grado de apertura y un comercio exterior más diversificado¹⁵.

Otro problema asociado a la dolarización es la pérdida de la función de prestamista de última instancia del banco central. Esta pérdida no debe exagerarse puesto que en una economía emergente la posibilidad de hacer frente a una crisis financiera simplemente imprimiendo dinero es, cuando menos, remota. Además, la dolarización tiende "endógicamente" a aumentar la participación de la banca extranjera en el sistema bancario local (dada la expectativa de que los bancos extranjeros socorrerán a sus filiales en dificultades), disminuyendo así la probabilidad de una "corrida" bancaria. Bajo un régimen de dolarización cabe esperar una intensificación progresiva de la competencia en el sistema bancario, como consecuencia de los procesos de desintermediación financiera y de la entrada de la banca extranjera, que for-

zará la desaparición de los bancos menos competitivos (que irán siendo absorbidos o simplemente eliminados), favoreciendo la continuación de los procesos de concentración bancaria. Estos procesos son, en último término, absolutamente coherentes con la lógica inherente a un régimen de plena convertibilidad, puesto que la supervivencia de dicho sistema depende en último término de que su evolución favorezca a los agentes e instituciones que son capaces de actuar como prestamistas de última instancia.

El problema de la "salida del ancla": *Currency boards* y dolarización

Aunque generalmente se considera que la transición a un régimen de dolarización o de *currency board* requiere para tener éxito sólidos fundamentos, algunos van más lejos en su "apostolado" y desestiman la necesidad de cualquier prerequisite¹⁶. También suelen infravalorarse los costes de la transición a un régimen de dolarización. Consideremos a continuación, a modo de ejemplo, los costes que entraña la dolarización en una economía cuyo sistema financiero se encuentra parcialmente dolarizado (en la que, por tanto, las entidades financieras tienen una fracción de sus activos y de sus pasivos en forma de dólares, cuyo peso en el conjunto del balance depende del grado de dolarización del sistema financiero). La dolarización, si se realiza en circunstancias favorables, sólo requiere disponer de suficientes reservas para transformar en dólares los pasivos en pesos del banco central. Pero la dolarización no es una panacea para los males del sistema bancario, y resulta perfectamente posible que en un entorno de vulnerabilidad financiera, los particulares decidan retirar masivamente los depósitos en moneda local bajo este régimen monetario¹⁷.

En este caso habría que extender automáticamente la convertibilidad en dólares a los depósitos del sistema financiero (incluso si el régimen monetario de partida estuviera basado en un *currency board*, dado que bajo este sistema sólo se garantiza la plena convertibilidad de la base monetaria). Pero si se produce una dolarización abrupta de los depósitos bancarios en pesos, técnicamente los bancos sólo podrían recurrir a sus reservas líquidas (legales y voluntarias) -convertibles en dólares en el banco central a demanda- y a sus préstamos a corto plazo en dólares con vencimiento inmediato (que suponen generalmente una parte ínfima de los préstamos en dólares totales). La diferencia entre el volumen de depósitos en "pesos" y las reservas líquidas del sistema bancario en "pesos" sólo podría cubrirse transformando al gobierno en el deudor de última instancia del sistema: el gobierno se vería obligado a endeudarse en dólares para cubrir las obligaciones monetarias netas de los bancos, asumiendo el pago de los correspondien-

tes intereses de la deuda¹⁸. Tras la conversión en dólares de los depósitos en “pesos” el efectivo retornaría al sistema bancario en forma de depósitos en dólares. A medida que los créditos de los bancos en “pesos” fuesen venciendo, el sistema bancario recibiría estos pagos en forma de dólares (puesto que la antigua moneda local ya no existe) y los bancos podrían atender de forma gradual al pago de su deuda inicial con el gobierno. El proceso se desarrollaría de forma gradual a lo largo del tiempo y entrañaría costes potencialmente importantes para el gobierno. El análisis anterior pone de relieve que: (a) una regulación y supervisión prudencial del sistema financiero suficientemente rigurosa antes de proceder a la dolarización podría facilitar en gran medida el proceso de transición; y (b) los costes de la transición a la dolarización pueden ser significativos en un entorno de vulnerabilidad financiera.

Dadas las ventajas que aporta a corto plazo la fijación del tipo de cambio para estabilizar una economía que padece tasas de inflación muy elevadas, y las desventajas asociadas al mantenimiento durante un largo período del tipo de cambio como ancla nominal, podría parecer deseable en estos casos utilizar el ancla cambiaria condicionando su uso al diseño de una estrategia de salida que limitase su utilización a un corto período, suficiente para permitir a las autoridades monetarias reducir sustancialmente la tasa de inflación. Sin embargo, el “temor a la flotación”, examinado previamente en este trabajo, podría inducir a las autoridades monetarias a demorar durante un tiempo excesivo la salida del ancla cambiaria, favoreciendo la consolidación de los procesos de dolarización de los pasivos del sistema bancario y de endeudamiento en dólares del sector privado, haciendo cada vez más difícil adoptar esa decisión posteriormente.

