

Dolarización, caja de conversión o tipo de cambio flexible. ¿Opciones para América Latina hoy?*

Villegas, Esmeralda**

Labarca, Nelson***

Acosta, Ana ****

Hernández, Luis *****

Resumen

El objetivo del presente artículo es el de describir las diferentes opciones de regímenes cambiarios para los mercados emergentes de América Latina; que van desde el tipo de cambio fijo, al flexible; con sus variantes como son la Caja de Conversión y la dolarización de la economía, en el contexto actual caracterizado por situaciones de persistente volatilidad de capital y crisis cambiaria. Se concluye que existen hoy más argumentos en contra de establecer durante mucho tiempo regímenes de tipo de cambio fijo, no solamente debido a las distorsiones y costos de la sobrevaluación de la moneda nacional, sino también por los costos que entraña su abandono, asimismo habría que sopesar los argumentos en contra de una excesiva flexibilidad que vendría en volatilidad del tipo de cambio; para ello cabe dar un espacio a que la autoridad pública intervenga, dando con su intervención una señal del tipo de cambio real que se considera conveniente, y reafirmar la importancia de desalentar los flujos de capitales externos especulativos. Se destaca con respecto a la proposición de la Caja de Conversión o de la Dolarización que son alternativas que privilegian la estabilidad monetaria, sacrificando otros objetivos macroeconómicos como el de la producción, el comercio, el empleo. Por lo cual es necesario actuar sobre determinantes fundamentales como son la disciplina fiscal, el avance en las reformas económicas; impulsando el progreso tecnológico que consiste en hacer más eficiente los procesos productivos a través de la inversión en tecnologías de punta.

Palabras clave: Régimen cambiario, tipo de cambio fijo, tipo de cambio flexible, caja de conversión, dolarización.

Recibido: 01-03-11 . Aceptado: 01-09-09

* Este artículo forma parte del Proyecto de Investigación titulado "Flujos de Capitales y Crisis Financiera en América Latina". Financiado por el CONDES.

** Economista, Profesora-Investigadora de la Universidad del Zulia.

*** Magíster en Gerencia de Empresas, Economista, Profesor- Investigador de la Universidad del Zulia.

**** Master en Administración, Economista, Profesora- Investigadora de la Universidad del Zulia.

***** Economista, Asistente de Investigación del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad del Zulia.

Dollar-ization, Fixed or Flexible Exchange Rates. ¿Options For Latina America Today?

Abstract

The objective of this article is to describe different monetary regime options for emerging Latin American markets, which range from fixed to flexible exchange rates, with variations such as the exchange fund and dollar-ization of the economy, and with special emphasis placed on the present situation of capital volatility and exchange rate crisis. The conclusion is that the evidence today argues against establishing long term fixed rate regimes, not only due to the distortions and costs of over-valuation, but also due to the costs incurred in abandoning these systems. It is also necessary not to overrate arguments in relation to excessive flexibility which produces volatility in exchange rates. In order to do this, space is necessary for the intervention of public authority, indicating through its intervention a sign as to the type of exchange considered convenient, and reaffirming the importance of de-animating speculative external capital flows. In relation to the proposal for exchange funds or dollar-ization, it is important to point out that they are alternatives that favor monetary stability over other macroeconomic objectives such as production, commerce and employment. For all these reasons it is necessary to act on fundamental issues such as fiscal discipline, economic reforms, and promotion of technological progress that consists in making productive processes more efficient through up-to date technological investment.

Key words: Monetary exchange regime, fixed rate exchange, flexible exchange rates, exchange funds, dollar-ization.

Introducción

Las cuatro últimas crisis financieras de carácter internacional han puesto de manifiesto en América Latina un fenómeno nuevo, directamente vinculado al proceso de globalización y es que a partir de esta década las crisis monetarias y financieras han tenido amplias ramificaciones sobre las corrientes de comercio y sobre la capacidad de crecimiento económico, lo que ha confirmado la recurrente vulnerabilidad externa de América Latina.

El incremento en los flujos financieros que siguió a la liberalización y la desregulación de las economías desde mediados de los ochenta produjo auges y caídas de enormes dimensiones y consecuencias. El llamado “efecto te-

quila” ocurrido tras el colapso del peso mexicano y la recesión sufrida por toda la región a consecuencia de la crisis asiática son los ejemplos más notables de los efectos causados por los repentinos cambios de dirección en los flujos de capital. El impacto de las recientes crisis incide en las políticas de los países de la región, en el funcionamiento del sistema económico global y en la capacidad de los Estados y de los organismos multilaterales de gerenciarlo y conducirlo en la dirección correcta.

En este contexto se ha intensificado el debate sobre el régimen de tipo de cambio apropiado para asegurar la estabilidad en América Latina.

En el artículo que se presenta a continuación se destacan las diferentes opciones de

esquemas cambiarios para América Latina incluyendo el de la Caja de Conversión y el de la Dolarización total de la Economía y sus efectos sobre la capacidad para preservar la estabilidad económica, el establecimiento de un nivel deseable de tipo de cambio real y con la posibilidad que ofrece cada uno para llevar a cabo determinadas políticas económicas sujetas a importantes movimientos de capitales.

1. Diferentes opciones de regímenes cambiarios. Atributos y desventajas

En un marco internacional y regional marcado por sucesivas crisis cambiarias, el debate en torno al régimen de tipo de cambio ha cobrado intensidad en América Latina. Entendiéndose como régimen cambiario al marco institucional y las reglas de funcionamiento, mediante las cuales se forma el precio de las divisas y se regula su tenencia e intercambio (Purroy, 1998:38).

Asimismo el autor antes mencionado destaca la Clasificación del Fondo Monetario Internacional en su Reporte Anual sobre Regímenes cambiarios en la cual los arreglos del tipo de cambio se pueden clasificar en tres grandes grupos: regímenes fijos, de flexibilidad limitada y regímenes más flexibles.

En los regímenes fijos el Banco Central (o la autoridad monetaria nacional que exista) fija el precio relativo entre la moneda local y una moneda extranjera. Este precio fijo suele llamarse el valor par de la moneda (Larrain et al., 1994:284).

Los regímenes fijos se suelen subdividir en tres tipos, dependiendo en primer lugar de sí, el país emite su propia moneda (Unión monetaria), en segundo lugar de sí la referencia es a una divisa individual (Enganche a una moneda nacional) o a una cesta de divisas (En-

ganche a una cesta de monedas). Asimismo los regímenes de flexibilidad limitada donde el tipo de cambio puede variar dentro de ciertos márgenes de fluctuación que han sido determinados previamente pero, donde las reglas de juego tienden a rigidizar el tipo de cambio se pueden dividir en: Flexibilidad respecto a una moneda individual (el tipo de cambio esta enganchado a una moneda individual pero goza teóricamente de zonas de flexibilidad que eventualmente son utilizadas), Arreglos cooperativos en la cual las monedas están enganchadas entre si dentro de márgenes bastante estrechos de variación, pero fluctúan en bloque frente a las monedas de terceros países.

