

UNIVERSIDAD CATÓLICA
ANDRÉS BELLO



***UNA EVALUACIÓN DE LAS OPCIONES DE RÉGIMEN
MONETARIO PARA AMÉRICA LATINA:
POSIBILIDADES DE LA UNIÓN MONETARIA Y
DE LA DOLARIZACIÓN***

**Trabajo Final para la Especialización en
Administración de Empresas, Mención Finanzas,
Presentado por el estudiante Lisardo Cid Orín**

Caracas, 12 de Marzo de 2004

SUMARIO

<i>Introducción</i>	2
<i>Capítulo I:</i>	
Evolución de los Regímenes Cambiarios en América Latina: Opciones y Razones.....	5
<i>Capítulo II:</i>	
Una Moneda Común para América Latina?	7
<i>Capítulo III:</i>	
Dolarización Unilateral.....	18
<i>Capítulo IV:</i>	
Tasas de Cambio Flotantes	34
<i>Conclusión</i>	44
<i>Bibliografía</i>	46
<i>Anexos</i>	47
<i>Índice General</i>	63

INTRODUCCIÓN

En la década pasada, muchos países en vías de desarrollo se han apartado de regímenes de conversión intermedia, y se han dirigido hacia mecanismos extremos, ya sea de tasas flotantes o de anclaje cambiario, entre ellos la dolarización. En los años 80 y a principios de los 90, los regímenes intermedios, tales como anclajes desplazables o mini devaluaciones (*crawling peg*), y bandas desplazables (*crawling bands*) eran la norma. Ahora, estas opciones están siendo dejadas de lado, particularmente en aquellos países emergentes que están altamente integrados en los mercados financieros internacionales.

En este trabajo, se analizan las distintas opciones de regímenes cambiarios en América Latina. En el capítulo I, se hace una revisión de la evolución de los regímenes cambiarios en la región, y se exploran las razones de su evolución. Aunque la tendencia general en América Latina no difiere mucho de otras regiones, pareciera que los países de la región tienden a moverse en grupo de un mecanismo a otro. Se observa además, que los análisis empíricos que tratan de explicar la escogencia de los regímenes no resultan acertados para los países de América Latina. En particular, la popularidad de regímenes intermedios parecía excesiva hace diez años, pero esto ha sido neutralizado con el movimiento generalizado hacia la flotación en los años recientes.

En el capítulo II, nos preguntamos si los países de América Latina deberían formar un área monetaria común independiente. Para esto, se aplica una versión moderna de la teoría de áreas monetarias óptimas. Este método está bien orientado para la selección entre dos extremos de los regímenes cambiarios, porque está focalizado a escoger entre una moneda común, y tasas flotantes individuales por país. En este marco, una moneda común es ventajosa en la medida que reduce los costos de transacción, y por lo tanto incentiva el comercio; pero por otra parte tiene un costo en el hecho de que no permite a cada país la conducción de una política monetaria y cambiaria independiente, para amortiguar *shocks* externos y responder a condiciones domésticas que pueden ser disímiles. Se encuentra que, bajo las presentes circunstancias, el costo de una moneda común es probablemente superior a sus beneficios. De

hecho, los países de América Latina no tienen un intercambio comercial significativo entre ellos, y más aún, encaran distintos *shocks* económicos, y sus ciclos comerciales no están coordinados. Finalmente, estos países son afectados de manera común por *shocks* externos, debido a la percepción de los mercados financieros internacionales de que guardan similitudes, pero hasta allí llegan los aspectos comunes de los estos mercados emergentes. A este respecto, analizaremos en mayor profundidad las posibilidades de convergencia monetaria presentes dentro del área del Mercosur, pues representan un ejemplo valioso para esta discusión.

En el capítulo III, se considera una nueva forma de acuerdo monetario no nacional, conocido como dolarización unilateral. De la misma forma que sucede con la escogencia de una moneda común, la posibilidad de que esta opción sea válida para un país en particular depende de si su economía es suficientemente similar e integrada con los Estados Unidos, de manera que la política monetaria de EEUU sea aceptable. Sin embargo, potencial fragilidad financiera y ausencia de credibilidad parecen tener aún mayor relevancia. Con una pobre credibilidad de las autoridades monetarias y una fuerte demanda por activos financieros denominados en dólares (dolarización “espontánea” o “de facto”), se transforma en una opción demasiado costosa el mantener un régimen monetario nacional. Los países son forzados a vivir con altas tasas de interés, precios y tasas de cambio con alta volatilidad, y un alto grado de vulnerabilidad en el sector financiero. La dolarización unilateral es percibido como una forma inmediata y efectiva para importar credibilidad en el ámbito monetario, aun si ello implica la renuncia por parte del banco central de los derechos de señoreaje.

Finalmente, en el capítulo IV se revisan algunas de las evidencias sobre si los países con economías emergentes obtienen beneficios reales de su autonomía en política monetaria. Se plantea si los problemas de credibilidad impiden que los países emergentes tengan esquemas de libre flotación, pues están forzados a intervenir en los mercados cambiarios y a ajustar las tasas de interés en un intento por moderar las fluctuaciones del tipo de cambio. Sin embargo, el punto clave se centra en si las economías emergentes de regímenes flotantes obtienen algún beneficio al evitar la credibilidad y los bajos costos por transacción provenientes del esquema de dolarización, es decir, si mantienen suficiente flexibilidad para usar la política monetaria con fines domésticos en respuestas a *shocks*; específicamente se examina la respuesta de las políticas monetarias a la inflación interna, descensos de producción, e impactos negativos en el ámbito comercial y en las tasas de interés internacionales. Se concluye que algunos países son en efecto candidatos para adoptar

esquemas cambiarios de flotación, al tiempo que otros son candidatos a la dolarización, mientras que los demás, que no encajan en ninguno de los dos esquemas indicados, son candidatos a sufrir grandes dificultades.