Por ejemplo, las entradas de capitales que experimenta la economía tras la apertura financiera tienden a generar un exceso de demanda de bienes y de activos, que rápidamente hace aumentar el precio relativo de los bienes y servicios no comerciables y provoca fuertes subidas en los mercados de valores de los mercados financieros emergentes. El aumento del valor en dólares de bienes inmuebles, bienes de consumo duradero y rentas salariales, aumenta el colateral de los activos bancarios y se traduce en una expansión del crédito interno del sistema financiero. Una vez que la expansión de los créditos en dólares ha superado un determinado umbral, un shock real que obligase a realizar una devaluación intensa de la moneda nacional podría forzar una crisis financiera generalizada al reducir el colateral y elevar el volumen de impagados de los bancos. En estas circunstancias la dolarización puede convertirse en una alternativa atractiva a la devaluación para

las autoridades monetarias.

Al margen de los beneficios potenciales de un ancla cambiaria como instrumento de estabilización, queda por discutir en qué condiciones las autoridades monetarias deberían abandonar el tipo de cambio como ancla nominal. En la práctica, los regímenes cambiarios de tipos fijos pero ajustables (desde el patrón dólar de Bretton Woods al mecanismo de bandas de fluctuación del Sistema Monetario Europeo) han ofrecido una resistencia inusitada a los realineamientos de paridades¹⁹. El "problema de la salida" del ancla no está bien resuelto teóricamente, en el sentido de que no existen criterios de actuación ampliamente compartidos que permitan establecer el momento oportuno para efectuar la salida. La confusión entre los conceptos de persistencia y credibilidad de un programa económico ha contribuido de forma decisiva a la "calcificación" del ancla nominal, al eliminar la fecha de caducidad en las etiquetas de este instrumento.

Hablando metafóricamente, los partidarios de un sistema de *currency board* podrían dividirse en dos grupos bien diferenciados: un primer grupo, posiblemente minoritario pero con mando en plaza, que cree ciegamente en las virtudes de la aplicación unilateral de un patrón externo, confiando en que finalmente este rígido corsé monetario obligará a la radical flexibilización de la economía real; y otro que acepta este esquema monetario "dadas las excepcionales circunstancias por las que atraviesa la economía nacional" pero que reclama el diseño de una estrategia de salida que permita levar el ancla cambiaria cuando la situación lo requiera²⁰. El problema para este segundo grupo es la dificultad de diseñar una estrategia de salida que no aumente a corto plazo la vulnerabilidad de la economía, y en especial del sistema financiero, frente a los shocks externos. El principal problema para la "tribu de los creyentes" consiste en ampliar la esfera de su apostolado, ya que la perspectiva de un régimen monetario alternativo entorpece el correcto funcionamiento del actual. La cuestión de fondo es que si bien las reformas institucionales que permiten la adopción de un mecanismo de *currency board* aumentan la sostenibilidad de un régimen de tipos de cambio fijos, no llegan a garantizar la irrevocabilidad de este compromiso cambiario. En consecuencia, la convertibilidad monetaria aportada por un *currency board* no garantiza ni siquiera en el largo plazo la plena sustituibilidad entre la moneda local y el dólar²¹.

Consideraciones finales

Aunque en ocasiones se define apresuradamente la dolarización como "ausencia de tipo de cambio" (*no exchange rate*)²², el tipo de cambio (nomi-

nal o real) evidentemente no desaparece en una economía dolarizada, que se enfrenta a un difícil problema de ajuste si el tipo de cambio sufre una apreciación real causado por perturbaciones internas (por ejemplo, incrementos salariales excesivos) o externas (por ejemplo, el deterioro de los términos de intercambio, o la sobrevaluación del dólar con respecto a otras monedas). Es posible que en el largo plazo la existencia de tipos de cambio irrevocablemente fijos induzca una mayor flexibilidad de precios y salarios, pero en el corto plazo la deflación necesaria para eliminar la sobrevaluación real puede resultar bastante traumática y los apremios para flexibilizar los mercados cuanto antes (así como las consecuencias de demorar estas reformas estructurales) pueden ser difícilmente asumibles por los agentes sociales²³.

La flexibilidad del tipo de cambio sería especialmente deseable si predominan las perturbaciones reales de carácter asimétrico, tanto si son de naturaleza transitoria como si se trata de shocks reales permanentes. Supongamos, por ejemplo, que la economía experimenta una fuerte recesión. La reducción del nivel de *output* dará lugar a un exceso de oferta de dinero (como consecuencia de la caída de la demanda de saldos reales) que reducirá los tipos de interés, creando un diferencial de intereses desfavorable para el país que forzará un incipiente flujo de capitales hacia el exterior. Sin ataduras para el tipo de cambio, la moneda local (por ejemplo, el “peso”) se depreciaría en la cuantía necesaria para generar expectativas de apreciación suficientes para restaurar la condición de arbitraje en los mercados financieros internacionales. La depreciación del peso ejercería a lo largo del tiempo una función de estabilizador automático de la economía, al estimular la producción de bienes internacionalmente comerciables y aumentar la demanda agregada mediante el crecimiento de las exportaciones netas.