El régimen de tipo de cambio flexible implica que la autoridad monetaria no tiene compromiso alguno de sostener una tasa dada por el contrario todas las fluctuaciones en la demanda y la oferta de moneda extranjera se absorben mediante cambios en el precio de la moneda extranjera respecto a la moneda local (Larrain et al., 1994:291). En el caso de los regímenes más flexibles se suelen subdividir en tres subcategorías que van de menor a mayor flexibilidad; así tenemos "ajuste según indicadores" en este caso las variaciones del tipo de cambio se producen más o menos automáticamente sobre la base de variaciones de ciertos indicadores como por ejemplo para absorber el diferencial de inflación con los socios comerciales y preservar así un nivel constante del tipo de cambio real, la otra subdivisión corresponde a la flotación administrada en este caso la autoridad cambiaria interviene activa y regularmente para dirigir el rumbo del tipo de cambio y afectar su nivel, asimismo la flotación independiente se enmarca como otra categoría en las que las fuerzas de mercado sobre la determinación del tipo de cambio es superior a la ejercida por la intervención oficial.

Como regla general, no existe un criterio único para seleccionar el esquema cambiario más apropiado para una economía. Limitaciones importantes para tal escogencia las impone el objetivo al cual las autoridades económicas le otorguen prioridad, los shocks que afectan la economía y sus características estructurales. Si de lo que se trata es de estabilizar el producto en torno a su tendencia, la selección del arreglo cambiario debe considerar la naturaleza de los shocks que experimenta la economía (Guerra et al., 2000:4).

Señalan los mismos autores que, cuando predominan los factores monetarios la fijación del tipo de cambio es la opción más recomendable toda vez que las perturbaciones del mercado de dinero se canalizarán vía variación de reservas internacionales, sin ninguna consecuencia visible sobre la demanda agregada en virtud de la endogeneidad de la oferta de dinero. En este caso, los cambios en la posición de los activos externos actuarían como mecanismo de ajuste de la oferta y la demanda de dinero sin que se altere la tasa de interés. Contrariamente, si la economía está expuesta en mayor medida a shocks en el mercado de bienes se recomienda la flexibilidad del tipo de cambio, para compensar mediante variaciones en dicha variable el aumento o disminución de la demanda interna.

Esta orientación general enfrenta la dificultad de poder discernir con algún grado de precisión el predominio de un tipo de shock sobre otro, dado el hecho que la economía puede enfrentar dislocaciones simultáneas en ambos mercados o que en algunas coyunturas prevalezca uno y en otra cambie el sentido de la perturbación.

Para evaluar las opciones descritas y así considerar los méritos y desventajas para la escogencia de un régimen cambiario para los países de América Latina, se tomarán en

consideración cuatro cuestiones fundamentales como son; estabilidad económica, aislamiento y estabilización frente a perturbaciones, independencia y efectividad de las políticas (SELA, 1999).

La relación entre el régimen cambiario y la estabilidad tiene varias facetas o contenidos distintos según lo que se entienda por estabilidad: está la estabilidad nominal del tipo de cambio, como elemento de control del nivel general de precios de la economía y también como una señal para la toma de decisiones privadas; y esta la estabilidad de la economía real en una trayectoria de crecimiento, que puede requerir variaciones (o una mayor variabilidad) del tipo de cambio nominal.

La primera acepción ha sido la más utilizada, se ha identificado en gran medida la estabilidad económica con la estabilidad de los precios, y ésta a su vez con la del tipo de cambio; en la raíz de esta visión está el que varios países han utilizado su política cambiaria con objetivos antiinflacionarios (arrojando un "ancla cambiaria"). Al estar comprometido los bancos centrales a mantener la estabilidad del tipo de cambio, en principio, la política monetaria actúa automáticamente remonetizando o desmonetizando la economía a través de la variación de las reservas internacionales, según se comporten la expansión del crédito interno y la demanda de dinero. Como los bancos centrales no tienen espacio para una política monetaria discrecional, las sorpresas inflacionarias y las consiguientes ganancias de producción no son posibles con lo cual se emiten las señales que hacen de la estabilidad de precios el compromiso de la autoridad monetaria (Guerra et al, 2000:4).

Desde este punto de vista, un régimen de tipo de cambio fijo presentaría ciertas ventajas, en la medida en que un sistema flexible podría convalidar eventuales aumentos de

precios; además, daría una menor variabilidad a un precio que, como es el tipo de cambio, puede ser determinante en las decisiones de los agentes económicos. En cambio, si por estabilidad se entiende una evolución de la economía real que evite la sucesión de grandes auges y caídas, un manejo flexible del tipo de cambio es superior; con un sistema de tipo de cambio fijo, una entrada significativa de capitales tiende a incrementar el crédito y la demanda interna, aumentando la actividad económica e incrementando los pasivos externos; en cambio, ante un déficit en cuenta corriente o una salida de capitales, la defensa de un determinado tipo de cambio lleva a la subida de las tasas de interés y la consecuente disminución de la actividad económica, con el objetivo de contener la salida de capitales y de contraer las importaciones.

El énfasis en una estabilidad básicamente monetaria, o bien en una estabilidad del crecimiento del producto y del empleo, puede asociarse en general con distintos sectores económicos: los más vinculados al negocio financiero tenderán a defender la estabilidad entendida en la primera acepción, mientras que los sectores productivos estarán interesados en una estabilidad “real”.

Un aspecto relacionado con el tema de la estabilidad es el relativo al nivel de confianza que puede generar un determinado régimen cambiario entre los inversionistas nacionales y extranjeros; ello sería importante no solamente para prevenir ataques especulativos (obviamente desestabilizadores) contra una moneda, sino también para reducir los costos asociados a la incertidumbre. En particular, se ha argumentado que con regímenes de cambio flexibles, los inversionistas reclaman un mayor spread en sus colocaciones en moneda nacional para cubrirse de las posibles pérdidas que les generaría una devaluación; ello a su

vez atentaría contra la “profundidad” del sistema financiero.

En este sentido, un sistema de tipo de cambio fijo como instrumento de estabilización tiene la bondad de que es simple de entender por el público, como lo plantea Mishkin (1997). Generalmente, la asociación tipo de cambio y nivel de precio interno funciona a favor de la estabilidad cuando los agentes suponen que la fijación del tipo de cambio tiene bases sólidas y perdurables, lo que se expresa en una disminución de las expectativas de inflación. Si la política de fijación del tipo de cambio es creíble en realidad lo que sucede es que la economía asume la política monetaria del país cuya moneda actúa como ancla, bajan las expectativas de inflación y los precios tenderían a converger a la inflación internacional.

Ahora bien, no resulta evidente que en ese sistema los riesgos cambiarios sean siempre menores que en un régimen flexible: las variaciones nominales del tipo de cambio serán seguramente menos frecuentes con el tipo de cambio fijo, pero también tenderán a ser más importantes, en la medida en que no solamente respondan a un shock o un desequilibrio puntual, sino que deban corregir todos los que se hayan acumulado previamente. El riesgo no depende sólo de la frecuencia con que un hecho puede producirse, sino también de la magnitud de sus efectos (SELA, 1999).