EVOLUCIÓN DE LOS REGÍMENES CAMBIARIOS EN AMÉRICA LATINA. OPCIONES Y RAZONES

Para el 2001, la mayoría de los países latinoamericanos habían adoptado el dólar de EEUU como moneda de circulación legal, o habían instituido un régimen de tasa de cambio flotante, ésta última frecuentemente combinada con objetivos inflacionarios (**Tabla 1**)¹. Chile llevó a cabo una salida gradual de un sistema cambiario intermedio hacia uno de libre flotación. Otros cambios en los regímenes cambiarios tuvieron lugar bajo circunstancias de crisis, o debido a su cercanía. Destacan Brasil y México, que se movieron a esquemas de flotación bajo graves situaciones de disminución de sus reservas internacionales, aunque posteriormente han operado con sus nuevos esquemas cambiarios sin excesivos traumas. Ecuador y El Salvador se dolarizaron completamente. En 2002, Argentina se movió a un esquema de flotación bajo una intensa crisis financiera, después de haber mantenido la paridad con el dólar por once años. También en 2002 Venezuela adoptó un esquema de flotación, abandonando un esquema intermedio, bajo condiciones de presión externa.

En el resto del mundo, también ha habido movimiento hacia los “extremos”. En Asia, Tailandia se movió de un anclaje del tipo de cambio, hacia un esquema de flotación, y Corea e Indonesia desde una flotación controlada hacia una flotación libre. Filipinas mantuvo un régimen de flotación, mientras que Malasia, un caso poco común, ha mantenido un tipo de cambio fijo desde 1998. En contraste para América Latina, no ha habido movimientos hacia la paridad cambiaria o hacia uniones monetarias.

El movimiento hacia los extremos ha sido orientado principalmente por la alta integración en los mercados financieros internacionales y la volatilidad de los flujos de capital, lo cual ha llevado a la conclusión de que los regímenes intermedios son más vulnerables a las crisis monetarias que los regímenes “extremos”. Un esquema de paridad cambiaria da una

mayor credibilidad y durabilidad a un anclaje, y bajo una completa dolarización, en ausencia de tasas de cambio no hay riesgo de devaluaciones. Por otra parte, una tasa flotante puede permitir absorber *shocks* externos en forma más gradual y menos estresante. Los países latinoamericanos están claramente abiertos movimientos de capital internacional; **la Tabla 2** muestra un índice que mide directamente la incidencia de los controles de capital, el cual refleja bajos niveles de restricción para los países en la región, del mismo modo que se observa que la integración financiera internacional (medido por los flujos entrantes y salientes, en valor absoluto, como un porcentaje del PIB) se ha incrementado significativamente para la mayoría de los países latinoamericanos en la década pasada.

La creciente popularidad de los regímenes de tasa flotante está también relacionada con el generalizado descenso en la inflación. Anteriormente, los objetivos de estabilización inflacionaria descartaban la posibilidad de tasas flotantes, y requerían anclajes o casi anclajes, al menos temporalmente. De hecho, la tasa de cambio fue un instrumento central en muchos planes de estabilización inflacionaria, y ajustar la tasa (frecuentemente a través de la paridad cambiaria) probó ser particularmente efectiva en detener los procesos hiperinflacionarios. Para los países que deseaban preservar alguna flexibilidad del tipo de cambio, los regímenes intermedios estaban orientados a mantener un freno sobre las expectativas devaluacionistas e inflacionarias, a través de bandas y anclajes, y a prevenir la gradual pérdida de competitividad mediante el deslizamiento del tipo de cambio. Con menos inflación, los regímenes de tasa flotante ahora parecen ser una opción más atractiva.

¹ Berg, Borensztein y Mauro (2002) han usado la clasificación oficial del FMI, la cual corrige aquellos casos donde regímenes *de facto* difieren claramente del régimen reportado por las autoridades del país.

UNA MONEDA COMÚN PARA AMÉRICA LATINA?

En esta sección revisaremos las consideraciones relativas a una moneda común para América Latina, o para grupos de países latinoamericanos. Se discutirán los beneficios y los costos representados en una unión monetaria. Se analizará tanto los casos en los cuales los países de la región enlazan bilateralmente sus tipos de cambio, flotando conjuntamente como monedas independientes, y los casos en los cuales simultáneamente adoptan el dólar estadounidense. Un esquema tradicional, es preguntarse si los candidatos a moneda común están sujetos a ciclos comerciales coordinados, de manera que la política monetaria debería actuar de la misma forma en cada país. Esta idea se extiende hasta la revisión de si los cambios en las condiciones financieras internacionales están también correlacionadas entre los países de la región. En el caso de que ambas premisas sean ciertas, se podría proponer que sus políticas cambiarias también debieran ser similares, posibilitando la aplicación de una moneda común.

1. Beneficios y Costos de una Unión Monetaria

La Unión Monetaria (UM) es uno de los esquemas más completos y definitivos de coordinación de políticas macroeconómicas. En efecto, ella implica el uso de una moneda común, por lo que la política cambiaria, al interior de los países miembros, deja de existir, mientras que la política monetaria se lleva a cabo en base a criterios comunitarios y no nacionales. Algunas de las ventajas que se derivan de la UM son el uso de la moneda común, la eficiencia de una moneda única como unidad de cuenta y forma de mantener riqueza, la reducción en los costos de transacción en el comercio y las finanzas intracomunitarias e internacionales y el término de las comisiones cobradas para intercambiar monedas entre los países miembros.

La UM también reduce el riesgo cambiario y/o la impredecibilidad de los tipos de cambios nominales y reales entre los países miembros a la vez que, como por lo general es una zona más cerrada al comercio extraregional, es posible que se produzca un aumento en la volatilidad del tipo de cambio con respecto a monedas fuera de la UM.