Incluso en el caso de que el *shock* real asimétrico tuviese carácter permanente (por ejemplo, la crisis de un sector industrial de gran peso en la economía) el ajuste del tipo de cambio podría aportar grandes beneficios. En este caso la progresiva reducción de la competitividad terminaría produciendo una reducción del tipo de interés real que se traduciría en una disminución del coste de oportunidad de las inversiones y del endeudamiento a largo plazo. El diferencial de intereses resultante constituiría un primer incentivo para un desplazamiento de la inversión internacional hacia el país que mitigase los esfuerzos derivados de la necesaria reconversión industrial. No obstante, en estas circunstancias posiblemente haría falta algo más que un abaratamiento del crédito para estimular la inversión. Debería generarse además una reducción en el precio relativo de los activos reales (fundamen-

talmente de los bienes de equipo, inmuebles y tierras) suficiente para atraer inversión extranjera directa. Con tipos de cambio fijos el ajuste de los precios relativos habría de realizarse forzosamente mediante una caída de los precios nominales de estos activos reales. Una reducción significativa del valor, en términos de la moneda nacional, de los activos reales del país se reflejaría inmediatamente en una disminución del colateral que respalda el crédito proporcionado por el sistema financiero, poniendo en peligro la solvencia de las entidades financieras y motivando, si la crisis es suficientemente intensa, la intervención del banco central como prestamista de última instancia.

La depreciación del “peso” facilitaría en gran medida el ajuste en las anteriores circunstancias, dado que la reducción requerida en términos reales en los precios de los activos se lograría en buena parte mediante el ajuste del tipo de cambio. Tras la depreciación de la moneda el valor en dólares de los activos locales sufriría una caída relativamente intensa, pero el valor de esos activos en pesos permanecería prácticamente inalterado. Por el contrario, con tipos de cambio fijos, el país necesitaría recurrir a una drástica deflación para lograr la misma reducción en el valor en dólares de sus activos²⁴.

Los argumentos tradicionales a favor de los tipos de cambio superfijos (*currency boards*, dolarización y uniones monetarias) solían resaltar los beneficios que una moneda estable aportaría a una economía de mercado. En particular se confiaba en que la estabilidad monetaria acabaría forzando “endógicamente” una mayor flexibilidad de los precios y de los salarios, de manera que las rigideces estructurales de los mercados de bienes y de trabajo constituirían un problema meramente transitorio. Krugman (2000, p. 22) sintetiza así la visión tradicional a favor de la dolarización: «dad a la gente una moneda estable y el mercado se ocupará del resto». Por el contrario, la defensa moderna de la dolarización suele basarse más bien en la desconfianza en el funcionamiento de los mercados -como en el caso de Calvo, Eichengreen y Hausmann- o en la desconfianza en las instituciones que gestionan las políticas económicas -para Dornbusch (1998, 1999), el verdadero “pecado original” de muchas economías emergentes-. De hecho, la defensa a ultranza de la dolarización como la mejor estrategia monetaria para muchos países latinoamericanos, parece depender en ocasiones de la atribución a estos países de alguna suerte de incapacidad proverbial que les impediría *redimirse* de su lamentable historia monetaria pasada, haciendo imposible una política monetaria creíble sin una vinculación fuerte del tipo de cambio²⁵.

El comentario de Feldstein (1999, p. 7) frente a este tipo de posiciones

merece transcribirse: «Rudi Dornbusch ... fue bastante condescendiente al calificar a los banqueros centrales actuales y futuros de Latinoamérica y de los países del Este de Europa como incompetentes neófitos que padecen una incapacidad congénita para desarrollar en algún momento una buena política monetaria. Yo disiento. Tengo más confianza en la capacidad potencial de estos países y de sus bancos centrales. Más aún, recuerdo la inflación que padeció Europa y Estados Unidos en los setenta y los ochenta y tengo por consiguiente menos confianza en la solidez futura de las políticas monetarias del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal. Y lo que es quizás más importante, todavía creo en la vieja idea pasada de moda de que las naciones soberanas tienen derecho a aprender de sus propios errores y a controlar sus propias políticas económicas».

De hecho en los últimos años las principales economías latinoamericanas (con la excepción de Argentina) han apostado por desarrollar una estrategia monetaria basada en la utilización de un objetivo directo de inflación como ancla nominal compatible con la flotación del tipo de cambio. Esta estrategia, que comenzó a utilizarse desde hace poco más de una década de manera experimental en algunos países, ha ido consolidándose en Chile, Colombia, México (a partir de 1996) y Brasil (a partir de 1999) como una alternativa real al uso del tipo de cambio o de los agregados monetarios para tal fin²⁶. Aunque es difícil juzgar el éxito de una estrategia de desinflación en un período como el reciente, en el que la inflación ha descendido de manera prácticamente generalizada (con o sin un régimen monetario de objetivo de inflación), esta alternativa podría ser especialmente útil para países que se han visto forzados a buscar una estrategia de salida a sus respectivos regímenes monetarios tras sufrir una crisis cambiaria, especialmente cuando la utilización de reglas monetarias no resulta posible debido a la inestabilidad de la función de demanda de dinero.