Desde ese punto de vista, el manejo del riesgo de un sistema flexible resulta superior, si se lo considera más allá del corto plazo. En efecto, en el momento en que se instituye un tipo de cambio fijo, la credibilidad de una determinada tasa nominal es mayor a la de uno flexible, sobre todo si se cuenta con reservas internacionales suficientes. La propia “credibilidad” de ese tipo de cambio puede llevar a seguir acumulando reservas si, como es habi-

tual en la región, las tasas de interés internas son superiores a las internacionales. Cuando esto se produce en un marco externo favorable, se presentan los episodios clásicos de entrada de capitales, expansión del crédito interno (especialmente en moneda extranjera) y del gasto, sobrevaluación de la moneda nacional y crecimiento del déficit externo. La credibilidad inicial da origen a su contrario, hasta desembocar en ataques especulativos. La devaluación golpeará entonces a los que, sobre la base de aquella credibilidad, habían acumulado pasivos en divisas.

La capacidad de aislamiento de la economía frente a perturbaciones es, ciertamente, la principal ventaja de la flexibilidad cambiaria, sobre todo si se compara el ajuste cambiario con la otra alternativa del ajuste interno de precios y salarios. Este último puede ser lento y doloroso, especialmente si los precios y salarios internos no son suficientemente flexibles. En este orden de ideas se puede afirmar que cuando las perturbaciones son consideradas temporales, especialmente si son de carácter monetario la estabilidad nominal del tipo de cambio es más conveniente, mientras que perturbaciones permanentes (estructurales) exigen una flexibilización del tipo de cambio.

De lo anteriormente expuesto, se puede afirmar que en el corto plazo la política monetaria es más efectiva bajo un régimen cambiario flexible mientras que la política fiscal es más efectiva bajo un régimen de cambio fijo, ello es así por el impacto monetario derivado de la defensa del tipo de cambio. Por otra parte en el largo plazo donde los precios y salarios son flexibles, el efecto real de la política monetaria y fiscal se revierte en ambos regímenes, el producto y el empleo vuelven a su nivel natural y la política expansiva solo conduce a un aumento equivalente de los precios y del

tipo de cambio nominal. Por lo tanto, si bien un régimen flexible permite mayor control sobre la oferta monetaria, ello no garantiza su efectividad sobre la actividad económica real. Al final, la mayor autonomía monetaria bajo regímenes flexibles simplemente se traduce en la libertad de elegir una mayor o menor tasa de inflación.

En lo referente a la independencia de las políticas económicas, la fijación del tipo de cambio implica que las autoridades económicas pierden dos instrumentos de política: la cambiaria y la monetaria aunque esta última puede utilizarse para defender las reservas internacionales. La limitación de instrumentos de políticas a la disposición de las autoridades se traduce en un esfuerzo significativo de la política fiscal el cual no siempre es posible en la magnitud y oportunidad requeridas para encarar algún desequilibrio. Adicionalmente, frente, por ejemplo, a un shock adverso en los términos de intercambio la economía puede demandar una política fiscal restrictiva, lo cual puede profundizar la recesión e incluso comprometer la vigencia misma del arreglo cambiario. Para complementar lo anteriormente expuesto se presentan en los Cuadros Nos. 1, 2 y 3, las opciones de regímenes cambiarios en donde se señalan los principales beneficios y defectos que la teoría señala.

2. Las opciones de regímenes cambiarios y la evidencia empírica en América Latina

Antes de que colapsara el sistema de Bretton Woods en 1973, la mayoría de los países de América Latina operaba bajo un sistema de tipos de cambio fijos. Sólo unos cuantos habían adoptado una paridad móvil como respuesta a las tasas nacionales de inflación

Cuadro 1
Alternativas de regímenes cambiarios
Regímenes de tipo de cambio fijo

Régimen	Característica	Beneficios	Defectos
Consejo Monetario	<ul style="list-style-type: none"> • Es un acuerdo institucional donde se define un compromiso de mantener fijo el Tipo de Cambio y garantizar la total convertibilidad de la moneda nacional con las divisas extranjeras. (Forma dura). También existe la forma blanda donde el Tipo de Cambio se fija y es revisado y ajustado por las autoridades monetarias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se aumenta la credibilidad y se reduce los problemas de inconsistencia en el tiempo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Grandes shocks externos no pueden ajustarse a través de cambios en la paridad y tienen que ser absorbidos completamente por la economía real. • Se pierde parte del señoreaje. • El Banco Central pierde su papel de prestamista de última instancia.
Completa Dolarización	<ul style="list-style-type: none"> • La moneda extranjera es de curso legal y se utiliza para cumplir las funciones básicas del dinero. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se elimina el riesgo cambiario. Se maximiza la credibilidad. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se pierde totalmente el señoreaje. • El Banco Central pierde su papel de prestamista de última instancia. • Las autoridades renuncian al manejo de instrumentos de política monetaria. • Elevado nivel de Reservas Internacionales.
Unión monetaria	<ul style="list-style-type: none"> • Consiste en un acuerdo de varios países para tener una moneda común y un Banco Central Común. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminación de costes de transacción para intercambios comerciales y financieros. • Mayor atractivo para el inversionista. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pérdida de independencia de la Política Monetaria. • Se necesita un Banco Central independiente aislado, flexibilidad de salarios y precios, sólido sector financiero y barreras importantes para salirse de la unión.

Fuente: Edwards Sebastián y Miguel A. Sevastano (1999). Exchange Rates in Emerging Economies: What do we Know?: What do we need to Know?. National Bureau of Economic Research. Julio. Desarrollado por SECRETARÍA DE HACIENDA Y CREDITO PÚBLICO. "América Latina, Asia-Pacífico: Regímenes de Tipo de Cambio" AGENDA INTERNACIONAL, Núm. 3 año I, 16-31 de Julio del 2000. México, D.F. Pp. 20.

Cuadro 2
Alternativas de regímenes cambiarios.
Regímenes de flexibilidad limitada

Régimen	Característica	Beneficios	Defectos
Flotación con Bandas	<ul style="list-style-type: none"> • El tipo de cambio nominal permite fluctuar (a veces libremente) en una banda. El centro de la banda es el tipo de cambio fijo, aún en términos de una sola moneda o en una canasta de monedas. El tamaño de la banda varía. 	<ul style="list-style-type: none"> • Algunos sistemas combinan los beneficios de la flexibilidad con credibilidad. • Los parámetros llave (bandas y puntos medios) ayudan como guía a las expectativas públicas. • Los cambios en tipo de cambio nominal dentro de bandas ayudan a absorber los choques financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> • En algunos casos los sistemas pueden desestabilizar e inclinar los ataques especulativos. • La selección de la banda es muy importante. • Algunos sistemas pueden mermar la credibilidad de los regímenes.
Variación lenta con Bandas	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema de bandas por el cual la paridad central se arrastra sobre el tiempo. • Diferentes reglas pueden usarse para determinar el nivel de arrastre. Las dos más comunes son: "backward-looking crawl" (basado en los diferenciales pasados de la inflación). 	<ul style="list-style-type: none"> • El sistema permite a países con alta inflación adoptar un sistema de bandas sin tener que tomar grandes medidas de ajuste en la paridad central. 	<ul style="list-style-type: none"> • Elegir criterios para establecer tasas de variabilidad en las bandas genera serios riesgos. • Una aproximación backward-looking puede producir una inercia inflacionaria en el sistema, además de que puede dirigir también a metas erróneas de inflación y producir sobrevaluación y presiones especulativas.
Tipo de Cambio fijo pero ajustable	<ul style="list-style-type: none"> • El tipo de cambio nominal es fijo, sin embargo, el banco central no está obligado a mantener indefinidamente la paridad. • Los ajustes en la paridad (devaluaciones) son instrumentos políticos poderosos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Provee una disciplina macroeconómica que permite mantener en línea los precios de los bienes comerciales con respecto a los precios del exterior en un contexto de baja incertidumbre. • La conformación de cláusulas de escape (las cuales permiten a las autoridades a devaluar en casos necesarios) proveen al sistema mayor flexibilidad. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bajo este sistema (devaluaciones) se pueden generar problemas, como presiones inflacionarias e incertidumbres. • Problema de inconsistencia de tiempo, (que puede ser atenuado por la cooperación de una institución adecuada).