Otra ventaja de la UM es que en esa institucionalidad debe “garantizarse” la estabilidad del valor de la moneda común, como incentivo mínimo para que los países entreguen su soberanía monetaria. Además, la UM presenta la ventaja de que modifica las restricciones que enfrenta la política monetaria de los países miembros, por la vía de introducir mayor disciplina, y por lo tanto reduce la inflación de equilibrio. Asimismo, los países miembros de una UM se ven imposibilitados de aplicar devaluaciones competitivas, lo que redundaría en menor inflación y mayor credibilidad.

Entre las dificultades asociadas a la UM, cabe destacar que ésta casi con certeza reducirá la recaudación del señoreaje nacional y puede desestabilizar el presupuesto público. Ello es más serio en países con elevadas deudas públicas, por cuanto la expansión monetaria deja de ser una vía para financiar ese componente del déficit fiscal, lo que puede llevar a un esquema de financiamiento subóptimo (sobre todo cuando la base tributaria es baja) o a problemas de insolvencia. Por eso es que se hace necesario poner ciertas restricciones a los niveles de endeudamiento público y requerir de alguna semejanza en cuanto al déficit del sector público entre los países potencialmente miembros de la UM. En cuanto a la deuda pública, importa su monto, plazo y denominación. Cuanto más baja, de corto plazo e indexada sea, menor es la recaudación fiscal derivada de una sorpresa inflacionaria. En consecuencia, la estructura de la deuda pública es determinante en los incentivos que la autoridad económica tiene para determinar objetivos de inflación.

De otro lado, una UM pierde atractivo en ausencia de movilidad y flexibilidad laboral y de redistribución fiscal entre los países miembros. La incapacidad de llevar a cabo algún grado de política fiscal independiente y autónoma en el ámbito nacional tiene también un impacto negativo en la viabilidad de una eventual UM. La existencia de mecanismos de transmisión distintos de los precios de los insumos intermedios y de los salarios a los precios finales requiere de ajustes de niveles de precios e inflación diferentes, lo que implica que no sea óptima un área monetaria común en los países que tienen dichas asimetrías.

Por su parte, cuando las estructuras de los países difieren en aspectos muy significativos o cuando economías similares enfrentan *shocks* asimétricos, se maximizan las

desventajas de una UM, toda vez que en esos casos la flexibilidad cambiaria es el instrumento más adecuado para distribuir los efectos de los *shocks*. Por su parte, diferencias en la estructura fiscal entre países pueden llevar a diferencias en la recaudación fiscal óptima a través de la emisión de dinero, lo que, por definición, no puede darse en un esquema de UM. Otro problema asociado a la UM deriva de la dificultad para concordar una tasa de inflación óptima y única entre sus países miembros. Asimismo, diferentes estructuras tributarias pueden llevar a distintas tasas de inflación, como consecuencia del flujo de crédito del Banco Central al sector público.

2. Consideraciones reales del Área Monetaria Óptima (AMO)

2.1. Patrones de comercio

Como es sabido, los países latinoamericanos están menos abiertos al comercio internacional que otros países con similar nivel de desarrollo económico. Más aún, su orientación comercial está altamente diversificada, con ausencia de socios comerciales dominantes (**Tabla 3**). En particular, la proporción del comercio de los países sudamericanos con EEUU frecuentemente no es mayor que con Europa o Japón, y es sólo ligeramente mayor para los países centroamericanos. México, con un 80% de su comercio con los EEUU es una excepción. Basados en esto, los países latinoamericanos no parecen ser candidatos especialmente convenientes para una moneda común, y tampoco son casos claros para la dolarización. Sin embargo, estas características podrían cambiar sustancialmente si una zona de libre comercio en las Américas se materializara.

2.2. Comovimiento de las variables económicas

La correlación del crecimiento económico entre pares de países es típicamente menor en América Latina que en Europa Occidental, y un poco mayor que en el Sudeste Asiático. Es de resaltar, que para cada país latinoamericano, el crecimiento de la correlación con EEUU es positivo, y en algunos casos significativo. Sin embargo, esto también sucede para los países asiáticos, y aún con mayor énfasis para los países europeos. Bayoumi y Eichengreen (1994) consideran la correlación de los *shocks* de oferta distintos a los *shocks* de demanda. Para evaluar cuan deseable y factible resulta una moneda común, los *shocks* de oferta son claramente más relevantes que los de demanda; esta correlación de los *shocks* de oferta entre

los países latinoamericanos es relativamente baja e insignificante, y claramente menor que en los países de la Unión Monetaria Europea. Más aún, la correlación de los *shocks* de oferta con los EEUU es insignificante, y en algunos casos negativa para todos los países latinoamericanos. En promedio, tales *shocks* son mayores en América Latina que en Europa Occidental o en el Sudeste Asiático, y se ajusta más rápidamente a ellos que Europa, aunque más lentamente que Asia. En su conjunto, estas consideraciones no soportan el caso para una moneda común en América Latina, o para una dolarización extendida.

3. Consideraciones financieras del Área Monetaria Óptima

Mientras el comovimiento de las variables macroeconómicas fundamentales entre los países latinoamericanos no parece ser particularmente alto, hay una visión generalizada de que los mercados financieros tienden a tratar a los países de América Latina como un bloque. Al presente, no hay una clara teoría de cómo el comovimiento de variables financieras se relaciona con las áreas monetarias óptimas. No obstante, si hubiera evidencia que los países latinoamericanos son constantemente golpeados por *shocks* financieros comunes (tal como una repentina pérdida de atractivo de los activos financieros de la región) se podría especular que las políticas monetarias y cambiarias deberían actuar en una forma similar en todos los países de la región. En ese caso, una moneda común (ya sea independiente al dólar, o esta propia moneda) podría ser un camino razonable a seguir.