El caso de México proporciona un buen ejemplo a este respecto. Tras la crisis cambiaria de diciembre de 1994, el banco central empezó a utilizar como objetivo intermedio de la política monetaria la tasa de crecimiento de la base monetaria en los primeros meses de 1995. Sin embargo la regla monetaria no permitió estabilizar las expectativas de inflación debido a los siguientes factores: (a) la inestabilidad de la demanda de dinero, que impidió establecer una relación estable entre la base monetaria y la inflación; (b) la dificultad de controlar la base monetaria en el corto plazo; y (c) la regla monetaria no fue capaz de impedir los efectos sobre las expectativas de inflación y el nivel de precios de las depreciaciones no anticipadas del tipo de cambio causadas por perturbaciones externas y cambios en las expecta-

tivas, en el entorno de gran incertidumbre en que vivía la economía mexicana tras la crisis cambiaria. En consecuencia el banco central se vio obligado a modificar su estrategia monetaria, complementando la regla monetaria con elementos discrecionales (esencialmente el control de los tipos de interés a

CUADRO 2
México: Evolución reciente y previsiones

	1997	1998	1999	2000p	2001p
PIB real (tasa de crecimiento,%)	6,7	4,8	3,7	5,4	4,0
Inflación (IPC,%)	15,7	18,6	12,3	9,0	8,0
Balanza comercial (m.M.\$)	0,6	-7,9	-5,4	-8,9	-11,5
Balanza por cuenta corriente (m.M.\$)	-7,4	-15,7	-14,0	-18,5	-19,9
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-3,7	-2,9	-3,3	-3,3
Reservas (m.M.\$)	28,0	31,8	31,8	30,9	31,3
Saldo sector público (% PIB)	-0,8	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0
Superávit primario (% PIB)	1,5	1,8	2,5	2,9	3,0
Tasa Cetes 28 días (fin de año)	18,9	33,7	16,3	14,6	12,7
Tipo de cambio (fin de año, vs. US\$)	8,06	9,91	9,46	9,8	10,3
Tipo de cambio efectivo real ¹	100	96	111	114	114

(1) Un aumento significa depreciación.

Fuente: Elaboración propia con datos del BBVA (Latinwatch) y BSCH (Perspectiva).

corto plazo). A partir de 1996 la política monetaria mexicana fue evolucionando progresivamente hacia una estrategia de seguimiento directo de un objetivo de inflación.

A pesar de la falta de experiencia previa de México con un régimen de flexibilidad cambiaria y de las especiales dificultades por las que han atravesado en los últimos años las economías emergentes, puede afirmarse que la transición a la nueva estrategia monetaria y cambiaria ha culminado hasta el momento con éxito. En particular es interesante destacar que la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar desde su flotación ha sido similar a la experimentada por las monedas de países industrializados con tipos de cambio flexibles. Además, durante el actual período de flotación del tipo de cambio, las tasas de interés han sido más bajas y menos volátiles que las observadas durante el período 1987-1994²⁷. Además, el régimen de flotación ha contribuido a desalentar los flujos especulativos de capitales, contribuyendo a que la inversión extranjera directa haya aumentado su peso en el total de

las entradas de capitales (pasando de un magro 18% de la inversión extranjera total en el período 1991-93 a más del 75% en el período 1995-97). La asignatura pendiente que le queda a México en este terreno es reducir la influencia del tipo de cambio en la formación de las expectativas de inflación²⁸.

El cuadro 2 muestra como la reducción gradual de la inflación se ha ido

CUADRO 3
Colapso del Plan Real y el proceso de ajuste

	1997	1998	1999	2000p	2001p
PIB real (tasa de crecimiento,%)	3,4	0,0	1,0	3,3	3,9
Inflación (IPC,%)	5,2	1,7	8,9	6,2	4,5
Balanza comercial (m.M.\$)	-8,4	-6,7	-1,2	3,0	6,4
Balanza por cuenta corriente (m.M.\$)	-33,4	-33,6	-24,4	-23,9	-22,0
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-4,2	-4,3	-4,4	-3,7	-3,0
Reservas Internacionales (m.M.\$)	52,2	42,6	34,8	31,0	32,0
Reservas Internacionales (% PIB)	6,3	5,8	7,7	6,3	6,0
Saldo sector público (% PIB)	-6,1	-8,0	-10	-4,5	-4,0
Superávit primario (% PIB)	1,0	0,0	3,1	2,8	2,5
Deuda Externa (% PIB)	24,9	31,4	39,7	35,8	34,0
Deuda Externa a corto plazo (% PIB)	4,6	3,0	4,1	3,5	3,0
Tipo de cambio (fin de año)	38,3	29,0	19,0	17,0	15,0
Tipo de cambio efectivo real ¹	100	90	65	68	66

(1) Un aumento significa depreciación.