Fuente: Edwards Sebastián y Miguel A. Sevastano (1999). Exchange Rates in Emerging Economies: What do we Know?: What do we need to Know? National Bureau of Economic Research. Julio. Desarrollado por SECRETARIA DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO. "América Latina, Asia-Pacífico: Regímenes de Tipo de Cambio" AGENDA INTERNACIONAL, Núm. 3 año I, 16-31 de Julio del 2000. México, D.F. Pp. 20.

Cuadro 3
Alternativas de Regímenes cambiarios
Regímenes más flexibles

Régimen	Característica	Beneficios	Defectos
Libre Flotación	<ul style="list-style-type: none"> • El valor del tipo de cambio se determina en el mercado a través de la interacción de la oferta y la demanda. 	<ul style="list-style-type: none"> • Permite ejercer autonomía monetaria. • Contribuye a alcanzar el equilibrio externo de la economía. • Los cambios en el tipo de cambio nominal muestran volúmenes de ajuste ante los choques internos y externos. • No son necesarias altas Reservas Internacionales. 	<ul style="list-style-type: none"> • La volatilidad del tipo de cambio nominal y Real puede distorsionar la asignación de recursos. • La Política monetaria necesita de mecanismos en términos de un ancla nominal diferente a la del tipo de cambio.
Flotación con intervención	<ul style="list-style-type: none"> • Esporádica intervención del tipo de cambio por parte del Banco Central dependiendo de los objetivos de la intervención. • Intervención activa resultado de los cambios en las reservas, Tasa de interés, y Otros Instrumentos Financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se requieren altas Reservas Internacionales. • Exceso de amortiguamiento de las fluctuaciones del tipo de cambio. 	<ul style="list-style-type: none"> • La falta de transparencia por parte del Banco Central, genera mucha incertidumbre. • Los efectos de intervención tienen duración corta y pueden ser desestabilizadores.

Fuente: Edwards Sebastián y Miguel A. Sevastano (1999). Exchange Rates in Emerging Economies: What do we Know?: What do we need to Know? National Bureau of Economic Research. Julio. Desarrollado por SECRETARIA DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO. "América Latina, Asia-Pacífico: Regímenes de Tipo de Cambio" AGENDA INTERNACIONAL, Núm. 3 año I, 16-31 de Julio del 2000. México, D.F. Pp. 20.

durante los años sesenta. La paridad fija fue abandonada por la mayor parte de los países tras la crisis de la deuda ocurrida a principios de la década de los ochenta, y establecieron una variedad de regímenes de tipos de cambio controlados (Buttkereit, 1999).

Al analizar diferentes posturas o interpretaciones sobre las causas de la crisis financieras experimentadas en América Latina en los noventa están los que culpan de la gravedad de la crisis a la rigidez de los regímenes de tipo de cambio fijo, que habrían mantenido el valor de la moneda por demasiado tiempo en

niveles poco realistas, y los que por lo contrario culpan a la crisis a una falta de resolución por mantener ese régimen cambiario realizando, si fueran necesarios, los ajustes en la "economía real" que le daría mayor solidez a dicho régimen (entre ellos, una mayor "flexibilidad laboral"). Como corolario de los distintos diagnósticos, hay discrepancia de opiniones en cuanto al régimen cambiario que más conviene a los países de la región, dada la alta exposición que algunos de ellos han demostrado tener respecto de los movimientos internacionales de capitales. Como veremos, el debate

no se limita al ya tradicional entre tipos de cambio fijos o flexibles, ya que existen matices dentro de cada esquema: hay por ejemplos propuestas de sistemas de flotación "sucias", y también de tipos de cambio fijo "irrevocables" (como sería un sistema de caja de conversión), e incluso una de abolición de la moneda nacional, procediéndose a una "dolarización".

Como telón de fondo de este debate, están las experiencias de los países que han sido forzados a modificar sus regímenes cambiarios hacia formas más flexibles, por el alto costo (o la simple imposibilidad, por pérdida de reservas) de mantener tipos de cambio fijos o con una estrecha banda de flotación. Entre algunos ejemplos se podrían citar el caso de Chile, que a raíz de la crisis asiática y brasileña, adoptó un régimen semi-flexible en 1999 abandonando las bandas de flotación que se instrumentaban desde 1983. Para las autoridades Chilenas el esquema vigente ha permitido conjugar la estabilidad de precios con la posibilidad de absorber los impactos originados en la economía mundial. La disciplina macroeconómica y la transformación estructural de la economía chilena por más de una década han sido factores claves para ganar la confianza y credibilidad de los agentes económicos. De la misma forma, México abandonó el régimen de bandas cambiarias que operaban desde 1989 por un tipo de cambio flotante a finales de diciembre de 1994. La adopción del tipo de cambio flexible acompañado de reformas estructurales ayudó a la recuperación económica que se pudo reflejar hasta 1996, las crisis financieras de Asia (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999), no afectaron el entorno macroeconómico del país.

En el caso de Brasil el abandono del tipo de cambio fijo en 1999 generó expectativas inflacionarias, sin embargo los temores

fueron en gran medida infundados, ya que tras una devaluación de más de 60%, la inflación esperada no superó el 10%. Aquí han jugado factores como la depresión de algunos precios de productos primarios (Ver Tabla I). El abandono del sistema de paridad fija y la resistencia posterior a retornar a él, parecen entonces haber sido decisiones acertadas en los casos señalados.

Al respecto destacados economistas como Haussmann, Gavin, Pages y Stein evaluaron negativamente el abandono del tipo de cambio fijo en México (en 1994) y en Brasil (en 1999). Sobre la base de esos ejemplos, estos autores afirmaron que: "La experiencia de América Latina sugiere que el abandono del tipo de cambio: I) Fuerza un incremento en la tasa de interés, II) Tiene un fuerte impacto inflacionario, III) Y causa un mayor descenso en el producto (Haussman et al, 1999).