Sin embargo, parece útil complementar la información obtenida del comovimiento de variables reales, con la proveniente del comovimiento de variables financieras, aún si ésta es altamente tentativa, debido a que sólo los precios de los activos financieros, en lugar de los *shocks*, pueden ser observados. El resultado general es que el grado de comovimiento de las variables financieras no es más alto entre los países latinoamericanos que entre los mercados emergentes. En otras palabras, los mercados pueden ver a los mercados emergentes como un bloque, pero ellos no parecen ver a los mercados latinoamericanos como un grupo distinto del resto.

Los rendimientos de los bonos gubernamentales emitidos por los mercados emergentes en dólares son candidatos obvios a considerar. Específicamente, analizaremos los indicadores más seguidos por los mercados participantes, el EMBI+diferencial (con relación a los bonos del gobierno de los EEUU) registrados por J.P.Morgan. Basado en esto, parece haber un gran comovimiento entre los distintos mercados emergentes latinoamericanos; sin embargo, el

comovimiento entre los países latinoamericanos no es mucho mayor que entre otros grupos de países. Para abstraernos de los componentes comunes de todos los diferenciales de los mercados emergentes, primero se hace una regresión de la serie del cada país en forma individual, sobre la serie del EMBI+ global, y se guardan los residuales; entonces se reporta la matriz de correlación entre estos componentes específicos de cada país de la serie (**Tabla 4**). Este ejercicio fue conducido para una muestra del EMBI+ entre 1998 y 2001, y para una submuestra que comienza después de la crisis rusa, y que finaliza antes que el diferencial argentino comienza a incrementarse (1999-2000). Para ambos períodos, la correlación entre cualquier par de países latinoamericanos no parece ser más altos que las correlaciones entre cualquier par de mercados emergentes.

Igualmente, se examinó directamente el comovimiento observado en las tasas de cambio entre varios países latinoamericanos. Por supuesto, este análisis está distorsionado por la presencia de anclajes en las tasas de cambio, pero para mitigar este problema, cambiamos por el comovimiento de las tasas de cambio a futuro (**Tabla 5**). Nuevamente se encontró que el comovimiento no es particularmente alto entre los países latinoamericanos.

Una forma alternativa para resumir el comovimiento tanto de las expectativas de tasa de cambio y de las condiciones del mercado financiero internacional, es considerar los resultados desde un modelo de “sistema de alerta temprana”, diseñado para predecir crisis cambiarias. El modelo define una crisis monetaria como un cambio extremo en un indicador de presión del mercado cambiario, el cual es calculado como un promedio ponderado de cambios en la tasa de cambio y en las reservas internacionales. Se ha calculado una matriz de correlación de las probabilidades estimadas de crisis obtenidas del modelo “DCSD” desarrollado en el FMI². Una desventaja de este método es que está diseñado para capturar eventos extremos solamente; una ventaja, sin embargo, es que considera diversas variables macroeconómicas y externas con pesos que reflejan su capacidad relativa para predecir movimientos cambiarios. Aunque el modelo está basado en variables fundamentales, este también reflejaría indirectamente cambios en la opinión del mercado. Usando este método encontramos una vez más que los países latinoamericanos no muestran mayores comovimientos de probabilidades que otros grupos de países (**Tabla 6**).

4. Consideraciones políticas e institucionales

La experiencia europea resalta la necesidad de compromisos políticos para una moneda común, y el tiempo que puede tomar desarrollar instituciones comunes que apoyen ese compromiso. Más aún, los países de la Unión Monetaria Europea tienen niveles muy similares de desarrollo económico y financiero. El PIB per cápita (año 2000) está en una banda relativamente delgada, entre 16.000 US\$ al año en Grecia y 27.400 US\$ en Bélgica. Esto ha hecho más fácil el establecer una unión monetaria sin provocar presiones por una transferencia fiscal masiva o migraciones en una escala que pudiera ser socialmente insostenible. En contraste, en América Latina, el PIB per cápita (año 2000) está en rangos de 2.200 US\$ en Honduras hasta 11.000 US\$ en Argentina. Aún dentro del Mercosur, el PIB per cápita es 4.000 US\$ en Paraguay y 6.800 US\$ en Brasil, todavía bastante menos que en Uruguay (10.000 US\$) o Argentina. Esto sugiere que un movimiento hacia la creación de una moneda común sería un proceso complicado y lento para los países latinoamericanos.

Una ventaja de una moneda común comparado con monedas individuales es que podría hacer más fácil lograr consensos políticos para la independencia del banco central, y puede servir como un catalizador para otras políticas deseables, incluyendo disciplina fiscal. En realidad, es difícil imaginar una moneda común sin garantías duraderas de independencia del banco central. En el caso Europeo, la independencia de los bancos centrales de cada país ha sido una precondition para lograr la membresía en la UME, y el Banco Central Europeo en sí mismo tiene fuertes garantías institucionales de independencia. De forma análoga, los responsables de las políticas son regidos por la disciplina impuesta por las condiciones de Maastrich en áreas de política monetaria y fiscal. En principio, tanto la independencia del banco central como la disciplina monetaria y fiscal pueden ser logrados por los países en forma individual, pero una moneda común puede servir como una catalizador político.

En su conjunto, bajo las actuales condiciones, una moneda común independiente para América Latina no parece ser especialmente atrayente. Como siempre, sin embargo, es importante tener en mente que las condiciones que determinan deseabilidad de una moneda única son hasta cierto punto endógenas. Como se mencionó anteriormente, las iniciativas para incrementar la integración comercial entre los países latinoamericanos aumentaría el atractivo de una moneda común, en conjunción con la promoción del crecimiento económico en la región.

² Desarrollado por Berg y Patillo (1999); Berg, Borensztein, Milesi-Ferretti y Patillo (2000).