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, BBVA (Latinwatch) y BSCH (Perspectiva).

logrando en un entorno macroeconómico básicamente estable apoyándose en el buen funcionamiento hasta el momento de la estrategia monetaria de seguimiento directo del objetivo de inflación.

La reducción gradual de la inflación también ha sido un rasgo característico de la estrategia monetaria de objetivo de inflación de Chile hasta el punto de que hasta mediados de 1999 el peso estaba sometido a un régimen de bandas reptantes (*crawling bands*) y la depreciación de la banda objetivo se fijaba en función de la inflación pasada, lo que muestra que más que la reducción de la inflación el objetivo prioritario era el mantenimiento del equilibrio externo. Una de las razones para la temprana adopción por parte de Chile de un objetivo de inflación (en 1990), además del reiterado fracaso de las estrategias basadas en la utilización del tipo de cambio como ancla nominal y de la imposibilidad de utilizar una regla monetaria dada la

gran inestabilidad de la demanda de dinero, fue la noción de que el anuncio público de un objetivo de inflación reduciría el endémico papel de los mecanismos de indicación en la economía chilena²⁹.

En Brasil el colapso del real (que sufrió una depreciación frente al dólar de más del 60% en poco más de un mes, llegando a alcanzar los 2,15 reales por dólar en el mes de febrero de 1999, desde 1,20 reales por dólar antes de la crisis) privó a la economía de su ancla nominal. La caída en los niveles de actividad económica, el relativamente pequeño grado de apertura de Brasil (las importaciones suponen menos del 10% del PIB brasileño), la estabilidad de precios a la que los agentes económicos se habían acostumbrado bajo el *Plan Real*, y la pronta reacción de las autoridades monetarias, que aumentaron los tipos de interés hasta el 45%, redujeron considerablemente el impacto anticipado de la depreciación sobre la inflación (que se mantuvo por debajo del 9% en 1999) y facilitó la recuperación económica³⁰. El programa de estabilización de Brasil tras la crisis cambiaría se basó en la flotación del real (con una mínima intervención del banco central en el mercado de divisas), la aplicación de un duro ajuste fiscal, una política monetaria restrictiva orientada a la obtención de un objetivo de inflación, y la ayuda financiera internacional otorgada a través del FMI. La puesta en marcha de este conjunto de medidas permitió un recorte gradual de las tasas de interés y un alargamiento gradual de la deuda interna del gobierno (cuyo vencimiento medio pasó de seis meses a un año). Además se consiguió evitar la fuerte recesión que algunos anticipaban para 1999 tras el colapso cambiario y el estancamiento experimentado por la economía durante el año anterior (el PIB creció un 1% en 1999). El **cuadro 3** permite observar el impacto de la crisis y la rápida recuperación posterior de la economía brasileña. •

NOTAS

1. Sobre todo tras el "descubrimiento" de que ni siquiera los *currency boards* son inmunes a las consecuencias de la inestabilidad de los flujos de capitales, como muestran los episodios de contagio financiero de Argentina y Hong Kong en los últimos años, que se han traducido en fuertes incrementos de las tasas de interés y recesiones. Para un análisis de las consecuencias de la dolarización en Argentina véase VELDE Y VERACIERTO (2000). Para una defensa de la dolarización en el caso de México véase KALIFA Y DEL RÍO (1999).

2. Si el compromiso institucional no resul-

ta creíble, como a menudo sucede bajo un régimen de tipos de cambio fijos pero ajustables, un aumento de las tasas de interés, independientemente de su magnitud, no permitirá afrontar con éxito un ataque especulativo sobre la moneda nacional, dado que el mercado esperará racionalmente que tales incrementos serán transitorios (debido a su impacto sobre la economía real), especialmente si se alcanzan tasas muy elevadas. Como señala GOODHART (2000), también existe una especie de curva de Laffer para la política monetaria.

3. Lo que no ha impedido la proliferación

de apóstoles de la libre flotación y de la dolarización dispuestos a sostener exactamente lo contrario.

4. Véase, por ejemplo, MUSSA et al.

(2000) y WILLIAMSON (2000). Esta posición también parece más coherente con la manera tradicional de abordar los problemas económicos del enfoque neoclásico. Como afirma recientemente The Economist (2000), "como regla general la ciencia económica prefiere las soluciones interiores a las soluciones de esquina, y los intercambios a las elecciones del tipo todo o nada".