Por una parte, los autores mencionados señalan que era posible evitar la devaluación, sin embargo, hay que tomar en consideración que en México ya las reservas se habían agotado, y en Brasil la defensa de las reservas había llevado la tasa de interés a niveles que no solamente eran insostenibles, sino que tampoco lograban equilibrar el riesgo cambiario (Véase Tabla II). Por otra parte, es discutible que se atribuya la crisis a la decisión de devaluar, y no a la política previa que había acumulado los desequilibrios. Por último, el desempeño posterior a la devaluación, en ambas economías, muestra mejorías respecto de la situación anterior, pese a serios problemas de arrastre (sistema financiero en México, deuda pública en Brasil). Incluso aún cuando se pensaba que tras de la devaluación tanto en México, Chile y Brasil se generaría una escalada inflacionaria, ésta no se dio, la misma se comportó dentro de los márgenes esperados por las autoridades económicas (Ver Tabla I).

Tabla I
Inflación (Variación)

AÑOS ^a	Argentina	Brasil	Chile	Ecuador	México
1995	1.6	22.0	8.2	22.8	52.1
1996	0.1	22.0	6.6	25.6	27.7
1997	0.3	9.1	6.0	30.6	15.7
I-98	0.8	4.3	5.3	30.5	15.3
II-98	1.1	4.6	5.4	35.9	15.3
III-98	1.1	3.2	4.8	37.8	15.9
IV-98	0.7	2.5	4.7	43.4	18.6
I-99	-0.7	3.9	4.0	54.4	18.2
II-99	-1.3	3.1	3.8	52.9	17.4
III-99	-2.0	5.9	2.9	50.3	15.8
IV-99	-1.8	8.4	2.3	60.7	12.3
I-00	-1.0	5.8	3.4	80.7	10.1
II-00	-1.1	5.5	3.7	103.4	9.4
III-00	-0.7	7.0	4.3	107.7	8.8
IV-00	-0.7	5.3	4.5	91.0	9.0
I-01	-1.0	6.3	3.5	58.5	7.2

a/ A partir de 1998 se refiere a cifras trimestrales.

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

2.1. La propuesta del sistema de Caja de Conversión o Currency Board

Una respuesta que se propuso a esa paradoja era ir más lejos en la rigidez, y en vez de tener un tipo de cambio fijo clásico, instaurar un sistema de caja de conversión. Este sistema supone la existencia de un Currency Board (Junta Monetaria) que emite moneda de reserva internacional (dólar) a un tipo de cambio totalmente fijo. Se requiere 100% de reservas en la moneda ancla contra la base monetaria emitida. Esta conversión es total para la moneda emitida por la Junta Monetaria y no para los depósitos bancarios denominados en moneda doméstica. La idea es que tal sistema garantice técnicamente la imposibilidad de una devaluación, ya que toda la moneda emitida

(en rigor, la base monetaria) estaría cubierta por reservas internacionales. En caso de pérdida de reservas, la base monetaria se contraería, lo que induciría a una contracción de la masa monetaria y a un alza de la tasa de interés, hasta que el ataque contra la moneda se detendría por falta de incentivos (las tasas de interés alcanzarían un nivel en el que compensarían el riesgo de la devaluación) o de municiones (por la contracción monetaria). En la medida en que se desestimule a los especuladores, se evitarían el ataque y sus costos (Jiménez, 1999).

Larraín y Velasco (2000) argumentan que la esencia del consejo monetario es que limita considerablemente la capacidad de las autoridades para incrementar el crédito interno, lo cual puede ser beneficioso para abatir la

Tabla II
Tasa de Interés Real

AÑOS ^a	Argentina		Brasil		Chile		Ecuador		México	
	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva ¹	Activa
1995	8.2	14.0	-11.8	10.3	5.1	9.2	16.6	26.6	8.6	19.3
1996	7.1	10.3	9.8	27.5	5.7	9.3	13.9	24.3	-2.6	1.3
1997	6.4	8.7	17.8	38.2	5.6	9.0	-2.3	9.5	-1.4	3.1
I-98	6.4	9.4	26.2	55.9	6.3	10.8	1.9	9.5	1.6	6.1
II-98	5.4	7.1	16.3	46.7	7.2	10.7	2.1	8.2	1.9	6.0
III-98	6.9	10.3	20.9	47.3	13.7	20.7	4.6	12.6	5.2	13.8
IV-98	7.5	11.7	33.0	53.1	10.7	15.7	2.0	10.9	9.4	18.4
I-99	8.2	12.1	32.2	68.9	4.7	9.2	5.3	12.9	6.3	13.4
II-99	7.9	10.2	22.1	55.9	6.2	10.1	-3.5	6.6	0.6	5.4
III-99	9.8	12.3	14.4	39.6	3.4	6.9	-5.1	5.9	1.3	6.3
IV-99	11.7	15.1	10.4	31.9	6.1	9.8	-4.7	6.2	2.3	6.5
I-00	9.3	12.1	10.9	33.5	6.2	10.4	-35.6	-30.3	3.8	6.9
II-00	8.8	11.0	12.0	31.4	6.6	11.0	-44.6	-40.4	3.0	7.6
III-00	8.4	10.6	9.5	27.6	3.2	9.3	-47.3	-43.6	3.7	7.7
IV-00	11.2	15.1	9.6	27.6	4.9	11.3	-45.6	-41.2	4.8	9.6
I-01	10.2	14.2	8.7	25.5	1.1	8.2	-36.2	-30.6	6.5	10.3

a/ A partir de 1998 se refiere a cifras trimestrales.

1/ A 30 días.

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

inflación, pero no es muy bueno para preservar la estabilidad y salud del sistema financiero, ya que la banca se queda sin prestamista de última instancia y dado que las economías emergentes presentan la característica de sistemas financieros con problemas de capitalización, seguros de depósitos imperfectos y mecanismos de supervisión y regulación deficientes termina convirtiéndose en una invitación a autogenerar una corrida de depósitos en el sistema bancario. Así los autores plantean que si bien el consejo monetario reduce la probabilidad de una crisis en la balanza de pagos, esto se logra solo a costa de una mayor probabilidad de crisis en la banca. El precio a pagar por alcanzar el objetivo de reducir la inflación

puede ser la gestación de una crisis financiera endémica.

Por otro lado, bajo un consejo monetario las autoridades fiscales se ven imposibilitados de obtener financiamiento del banco central, por lo tanto, están obligados a mantener una disciplina fiscal y buscar fuentes alternativas de ingresos (nuevos impuestos o incrementar los existentes, financiamiento en los mercados de crédito, etc.), así como llevar a cabo una reducción de sus erogaciones. Esto constituye junto a la ausencia del prestamista de última instancia una camisa de fuerza para el Estado cuya contrapartida es una tasa de desempleo más alta, mayor endeudamiento externo e interno, con un consecuente incremen-

to en la tasa de interés y contracción de la inversión interna.