De todos modos, no es probable que emerja una moneda común e independiente en América Latina, al menos no en la próxima década. La opción alternativa para abandonar la moneda nacional sería la “dolarización unilateral”, la cual no requiere de un largo proceso de construcción de instituciones comunes y de alcance de consensos, situación que tomó décadas en Europa. Más aún, con la dolarización unilateral, las transferencias fiscales para mitigar *shocks* que afecten un país específico no son una opción, y el país dolarizado termina sin atribuciones en el establecimiento de políticas monetarias. De esta manera, mientras el movimiento hacia una moneda común provoca amplia resistencia entre algunos sectores de la población en algunos países europeos, Ecuador y El Salvador fueron capaces de dolarizar rápidamente y sin resistencia política de parte de la opinión pública de EEUU o de sus autoridades.

5. Reúne el Mercosur las Condiciones para una Unión Monetaria?

No es obvio, aunque sea en un plazo más largo, que América Latina deba imitar acriticamente la experiencia europea en materia de integración monetaria³. Existe una importante corriente de opinión que sostiene que la principal motivación para la creación de una moneda única en Europa radicó en consideraciones políticas, específicas de ese continente, vinculadas a su historia, sus guerras y su regionalismo, más que en las de naturaleza propiamente económica. De ser correcta dicha interpretación, cabría preguntarse si la realidad previsible de los países del Mercosur justificaría, desde un punto de vista político, que dicha subregión haga suyo el ambicioso proyecto de crear una moneda única, una vez que haya avanzado con más fuerza y efectividad en su proceso de integración.

Asimismo, cabe también preguntarse si el Mercosur reúne las condiciones económicas requeridas para la creación de una UM. Al respecto, parece importante señalar que se ha cuestionado si Europa presenta las condiciones adecuadas para constituir un área monetaria óptima. De un lado, la movilidad de la mano de obra entre sus diferentes países es bastante menor que en los EE.UU., lo que dificultaría enfrentar *shocks* asimétricos. Nótese que dicha dificultad no sólo se refiere a cuestiones culturales, empezando por el idioma y diferencias de costumbres, sino además por lo complicado que resulta, sobre todo para los trabajadores de cierta edad, poder trasladarse con la historia (el *stock*) de beneficios que han generado a lo

³ Budnevich y Zahler (1999)

largo de su trayectoria laboral (típicamente, a causa de diferencias y dificultades de homologación de regímenes previsionales entre los países miembros). A su vez, la inflexibilidad que caracteriza a la mayor parte de los mercados laborales europeos complica la factibilidad de llevar a cabo un proceso de ajuste menos costoso.

Un tercer tipo de consideración, relativo al grado de intercambio comercial entre los países miembros, apunta a favor de la integración monetaria europea, dado el elevado volumen de comercio intra europeo. Además, si bien hoy en día existe una gran movilidad de capitales dentro de Europa, lo que tiende a facilitar una unión monetaria, no debe olvidarse que aquél es un mecanismo útil para financiar un determinado desequilibrio y en consecuencia contribuye a suavizar un ajuste, pero no lo sustituye en el caso de un *shock* adverso de larga duración y/o de carácter estructural.

En cuanto al comercio intraregional, mientras que Argentina, Paraguay y Uruguay exportan más de 40% a la subregión, los otros tres países no alcanzan a exportar al Mercosur el 20% de sus exportaciones totales, lo que indica que a pesar de la importante interrelación de comercio intraregional, éste es bastante asimétrico. Además, si bien ha aumentado la convergencia macroeconómica entre los países miembros de la subregión, aún debe comprobarse la sustentabilidad de los procesos de estabilización macroeconómica, de modo de que haya una tendencia y consolidación más definitiva. Adicionalmente, como se señaló, no existe una moneda de referencia dentro de los países de la subregión que cumpla el rol del marco alemán en Europa.

De otro lado, existen otros elementos que conspiran contra la creación de una UM en la subregión. En primer lugar, se da la existencia de *shocks* asimétricos con distinta duración en los diferentes países. Mientras algunos son exportadores de cobre, estaño e importadores de petróleo, otros son exportadores de petróleo, grano y vacuno e importadores de minerales. Todos estos productos de exportación están expuestos a alta volatilidad de precios en los mercados internacionales y afectan asimétricamente a las distintas economías. En efecto los términos de intercambio de los distintos países se mueven de manera diferente, por lo que los shocks externos que enfrentan no son simétricos. En síntesis, los ciclos de términos de intercambio (así como los de crecimiento del PIB) no exhiben mayor sincronía.

Los mecanismos de transmisión de precios de bienes intermedios y salarios hacia los precios finales, en la mayoría de los casos muestran importantes diferencias. Por ejemplo, incluso en aquellos casos en que la economía es muy abierta, hay países en que los precios de

los bienes no transables están indexados a la inflación pasada mientras que en otras economías prevalece la dolarización. Esto significa que la transmisión de los *shocks* a la inflación doméstica es de distinta naturaleza en los diferentes países.

Cabe también mencionar que en la subregión, aún cuando ha habido mayores flujos migratorios en el pasado reciente, éstos continúan siendo bastante limitados. En general existe poca movilidad laboral y la flexibilidad de los mercados del trabajo domésticos es bastante diferenciada, con algunos países con mayor flexibilidad y movilidad laboral, mientras que en otros se observa mayor legislación favorable al poder sindical y a la existencia de poca flexibilidad. Evidencia de lo anterior son las fuertes y persistentes diferencias en las tasas de desempleo en la subregión.

6. Banda Cambiaria Intra-Regional

Como fue destacado en la sección anterior, la propuesta de unificación monetaria entre los países de Mercosur enfrentaría algunos problemas importantes que pueden resumirse en la idea de considerarlo un paso excesivamente ambicioso. Al mismo tiempo, partiendo del supuesto de que la coordinación de políticas macroeconómicas sea considerada importante para continuar avanzando en el camino de la integración regional, la alternativa natural en la cual se tiende a pensar es la de tener una banda cambiaria intra-regional. Eso implicaría una coordinación de las políticas cambiarias tal que las cotizaciones entre las monedas de los países que integrasen el acuerdo pudiesen flotar dentro de un margen, pero sin exceder los límites definidos por un piso y un techo de flotación.