5. Véase EICHENGREEN Y MASSON (1998).

6. Como sugiere Stockman (1999, p. 5)

"la cuestión no es si este método funciona perfectamente, o si resulta deseable. La cuestión es que existen alternativas de política que tornan irrelevantes las conclusiones de estos modelos de que un sistema de tipos de cambio es mejor bajo ciertas condiciones, mientras que otro es mejor bajo otras condiciones. Sin una extensión del análisis que considere tales opciones, las conclusiones de política de estos modelos serían prácticamente inútiles incluso en el caso de que la evidencia respaldase sus predicciones".

7. Véase HANKE (1998, 2000).

8. El único instrumento a disposición de las autoridades para influir en la actividad crediticia del sistema financiero es el coeficiente de reservas de los bancos. Los "pequeños ahorradores" que no tienen acceso directo a los mercados internacionales y que dependen del crédito suministrado por las entidades crediticias que operan en el país, se verán especialmente afectados por el nivel y la estructura del coeficiente de reservas. Véase RODRÍGUEZ PRADA (1995) para una introducción a la economía de los *currency boards*.

9. Estos autores incluyen una tercera hipótesis referida al problema de la inconsistencia temporal de las decisiones de los agentes en los mercados financieros poco desarrollados, que lleva a conclusiones ambiguas con respecto a la elección del régimen cambiario más adecuado para reducir la vulnerabilidad financiera. En economías con una estructura financiera poco desarrollada la flexibilidad del

tipo de cambio podría aumentar el margen de maniobra de las autoridades monetarias y permitir a estas ejercer su función de prestamistas de última instancia. Pero al mismo tiempo, el riesgo moral asociado a la función de prestamista de última instancia aumentaría los tipos de interés, acentuando la vulnerabilidad financiera de la banca.

10. Véase FRANKEL Y ROSE (1997). El indicador más relevante para detectar la proximidad de una crisis "gemela" cambiaria y financiera sería, bajo esta perspectiva, la proporción de deuda externa a corto plazo sobre el total de la deuda externa del país y la proporción de deuda intermedia por el sistema bancario.

11. CALVO Y REINHART (1999) citan los casos de El Salvador, Filipinas y Venezuela como ejemplos extremos en los que el *temor a la flotación* fue tan intenso que en la práctica el tipo de cambio se mantuvo fijo durante largos períodos a pesar de que estos países aplicaban oficialmente un régimen de tipos flotantes.

12. El *señoraje* perdido representa un flujo anual permanente del 0,6% del PIB mexicano (unos 2.600 millones de dólares anuales) y del 0,2% del PIB argentino (unos 700 millones de dólares) que se transferiría a Estados Unidos en caso de dolarización. El valor presente descontado de estos flujos podría ascender a una fracción significativa del PIB anual de la economía (el resultado depende de los supuestos realizados sobre tasas de descuento, crecimiento e inflación). Además tendería a aumentar a lo largo del tiempo en línea con el aumento de la demanda de dinero. La posibilidad, con frecuencia sugerida, de que Estados Unidos se aviniese a compartir el *señoraje* serían muy reducidas en el caso de una dolarización unilateral.

13. En tales circunstancias FONTAINE (1999, p.15) señala que los países bajo un régimen de dolarización "podrían verse tentados a recortar los persistentes déficits comerciales aumentando los aranceles o introduciendo controles de capitales. El desempleo masivo puede desacreditar al libre mercado y proporcionar munición a sus sempiternos enemigos. No creo que

la dolarización sirviese realmente a la causa del mercado libre en Latinoamérica”.

14. En presencia de shocks asimétricos suficientemente intensos y de un stock limitado de reservas los países que fijan su tipo de cambio tienden a comportarse como *seguidores naturales* con respecto al país a cuya moneda vinculan el tipo de cambio. Este comportamiento no garantiza, sin embargo, la convergencia de los ciclos económicos del centro y la periferia, lo que introduce complicaciones adicionales para la sostenibilidad de este régimen monetario. Para un análisis detallado de esta cuestión véase RODRÍGUEZ PRADA (1997).

15. Argentina destina al mercado norteamericano menos del 10% de sus exportaciones totales, y Brasil en torno al 18% de las suyas.

16. HANKE (2000) cita el Informe Anual de 1999 del *Council of Economic Advisers*, donde se advierte que la adopción de un *currency board* requiere disciplina fiscal, suficientes reservas y un sistema financiero fuerte y bien administrado (además de que las instituciones funcionen y de que se garantice el cumplimiento de la ley). Pero Hanke descalifica lo que él denomina el “dogma de Washington”, como declaración absurda y sin respaldo alguno, ofreciendo como ejemplo el “éxito” (desde su punto de vista) alcanzado por países que recientemente han establecido *currency boards* sin cumplir con ninguno de los prerrequisitos mencionados (como Bulgaria, Bosnia, Kosovo, Timor Oriental y Montenegro).

17. El problema se agravaría considerablemente si los problemas de credibilidad se extienden a los depósitos en dólares. Ni el tesoro ni la reserva federal de los Estados Unidos estarían dispuestos a realizar la cobertura, al menos en el contexto de una dolarización unilateral.