La disciplina fiscal que impone la adopción de un tipo de cambio fijo no es exclusiva de esta, ya que bajos un tipo de cambio flexible dicha disciplina también se hace necesaria, motivado a que un comportamiento fiscal imprudente tendrá costos muy elevados tanto desde el punto de vista económico como político. La diferencia con los tipos de cambio fijos se encuentra en la distribución intertemporal de estos costos. Con un tipo de cambio fijo la indisciplina fiscal se manifestará en una reducción de las reservas internacionales o en un crecimiento del endeudamiento, mientras que bajo un tipo de cambio flexible los efectos de una política fiscal imprudente se sienten de forma inmediata a través de desplazamientos en el tipo de cambio y en el nivel de precios. En este sentido, si el control de la inflación es un objetivo básico para las autoridades y su incumplimiento representa un alto costo, entonces un tipo de cambio flexible puede generar una mayor disciplina fiscal.

Argentina en 1991, adoptó el plan de convertibilidad con el propósito de estabilizar los precios, reactivar la economía y reducir las cuentas deficitarias del estado. Las primeras dificultades se presentaron con el efecto tequila en 1995, en esa ocasión, el nivel de los depósitos bancarios y de las reservas disminuyeron considerablemente, pero no se contrajeron ni la base monetaria ni el saldo de créditos bancarios. Una vez más, se comprobó que los bancos no pueden cobrar los créditos con la misma facilidad y rapidez que los otorgan, y menos en medio de una crisis económica. En tal circunstancia, hubo que optar entre esperar a que eventualmente obraran los automatismos teóricos y actuar urgentemente para evitar una quiebra generalizada del sistema bancario. Se redescubrió entonces la necesidad de

un prestamista en última instancia (función que cumplieron, primero el Banco Nación, después el propio Banco Central), se redujeron las reservas obligatorias de los bancos, se permitió que éstos no devolvieran depósitos ni pagaran cheques en la cámara compensadora y se recurrió a un nuevo endeudamiento externo público para contener la caída de las reservas y luego recomponerlas. Pasada la crisis, la evidencia de la vulnerabilidad del sistema llevó a las autoridades a procurar nuevas fuentes de préstamos externos de contingencia y a favorecer la extranjerización del sistema bancario, que significaba la entrada de bancos que cuentan con sus propios prestamistas de última instancia.

Cuando la economía atraviesa tales circunstancias, el público y los inversionistas tienen dudas del mantenimiento del consejo monetario, y ante el temor del congelamiento de las cuentas bancarias y una depreciación abrupta de la moneda se origina una fuerte corrida contra los bancos.

A pesar de la crisis asiática Argentina, mostró en 1997 resultados alentadores, en 1998 se vio resentida por los efectos de la crisis rusa y en 1999 se vio sacudida nuevamente a raíz de la crisis brasileña en 1999.

En la Tabla III se puede apreciar como Argentina a diferencia de Brasil, Chile y México que decidieron adoptar un tipo de cambio flexible, ha afrontado una severa recesión económica en los tres últimos años. Este no ha sido el caso de los otros países que han mostrado tasas de crecimiento positivas en los últimos trimestres.

Igualmente, en la Tabla IV, se puede observar como el tipo de cambio real en Argentina ha venido cayendo desde 1997, lo cual refleja la sobrevaloración de su tipo de cambio. Este país se vio seriamente afectado con la devaluación de la moneda brasileña, dado

Tabla III
Producto Interno Bruto (variación)

AÑOS ^a	Argentina	Brasil ¹	Chile ¹	Ecuador ¹	México ²
1995	-2.8	4.2	10.6	2.3	-6.2
1996	5.5	2.7	7.4	2.0	5.2
1997	8.1	3.3	7.4	3.4	6.8
I-98	6.0	1.4	8.8	1.6	7.5
II-98	6.9	1.4	6.6	0.2	4.3
III-98	3.2	-0.4	3.4	0.1	5.3
IV-98	-0.4	-1.4	-2.5	-0.1	2.7
I-99	-2.7	-0.4	-2.8	-5.4	2.1
II-99	-5.2	-0.4	-3.7	-7.2	3.5
III-99	-5.1	0.5	-1.8	-8.0	4.4
IV-99	-0.5	3.4	4.0	-8.5	5.4
I-00	0.5	4.1	5.5	-2.2	7.7
II-00	0.2	4.5	6.0	2.1	7.6
III-00	-0.5	5.1	5.6	3.6	7.3
IV-00	-2.0	4.1	4.5	5.9	5.1
I-01	-2.1	3.8	3.3	8.0	1.9

a/ A partir de 1998 se refiere a cifras trimestrales.

1/ Sobre la base de cifras a precios constantes del país.

2/ Sobre la base de series no desestacionalizadas a precios constantes del país.

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

que es altamente dependiente tanto de la exportación de sus productos primarios, como del comportamiento de la economía Brasileña que es su principal socio comercial. Según cifras de la CEPAL (2001), Brasil importa más del 30% de las exportaciones Argentinas. A este respecto, Larraín y Velazco (2000) plantean que resulta sumamente incómodo para una economía fuertemente atada al dólar tener socios comerciales que actúan con tipos de cambio flexibles, que pueden reaccionar ante shock externos adversos mediante una depreciación de sus monedas como forma de ajustar y restaurar la competitividad.

En el caso Mexicano también se evidencia una caída en su tipo de cambio real a di-

ferencia de Chile que mantiene una cierta estabilidad en su moneda, (Ver Tabla IV) sin embargo, México tiene una base exportadora más diversificada que Argentina, un menor endeudamiento externo (como % del producto interno bruto), un menor déficit fiscal y una estructura económica más sólida (CEPAL, 2001).

Por otro lado, si bien Argentina ha tenido un mejor desenvolvimiento con relación a la inflación que Brasil, Chile y México, esta se ha mantenido en niveles modestos, por debajo del 10% en los últimos trimestres como se puede observar en la Tabla I, y quizá lo más importante es que en estos países se han evitado pánicos y corridas de sus sistemas financie-

Tabla IV
Tipo de Cambio Real¹
Índice 1995= 100

AÑOS^a	Argentina	Brasil	Chile	Ecuador	México
1995	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1996	101.9	94.0	97.0	101.4	89.1
1997	98.6	93.4	91.0	102.3	79.6
I-98	95.5	94.8	93.4	101.3	79.4
II-98	95.5	96.1	93.6	104.3	79.4
III-98	94.6	98.6	95.5	105.9	84.2
IV-98	97.1	104.0	95.6	112.2	86.3
I-99	88.6	149.8	96.5	130.5	80.8
II-99	89.4	140.5	95.4	126.6	74.9
III-99	88.8	150.2	100.7	140.1	73.4
IV-99	89.7	152.0	105.0	184.7	73.1
I-00	90.2	137.9	99.0	205.5	70.8
II-00	89.9	137.8	98.3	163.6	71.1
III-00	89.8	134.6	103.8	146.9	69.0
IV-00	88.6	140.4	101.6	135.8	68.4
I-01	89.2	148.0	105.0	120.7	69.3

a/ A partir de 1998 se refiere a cifras trimestrales.

1/ Se refiere al tipo de cambio de las importaciones.

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

ros, dado que han depreciado sus tipos de cambios en forma gradual. De hecho, la flotación del tipo de cambio se ha convertido en un arma efectiva para combatir los capitales especulativos, ya que a diferencia de un tipo de cambio fijo los inversionistas privados están conscientes de que arriesgan sus capitales. En este sentido, un tipo de cambio flexible hace a una moneda un blanco menos atractivo para los especuladores.