Aunque esta postura puede ser considerada como una solución “intermedia” entre el *status quo* y la unificación monetaria, en la práctica plantea requisitos fuertes difícilmente alcanzables en el corto plazo. De hecho es posible dirigirle alguna de las mismas objeciones que al esquema de moneda única.

Contra la formación de una banda cambiaria intra-regional se podrían mencionar los siguientes argumentos generalmente utilizados en el debate reciente sobre el euro por parte de algunos de sus críticos:(i) La pérdida de soberanía. No se trata de juzgar aquí si el argumento es correcto o no. La cuestión central es que, al entrar en un acuerdo cambiario, los países restringen, el poder de discrecionalidad sobre la política cambiaria. En ese sentido puede ser similar al costo que asumen los Gobiernos empeñados en la unificación monetaria.(ii) El riesgo de inconsistencia macroeconómica. Esto resultaría de tener una estructura de precios

relativos “incorrecta”. En un país con tipo de cambio flotante ello se corrige mediante movimientos en las paridades cambiarias. En países que abandonan esa alternativa y que al mismo tiempo tienen algunas rigideces de mercado - por ejemplo, en el mercado laboral -, se puede generar una recesión, necesaria para ajustar los niveles salariales en el interior de la región sujeta a una misma paridad cambiaria. En otras palabras, una vez más se habla del costo social del ajuste.

Puede alegarse que, en caso de necesidad, cada país puede denunciar el acuerdo, romper el compromiso de paridad intra-regional y modificar unilateralmente la política cambiaria, como por ejemplo hicieron Italia y Gran Bretaña al abandonar el mecanismo de la “serpiente” europea en 1992. Ocurre que, en ese caso, estamos frente a otro tipo de problema, asociado a la falta de credibilidad de una política. Por lo tanto, o bien se asume un sistema de bandas por entero - con los costos arriba mencionados, similares a los de una eventual unificación monetaria -, o cada país sigue su propia política cambiaria como ha ocurrido hasta ahora en el Mercosur. Plegarse formalmente a un nuevo esquema, para romperlo a la primera señal de dificultad, tendría un costo muy alto de pérdida de credibilidad. Dicho de otra forma, una banda cambiaria intra-regional sólo tiene sentido si los países que son parte del acuerdo están dispuestos a defender la paridad relativa de las monedas a cualquier costo, o bien a decidir en forma conjunta y consensuada los eventuales “relineamientos” cambiarios⁴.

La comparación entre una alternativa de política económica basada en moneda única o una de banda de flotación cambiaria es compleja. Como ya se dijo, una banda cambiaria dentro del Mercosur: (i) tendría atenuados algunos de los costos de la unificación monetaria, (ii) tendría eventualmente, si el compromiso es fuerte, algunos beneficios de la coordinación combinada con un mayor grado de flexibilidad frente a los ajustes reales necesarios, y (iii) finalmente tendría también algunos inconvenientes como son el riesgo de reversibilidad, la ausencia de institucionalidad y la falta de un actor dominante que genere un “anclaje” creíble.

Una unificación monetaria puede presentar problemas hasta concretarse, generar desocupación en algunas regiones, etc., pero, una vez alcanzada, tiene una ventaja: nadie duda de su permanencia, y su grado de reversibilidad relativa es bajo. La ventaja del sistema de bandas al proveer más flexibilidad lo hace más “reversible” y como contrapartida más propicio a alimentar ataques especulativos.

⁴ Lavanga y Giambiagi (1998).

Por otra parte la unificación monetaria debe formar -como ocurre en Europa- de un “paquete” que incluye, entre otras cosas, un tratado internacional con compromisos rígidos de reducción del déficit público y un Banco Central unificado.

Por último, la ausencia de un actor dominante combinado con la flexibilidad que dan las bandas cambiarias y la falta de institucionalidad aumenta los riesgos de especulación. En el caso europeo, el Bundesbank alemán asumió un liderazgo durante la vigencia del mecanismo monetario europeo de bandas de flotación y tiene poder para incidir decisivamente sobre las paridades cambiarias intra-regionales. Eso es una especie de compensación por la asimetría de los costos de mantener las paridades cuando se trata de países de dimensiones muy diferentes. En cambio, si los países del Mercosur adoptasen un mecanismo semejante, el Banco Central del mayor país - o sea, Brasil - no llegaría a tener la misma fuerza determinante sobre la paridad cambiaria de los otros y al mismo tiempo, tendría que asumir el costo de estabilizar el valor de la moneda de estos países, en caso de un ataque especulativo, cosa que ni la Argentina ni mucho menos Uruguay o Paraguay podrían hacer si la moneda atacada fuese el R\$ brasileño. Por lo tanto, los incentivos para que Brasil, en particular, adhiera hoy a un esquema de banda cambiaria intra-regional, no parecen ser muy grandes. El país no dispondría de poder adicional y, además, podría tener que enfrentar costos específicos - como “avalista” del acuerdo - que los demás países no enfrentarían. Desde el punto de vista de estos otros países tampoco hay un reconocimiento de la posibilidad por parte de Brasil de cumplir este papel aunque tuviera la voluntad de hacerlo. En otros términos no se considera que, más allá del tamaño, pueda cumplir un rol estabilizador.

DOLARIZACIÓN UNILATERAL

Hemos visto que no existen casos obvios para aplicar la dolarización si nos basamos en las consideraciones de las áreas monetarias óptimas. No obstante, la dolarización puede ser atractiva para aquellos países con ausencia de credibilidad y donde la dolarización de facto ya ha alcanzado niveles altos. Algunos países latinoamericanos han tomado la decisión unilateral de adoptar el dólar de los EEUU como moneda de circulación legal. El caso clásico es Panamá, el cual ha usado el dólar desde su creación en 1904. Más recientemente, Ecuador adoptó el dólar en 1999 en el medio de una crisis financiera y monetaria, y el Salvador inició la transición a una completa dolarización de forma gradual, a fines del 2000, bajo condiciones más tranquilas. La opción de la dolarización ha sido considerada por otras naciones centroamericanas, que parecen estar observando el desarrollo del intento salvadoreño, y fue intensamente debatido en Argentina hasta hace poco. En esta sección, revisaremos los principales pros y contras de la dolarización para los distintos tipos de economía en América Latina.