19. Esta cuestión es analizada con detalle en Rodríguez Prada (1997).

20. Los miembros más sofisticados de ambos grupos reconocen que la convergencia nominal es una condición necesaria, pero no suficiente, para alcanzar la convergencia real.

21. Como se afirma en RODRÍGUEZ PRADA

(1996), pág. 123, “No existe tal cosa como la fijación irrevocable de los tipos de cambio sin un armazón institucional que lo haga posible. Incluso un *currency board* puede resultar insuficiente para anclar las expectativas. Para este fin ese rígido esquema monetario es todavía demasiado flexible. Al margen de que resulte conveniente o no dar ese paso, el problema de la inconsistencia temporal de las políticas sólo se resuelve definitivamente mediante una renuncia formal a la soberanía monetaria nacional, concretada en la participación en una unión monetaria o en la completa dolarización de la economía”.

22. Véase, por ejemplo, EICHENGREEN Y HAUSMANN (1999, pag. 3). La que desaparece, obviamente, es la moneda local y por tanto la capacidad de desarrollar políticas monetarias o políticas de tipo de cambio. Fisher (1999, pág 4) critica el trabajo de Eichengreen y Hausmann (1999) porque “no menciona la principal diferencia entre un sistema de tipos de cambio flotantes y uno de tipos de cambio fijos: un sistema de tipos de cambio flexibles proporciona un instrumento adicional de ajuste frente a las perturbaciones externas”.

23. FONTAINE (1999, p.7) señala acertadamente que “en tanto en cuanto la geografía política todavía importa, los tipos de cambio reales existen y es probable que sus niveles de equilibrio se encuentren afectados por una gran variedad de circunstancias internas y externas”.

24. El análisis anterior presupone que a corto plazo no se satisface la hipótesis de la paridad del poder de compra, de modo que las variaciones del tipo de cambio nominal se reflejan, al menos durante un horizonte temporal de varios meses, en el tipo de cambio real. En un escenario de recesión económica ese suele ser el caso.

25. Por ejemplo, DORNBUSCH (1999, p.7) señala que, “tras haber pasado por suficientes malas experiencias, el buen equilibrio es el compromiso a no tener banco central, algo que resulta bastante más fácil de comprender y de creer que el enésimo compromiso del banco central a comportarse bien esta vez”. Véase tam-

bién, en la misma línea, DORNBUSCH (1998) y DORNBUSCH Y GIAVAZZI (1998).

26. Como afirman BERNANKE Y GERTLER (1999), un régimen monetario basado en el seguimiento de un objetivo de inflación proporciona un mecanismo efectivo y unificado para lograr la estabilidad macroeconómica general y la estabilidad financiera. Tras el éxito de Nueva Zelanda varios países industrializados decidieron basar su estrategia monetaria en un objetivo directo de inflación (por ejemplo, el Reino Unido, Canadá, Australia, Suecia, Finlandia y España). También se popularizó su uso entre las economías emergentes y economías en transición (como la República Checa y Polonia).

27. CARSTENS Y WERNER (1999) proporcionan evidencia al respecto. Como señalan estos autores, en teoría la volatilidad de las tasas de interés no tiene por qué disminuir necesariamente en un régimen de tipos de cambio flexibles, puesto que si bien se gana una variable de ajuste frente a las perturbaciones externas (el tipo de cambio nominal), se pierde otra (las reservas internacionales).

28. En efecto el grado y la velocidad con que una depreciación del tipo de cambio se transmite a la inflación es todavía

demasiado elevada en relación con otros países con una historia de inflación más favorable. Por ejemplo, una depreciación de la moneda del 1% hace aumentar la inflación un 0,55% en México y un 0,44% en Australia. Y mientras que en México el 50% del incremento tiene lugar en un semestre y el 82% en un año, en Australia sólo el 7% del incremento total se produce en el primer semestre, y sólo el 14% en un año. Véase Carstens y Werner (1999).

29. Véase MORANDÉ Y SCHMIDT-HEBBEL (1999).

30. El FMI (*World Economic Outlook*, mayo de 1999) estimó un incremento inicial del nivel de precios superior al 5% como consecuencia de la depreciación, lo que implicaba una inflación mensual anualizada cercana al 50% a corto plazo. Como señala el gobernador del banco central de Brasil, Arminio Fraga (1999), la actuación de la autoridad monetaria al subir la tasa de interés hasta el 45% se basó en el supuesto de un coeficiente de transmisión de la depreciación de la moneda a la tasa de inflación de entre el 30% y el 40%, reflejando el peso en la economía brasileña de los bienes comerciables internacionalmente.

BIBLIOGRAFÍA

1. BERNANKE, B. Y M. GERTLER (1999): "Monetary policy and asset price volatility". En *New Challenges for Monetary Policy*.

Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming.

2. CALVO (2000): *Fear of floating*. <http://www.besos.umd.edu/econ>.

3. CALVO, G., L. LEIDERMAN Y C. M. REINHART (1993): "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America". *IMF Staff Papers*, Vol. 40, N° 1, pp. 108-51.