Igualmente, el argumento de que un tipo de cambio fijo como la junta monetaria genera disciplina no es necesariamente cierto, Argentina ha mantenido un déficit en el sector público que incluso ha ido creciendo en los años 1999 y 2000 como porcentaje del pro-

ducto interno bruto con una tendencia similar para el año 2001 (CEPAL, 2001). En este sentido no parece haber en el caso de Argentina mayor disciplina fiscal de la que había antes del plan de convertibilidad,

Por otro lado, el endeudamiento externo de Argentina pasó de 27.4% del producto interno bruto en 1992 a más del 52% en el año 2000 (CEPAL, 2001), el mismo es cinco veces la deuda que al comienzo de su plan de convertibilidad. Igualmente es el país Latinoamericano con la tasa de desempleo más alta, ya que al cierre del año 2000 ascendió al 15.1% y para el tercer trimestre del 2001 al 18.1%¹, mientras que en México la tasa de desempleo abierto de las áreas urbanas se si-

túo en sólo un 2.2%, en Chile se ubicó en 9.2%, en Brasil fue de 7.1% (CEPAL, 2001).

En el 2001 se instrumentaron políticas en Argentina para reducir las distorsiones y ampliar los ingresos tributarios. En el régimen cambiario se aprobó a mediados de Junio la modificación de la ley de convertibilidad, con el cual el peso sería convertible con paridad fija de uno a uno respecto de una canasta en la que se ponderarían en partes iguales el dólar y el euro, a partir del momento en que ambas divisas registrarán igual cotización. El gobierno buscaba con estas medidas eliminar las expectativas de devaluación y descartar la posibilidad de ir a una dolarización, a la vez que procuraban introducir un sistema cambiario más estable según ello que el vigente. Sin embargo las presiones sobre la moneda no se han detenido y Argentina sigue enfrentando una aguda recesión económica, así como una crisis severa tanto, en su sistema bancario (a pesar del congelamiento de los depósitos del público), como en sus sistemas políticos (debilitamiento de la administración pública) y social (alto nivel de descontento de la sociedad).

2.2. Del Currency Board a la Dolarización

La crisis financiera internacional marcada por sucesivas crisis cambiarias despertó en 1999 un intenso debate sobre el régimen apropiado para asegurar la estabilidad de las economías latinoamericanas, en el cual la propuesta de la dolarización total de las economías con problemas fue apoyada por parte de altos funcionarios del sector financiero de las Américas y economistas de instituciones multilaterales.

En un artículo a favor de la dolarización, el economista Guillermo Calvo (1999) presentaba los siguientes argumentos:

En primer lugar, sostiene que la propuesta es viable en aquellas economías alta-

mente vulnerables a factores externos y con pasivos privados (deudas) parcialmente dolarizados. Estas son las condiciones iniciales que no discute. Pero, como se sabe estas condiciones pueden ser, como en el caso de nuestros países, resultado de las propias políticas económicas domésticas. Se configuran precios relativos que desalientan la producción comercializable y alientan el aprovechamiento de la renta natural reprimarizando la economía. El resultado es el acrecentamiento de la vulnerabilidad externa. De otro lado, estas mismas políticas estimularon la dolarización de los depósitos y colocaciones del sistema.

En segundo lugar, sostiene que la devaluación es inútil cuando los shocks provienen de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, amén del hecho de que es contractiva según la evidencia empírica. La opción del autor es clara; cuando la devaluación afectaba a los salarios reales y por esta vía contraía la demanda interna, no se cuestionaba su utilización. Ahora, dada la condición inicial de dolarización de las deudas privadas, la devaluación afectaría fundamentalmente al sistema bancario. No evita la recesión, porque puede dar lugar a una crisis general de deuda y, por tanto, al colapso del sistema financiero. Por lo demás, si los shocks provienen de la cuenta de capitales, la recuperación de la utilidad de la devaluación o, en general, de la política cambiaria en un mundo abierto como el actual, puede hacerse mediante la aplicación de tasas impositivas a los flujos de capitales de corto plazo como en Chile, Colombia e Israel.

Ahora bien, si las crisis financieras y la salida de capitales en los países latinoamericanos inciden en el tiempo con el aumento de las tasas de interés en los países industrializados, habría que responder la pregunta de por qué la dolarización total va a ser más ventajosa que los controles. Hay que mencionar de

pasada los ejemplos de Chile y México que están enfrentado bien los shocks externos gracias en buena medida a que pueden devaluar, y que los efectos de esta devaluación no son tan malos justamente porque no están dolarizados.

Finalmente, sugiere utilizar aranceles a las importaciones combinadas con subsidios a las exportaciones, para contrarrestar el efecto negativo del desalineamiento del tipo de cambio real sobre la producción. En este caso, hay que tomar en consideración la evidencia empírica de políticas comerciales de este tipo aplicadas en América Latina desde fines de los años 70. En una economía abierta y de mercado, la política comercial debería ser sustituida por la política cambiaria para la consecución de los objetivos de producción y empleo. Los beneficios a largo plazo de esta alternativa superan, sin duda con creces el costo de corto plazo de una desdolarización de las deudas privadas y, ciertamente, esta alternativa retiene la autonomía en las decisiones de política que la dolarización enajena.

La propuesta de dolarización encontró aliados, el domingo 11 de enero del 2000 el presidente Jamil Mahuad (HOY digital: 2000) anunció su decisión de dolarizar la economía ecuatoriana después de anclar el precio de la divisa en un nivel de 25 000 sucres. Según Mahuad, "El sistema de dolarización de la economía es la única salida que ahora tenemos y es el camino por donde debemos transitar". Además, señaló que la dolarización se adopta tomando en cuenta estudios de técnicos del Gobierno y otras instituciones del Estado. Según Mahuad las ventajas serán varias: el precio del dólar se mantendrá fijo y estable, permitirá que las tasas de interés se ubiquen al nivel de las internacionales y que la inflación se reduzca a niveles inferiores del 10%. Las Cámaras esperan que la cotización del dólar en

25.000 sucres signifique un anclaje para la moneda nacional; de acuerdo a cálculos de la Federación, la reserva monetaria menos el oro físico dividido por la masa sobreemitida en sucres daría un valor de 17.500 a 18.000 por cada dólar, es decir que al imponer un margen adicional el Gobierno esperaría estabilizarlo en 20.000. Los resultados macroeconómicos para Ecuador señalan que se logró una disminución en el tipo de cambio real pero persiste una alta tasa de inflación y tasa de interés negativas (Ver Tablas I, II y IV).

Esta propuesta parece suponer que el único riesgo que consideran los inversionistas financieros es el de una devaluación del tipo de cambio, sin considerar el de una posible cesación de pagos externa (las presiones por una devaluación tienen que provenir de un déficit externo, y éste no tiene por qué desaparecer con una dolarización), ni el de una crisis financiera interna. Más aún, la dolarización supone la desaparición del prestamista en última instancia, perdiéndose todo margen de maniobra ante una eventual corrida de depósitos.