1. Credibilidad Monetaria

Para muchos países, el mayor beneficio que pudiera obtenerse de la dolarización es neutralizar la pobre credibilidad de las instituciones monetarias locales, la cual puede haber sido provocada por violaciones de bandas o anclajes establecidos para el tipo de cambio, una historia de financiamiento del déficit fiscal o del sistema bancario, y alta inflación. Tal pobre credibilidad y las expectativas devaluacionistas y/o inflacionarias asociadas, traen consigo situaciones crónicas de altas tasas de interés cuando la disciplina monetaria se mantiene, y una alta demanda por activos financieros externos, implicando fuga de capitales o la dolarización de los activos financieros domésticos. En casos de extremadamente baja credibilidad, puede

parecer imposible implementar un acuerdo monetario independiente. Anclajes o regímenes intermedios que involucran algún tipo de acuerdo cambiario resultan en altas tasas de interés con serias consecuencias para la sostenibilidad fiscal e inversión privada; un régimen de flotación debe lidiar con una alta volatilidad del tipo de cambio y episodios de sobredevaluación, al menos que el banco central se comprometa en una activa defensa del tipo de cambio, por lo tanto afectando los principios del propio régimen de flotación.

Los países latinoamericanos han hecho progresos en establecer credibilidad al hacer a sus bancos centrales más independientes y mejorando la disciplina monetaria en las últimas décadas; muchos de ellos promulgaron nuevas leyes para los bancos centrales en los años 90 que les confirieron relativos altos niveles de independencia y responsabilidad, de los cuales algunos de ellos ahora muestran altos índices de independencia legal de sus bancos centrales (**Tabla 7**). Estos índices son imperfectos, debido a que en ocasiones los bancos centrales operan de hecho con mucho más (o menos) independencia que lo que las tablas sugieren. No obstante, estos índices parecen correlacionarse bien con la inflación en los últimos años en esta limitada muestra de países.

Sin embargo, puede tomar años establecer credibilidad. De hecho, las tasas de interés permanecen altas a pesar de un importante descenso en la inflación durante la pasada década. En una clásica ilustración del “problema peso”, las tasas de interés nominal todavía son altas, debido a las expectativas de inflación (o devaluación). Las tasas de interés real están por encima del 10% anual en depósitos bancarios en varios países sudamericanos mientras el incremento de los precios no se produce. La ausencia de credibilidad también incrementa los costos financieros para el sector privado, con efectos negativos en la inversión y el crecimiento. Además, la pobre credibilidad monetaria puede incrementar la volatilidad de la inflación estimada, la cual a su vez puede aumentar el riesgo asociado a la deuda denominada en moneda local. Este segundo efecto es probablemente menos importante.

El riesgo soberano también contribuye a incrementar los costos financieros para el sector privado. Esto se debe a que las agencias clasificadoras han aplicado tradicionalmente un “tope soberano” en sus calificaciones de las monedas, implicando que ningún tomador de préstamo privado podría estar mejor clasificado que el gobierno nacional. La lógica dice que, en una situación de crisis de la deuda, el gobierno aplicaría controles a los capitales y usaría las escasas reservas internacionales para responder primero al servicio de sus deudas. Standard and Poor’s (1997) concluyó que no era necesario aplicar el tope soberano en economías

completamente dolarizadas, tales como Panamá. Curiosamente, alcanzó la misma conclusión para países, tales como Argentina, donde el dólar era ampliamente usado en paralelo con la moneda local, y aún también en aquellos casos donde pudieran ser impuestos controles para proteger al sector bancario.

No pareciera fácil aplicar correctivos para evitar costos financieros más altos resultantes de una baja credibilidad monetaria. La indexación o contratos financieros ajustados a la tasa de inflación podrían parecer útiles, y han sido usados ampliamente en Chile, y hasta cierto punto en Brasil. Sin embargo, los responsables por las políticas en otros países se han mantenido alejados de la indexación financiera, temiendo que su difusión podría inducir a su aplicación a otros tipos de acuerdos, tales como sueldos y salarios. Más importante quizás, si las alternativas relevantes en activos para los inversionistas son los valores denominados en moneda extranjera, la indexación no eliminaría completamente la necesidad de altas tasas de interés domésticas para compensar el riesgo de devaluación.

Así, aún en casos donde un régimen monetario independiente es factible, los problemas de credibilidad todavía pueden causar altos costos financieros para el gobierno y el sector privado, afectando la inversión y el crecimiento, y haciendo más probable las crisis financieras y de cesación de pagos.

2. Dolarización Espontánea

Otra manifestación de la ausencia de credibilidad monetaria es que los ciudadanos quieran mantener sus ahorros en dólares, no en moneda local. Una forma de esto es la fuga de capitales; otra es la dolarización espontánea, o “de facto”, donde el mantenimiento de una importante fracción de los activos monetarios domésticos (depósitos bancarios y efectivo) en moneda extranjera. La fuga de capitales es difícil de conceptuar, y mucho menos estimar. Un indicador aproximado es el volumen de depósitos mantenido por el sector privado no bancario en bancos que forman parte del sistema de reporte BIS (**Figura 1**). Los depósitos externos aumentaron sostenidamente en los años 80, pero la tendencia se revirtió en muchos países al tiempo que reducían sus deudas mediante los acuerdos Brady⁵. Después de la crisis mexicana, sin embargo, el incremento en los depósitos mantenidos en el exterior se incrementó. En el

⁵ Berg, Borestein y Mauro (2002) dan una posible explicación de este comportamiento: los depósitos externos eran necesarios como colaterales para las negociaciones financieras internacionales, durante los años de crisis de la deuda.

presente, el volumen de estos depósitos es sustancial para la mayoría de los países latinoamericanos, típicamente entre el 5 y el 15 % del PIB.