4. CALVO, G. Y C. M. REINHART (1999): "Inversión de las corrientes de capital, tipo de cambio y dolarización". *Finanzas y Desarrollo*, Vol. 36, N° 3. Fondo Monetario Internacional.

5. CARSTENS, A. G. Y A. M. WERNER (1999): "Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime".

Documento de Investigación No. 9905.

Dirección General de Investigación Económica. Banco de México.

6. DORNBUSCH, R. (1998): *The Relevance of the Euro for Latin America*. <http://web.mit.edu/rudi/www>.

7. DORNBUSCH, R. (1999): "Monetary policy and asset price volatility: Comment" Comentario al trabajo de B. Bernanke y M. Gertler. En *New Challenges for Monetary Policy*. Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming.

8. DORNBUSCH, R. Y F. GIAVAZZI (1998): *Sound credit and hard money*. <http://web.mit.edu/rudi/www>.

9. EDWARDS, S. (2000): "Exchange rate systems in emerging economies". U.S. Department of the Treasury. Enero.

10. EICHENGREEN, B. Y P. MASSON (1998): "Exit strategies: policy options for countries

- seeking greater exchange rate flexibility". *Occasional Paper* N°. 168, Washington, D.C. Fondo Monetario Internacional.
11. EICHENGREEN, B. Y R. HAUSMANN (1999): "Exchange rates and financial fragility". En *New Challenges for Monetary Policy*. Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto 1999.
12. FELDSTEIN, M. (1999): "Avoiding currency crises". En *New Challenges for Monetary Policy*. Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto 1999.
13. FONTAINE, J. A. (1999): "Dollarization? No thanks". 17th Annual Monetary Conference Cato Institute, 21 octubre. Washington, D.C.
14. FRAGA, A. (1999): "Monetary policy in a transition to a floating exchange rate: remarks on the recent Brazilian experience". En *New Challenges for Monetary Policy*. Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto 1999.
15. FRANKEL, J. A. Y A. ROSE (1997), "Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment" *Journal of International Economics*, 41, pp. 351-366.
16. GOODHART, C. A. E. (2000): "Comments on: Crises: the price of globalization?" En *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto 2000.
17. HANKE, S. H. (1998): "How to establish monetary stability in Asia". *The Cato Journal* Vol. 17, N° 3.
18. HANKE, S. H. (2000): "Some reflections on monetary institutions and exchange-rate regimes". *Testimonio ante la International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, D.C. Enero.
19. KALIFA, S. Y A. DEL RIO (1999): "Opciones de regímenes cambiarios para México". *Documento de Investigación N° 9*. Centro de Análisis y Difusión Económica Mayo 1999. México.
20. KRUGMAN, P. R. (2000): "Crises: the price of globalization?" En *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Actas del Symposium organizado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto 1999.
21. MORANDÉ, F. Y K. SCHMIDT-HEBBEL (1999): "Monetary policy and inflation targeting in Chile". En M. I. Blejer, A. Ize, y A. M. Leone (eds.): *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. Fondo Monetario Internacional.
22. MUSSA, M., P. MASSON, A. SWOBODA, E. JADRESIC, P. MAURO Y A. BERG (2000): "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy". *Occasional Paper*, N° 193. Fondo Monetario Internacional.
23. RODRÍGUEZ PRADA, G. (1994): "Integración monetaria, diñeiro internacional e señoriaxe: Os mecanismos de coordinación e as regras do xogo". *Revista Galega de Economía*, Vol. 2, N° 2, pp. 175-94.
24. RODRÍGUEZ PRADA, G. (1995): "La economía de los Currency Boards: pasado y presente". *Economistas*. N° 63, pp. 114-121. Colegio de Economistas de Madrid.
25. RODRÍGUEZ PRADA, G. (1996): "El tipo de cambio como ancla nominal, currency boards y dolarización". En G. Rodríguez Prada, (ed.): *La Macroeconomía de los Mercados Emergentes*. Ediciones de la Universidad de Alcalá. Cap. 4, pp. 91-126.
26. RODRÍGUEZ PRADA, G. (1997): "Escenarios de coordinación macroeconómica en el Mercosur". *Revista de la CEPAL*, 62, pp.149-167.
27. RODRÍGUEZ PRADA, G. (1998): "La economía brasileña después del Plan Real: Oportunidades y desafíos". *Anales del Consejo Español de Estudios Iberoamericanos*, pp. 19-36. Embajada de Brasil. Madrid, 1998.
28. STOCKMAN, A. (1999): "Exchange Rate Systems in Perspective". 17th Annual Monetary Conference Cato Institute, 21 octubre. Washington, D.C.
29. VELDE, F. R. Y M. VERACIERO (2000): "Dollarization in Argentina". *Economic Perspectives*, Vol. 24, N° 1, pp. 24-35. Federal Reserve Bank of Chicago.
30. WILLIAMSON, J. (2000): "Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option". <http://www.iie.com>