Una dolarización plena haría aún más intensos los efectos de los desequilibrios de la balanza de pagos sobre la estabilidad de la economía y del sistema bancario en particular. No parece concebible el funcionamiento de un sistema bancario moderno sin prestamista de última instancia; la consecuencia lógica de tal intento sería la constitución de un sistema bancario compuesto exclusivamente por bancos extranjeros, cada cual con su prestamista particular, sin que exista ninguna garantía de que las casas matrices vayan a aportar los fondos necesarios en caso de necesidad. En síntesis, no parecen existir bases sólidas que hagan viable esta propuesta, y el intento de llevarla a cabo puede ser muy costoso en términos de tener un sistema bancario nacional y un mínimo manejo macroeconómico.

Krugman (1999) argumentando a favor de monedas nacionales separadas y tipos de cambio flexibles, cita la siguiente observación de Milton Friedman: Si en un país los precios y salarios deben aumentar comparado con los de otro país, las fuerzas de la oferta y la demanda podrían hacerlo generando inflación en el primero y deflación en el segundo. Pero, esto significaría, dice Friedman, pedirle mucho a los mercados, pues sería más fácil que ambos países mantengan sus precios estables en sus respectivas monedas y dejar que el tipo de cambio entre las dos monedas haga el ajuste. O dicho de otra manera, un país cuyos salarios son muy altos comparados con los de otro país, encontrará que es más fácil hacer el ajuste mediante la modificación del valor de su moneda que a través de miles de cambios en sus precios individuales.

Las fijaciones duras del tipo de cambio como el Currency Board y la dolarización parecen ser esquemas cambiarios efectivos en el corto y mediano plazo para combatir altas tasas de inflación, atraer capitales externos y establecer cierta disciplina fiscal, pero este esquema cambiario muestra fuertes debilidades antes shocks externos adversos, así como cuando los países que los implementan son altamente dependientes de economías que operan bajo tipo de cambios flexibles y no poseen una capacidad exportadora diversificada como ha quedado demostrado con los últimos acontecimientos.

3. Conclusiones

La experiencia reciente ha vuelto a poner sobre el tapete la vieja discusión en torno a cuál es el tipo de cambio apropiado para un país, y tanto los defensores de los tipos de cambio fijo como los que propugnan un tipo de cambio flexible han visto que los hechos respaldan sus causas.

En definitiva, existen hoy más argumentos en contra de establecer durante mucho tiempo regímenes de tipo de cambio fijo, no solamente debido a las distorsiones y costos de una sobrevaluación de la moneda nacional, sino también por los costos que entraña su abandono, cuando la presión se vuelve insostenible. Ahora bien, también hay que sopesar los argumentos en contra de una excesiva flexibilidad que vendría en volatilidad del tipo de cambio; para ello cabe dar un espacio a que la autoridad pública intervenga, dando con su intervención una señal del tipo de cambio real que se considera conveniente, y reafirmar la importancia de desalentar los flujos de capitales externos especulativos, para lo cual existe una rica experiencia en la región y una variada gama de instrumentos.

Con respecto a la proposición de la Caja de Conversión y de la Dolarización estas son alternativas, que privilegian la estabilidad monetaria, sacrificando otros objetivos macroeconómicos como el de la producción, el comercio, el empleo. Para que la dolarización sea una política correcta se requiere no solo de un contexto mundial de relativa estabilidad, sino también que los ciclos económicos de los países involucrados estén altamente sincronizados, pues en caso contrario las políticas monetarias de la Reserva Federal pueden tener efectos contraproducentes en los países de los mercados dolarizados.

De lo anteriormente expuesto pudieran extraerse dos consideraciones importantes; en primer lugar, no existe un Proyecto Único de régimen cambiario que se pueda aplicar con éxito en todo el mundo. Por el contrario hay una amplia gama de factores que deben tomarse en consideración al escoger un sistema de cambio. Por ejemplo, el sostenimiento de un esquema de tipo de cambio fijo solo es posible si se instrumenta una política macroeconómi-

ca consistente, basada fundamentalmente en la consecución del equilibrio fiscal.

En segundo lugar, la credibilidad es crucial para la sustentabilidad de un tipo de cambio. Así que cuando un país ha adoptado un régimen específico debería planificar sus políticas económicas en todas las áreas de acuerdo con dicho sistema, sino lo hace así, y muestra desequilibrios externos sostenidos, la economía será objeto de ataques especulativos imposibles de soportar por tiempo prolongado.

Lo más importante para los países latinoamericanos es que se llegue a un consenso sobre la necesidad de mantener un tipo de cambio real estable o creciente actuando sobre sus determinantes fundamentales: i) nivel macroeconómico: mediante la disciplina fiscal y el avance en las reformas económicas y ii) nivel microeconómico: impulsando el progreso tecnológico que consiste en hacer más eficiente los procesos productivos a través de la inversión en tecnologías de punta y que dependerá de los costos de producción del sector privado, la seguridad jurídica y personal, el capital humano disponible entre otros.

Bibliografía Citada

- Buttkereit, Sören (1999). "La vulnerabilidad financiera" ¿Una fierrecilla domada? **Revista Capítulos**. Edición N° 57. Accesado el 21/09/2000. En <http://www.lanic.utexas.edu/~sela/capitulos>
- Calvo, Guillermo (1999). "On dollarization", Abril. Accesado el 11/05/2000. En: <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2001). Estudio Económico para América Latina y el Caribe.
- Guerra, José y Pineda, Julio (2000). "Trayectoria de la Política Cambiaria en Venezuela". Banco Central DE Venezuela. Vicepresidencia de Estudios. Febrero. Caracas Venezuela.
- Hausmann Ricardo, Gavin, Michael, Pages Carmen y Stein, Ernesto (1999). "Financial turmoil and the choice of exchange rate regime". Accesado el 11/05/2000. En: <http://www.iadb.org>
- Hoy Digital (2000). Prensa ecuatoriana. Accesado el 15/01/2000 en <http://www.hoy.com.ec/>
- Jiménez, Félix (1999) "La Propuesta de Dolarización. ¿Un Paso Atrás?". Accesado el 11/05/2000. En: <http://www.maca-reo.pucp.edu.pe/fjimene/dolari.htm>
- Krugman, Paul (1999). "Monomoney Mania". Slate. Magazine. The Dismal Science
- Larrain, Felipe y Sachs Jeffrey (1994). Macroeconomía en la Economía Global. México. Prentice Hall.
- Larrain, Felipe y Velasco, Andrés (2000). "Regímenes Cambiarios para Economías Emergentes", Cuadernos de Economía, año 37, Núm. 110. Pp. 101-137.
- Mishkin, F.S. (1999). "International Experiences with Different monetary Policy Regimes." NBER Working Paper 7044.
- Purroy, Miguel Ignacio (1998). Inflación y Régimen Cambiario. Un Enfoque de Economía Política. Colección Económica Financiera. Serie Banca y Moneda. Caracas. Publicaciones del Banco Central de Venezuela.
- Sistema Económico Latinoamericano (SELA) (1999). Políticas Económicas Internacionales. Globalización con desarrollo. Aportes de la Secretaria Permanente de la Agenda de América Latina y el Caribe en la UNCTAD X (SP/Di N° 9-99). Junio.