Los depósitos denominados en moneda extranjera son muy cuantiosos en América Latina, particularmente en Bolivia, Perú, y antes de su reciente “pesificación”, en Argentina (**Tabla 8**). La evidencia anecdótica sugiere que el mantenimiento de efectivo en dólares es muy amplio en diversos países latinoamericanos. Aunque los inversores pueden mantener activos denominados en moneda extranjera para la “normal” diversificación de sus portafolios, es inobjetable que la principal motivación en la región es la ausencia de credibilidad monetaria. Claro, esto va en contraste con la “inclinación por lo local” observado en economías avanzadas.

Mas aún, las corporaciones también muestran preferencia por pedir prestado en moneda extranjera. Las razones para esto pueden ser diversas, incluyendo insuficiente desarrollo de los mercados financieros domésticos, y el tratar de tomar ventaja de garantías oficiales implícitas. Se ha planteado la posibilidad de que, cuando el riesgo *premium* asociado a la deuda doméstica es muy alto, las compañías pueden verse forzadas a tomar deuda denominada en moneda extranjera, pues ellos correrían gran riesgo si mantienen deuda en moneda doméstica a altas tasas de interés⁶.

Una importante implicación de un alto grado de dolarización espontánea, es que grandes cambios en el tipo de cambio pueden traer consigo crisis en el sector financiero y bancarrotas corporativas de gran escala. Aún si los bancos comerciales estuvieran bien protegidos en términos de la denominación de sus activos y obligaciones, una gran devaluación podría llevar a los préstamos en dólar a una situación de morosidad en su cobro. Se ha argumentado que, en ausencia de un anclaje del tipo de cambio y de garantías implícitas o explícitas por parte del gobierno, y ayudado por regulaciones adecuadas, los bancos y las corporaciones protegerían sus posiciones en moneda extranjera. Sin embargo, no es claro que el riesgo cambiario pueda ser evitado por el país como un todo. En resumen, sería necesario que los extranjeros con disponibilidad proveyeran seguros cambiarios y asumieran todo el riesgo. Por razones que quizás no son bien entendidas, los inversionistas extranjeros se resisten a hacer esto, implicando que los países emergentes no puedan pedir prestado internacionalmente en sus propias monedas. Presumiblemente, las dificultades son peores para países pequeños, con altos costos de información para los inversores internacionales.

Si la protección contra el riesgo cambiario en los mercados internacionales no es posible, el banco central estará forzado a limitar las fluctuaciones en la tasa de cambio. Aunque los países difícilmente siguen mecanismos “puros” de flotación (no es recomendable), hay ocasiones donde grandes cambios en la tasa de cambio se justificaría. Con el riesgo de grandes pérdidas en el sector bancario, sin embargo, el banco central tendrá que ser muy cauto al permitir grandes ajustes de la tasa de cambio.

En conclusión, el atractivo de la dolarización completa es mayor para países que ya muestran un alta (y no reversible) dolarización espontánea. Bajo tales circunstancias, cualquier régimen cambiario de flotación fallaría al intentar proveer una real flexibilidad; el señoreaje perdido al renunciar a la moneda doméstica es pequeño, y la incertidumbre en el sector financiero puede ser reducido.

3. Ventajas de la Integración

Una ventaja que la dolarización puede brindar es impulsar mayor integración económica con los EEUU. En cuanto al aspecto comercial, hay evidencias de que el uso de una moneda común es un factor que impulsa los tratados bilaterales entre los países que comparten una moneda. Como ejemplo, se encontró evidencia de que las provincias canadienses tendieron a integrarse más en términos comerciales y de precios entre ellas que con los estados de EEUU que son más cercanos geográficamente, comercializando 20 veces más entre ellas que los estados más cercanos de EEUU. Puede haber muchos factores que expliquen esto, pero la moneda común es probablemente una de ellas. Algunos estudios indican que una moneda común puede incrementar cuatro veces el flujo comercial entre países. Estos estimados parecen extremadamente altos, y han sido cuestionados, encontrándose que aunque lo anterior puede ser cierto cuando se trata de países en vías de desarrollo, no hay tal efecto en el comercio bilateral entre EEUU y países en desarrollo que usan el dólar como moneda.

Sin importar el tamaño de su efecto, uno puede esperar que la dolarización incremente las relaciones económicas con EEUU, incluyendo inversión extranjera directa, el cual tiene efectos beneficiosos. De la misma forma, podría llevar a una integración más estrecha con los mercados financieros. Uno de los más acentuados efectos de la dolarización de Panamá es la

⁶ Jeanne (2002).

estrecha integración de su sistema bancario con el de los EEUU, y de esta forma con el resto del mundo, particularmente desde la liberalización ocurrida en los años 1969-1970.

También podría argumentarse que la dolarización podría fomentar una mejor disciplina financiera en el gobierno, considerando que no sería posible hacer uso del impuesto inflacionario. Es decir, no sería posible financiar posibles déficit fiscales o dar soporte al sector financiero doméstico simplemente mediante la emisión de moneda. Sin embargo, este es un argumento dudoso. El alto grado de credibilidad logrado por la dolarización podría ser usado para financiar políticas fiscales expansivas y mayor toma de riesgo por parte del sector financiero. Mientras el costo de un crisis sería mayor, la probabilidad de caer en ella sería percibida como menor, y esto podría motivar a los gobiernos a tomar riesgos mayores.

4. Pérdida del Señoreaje

La pérdida del señoreaje puede ser vista tanto como el costo puntual generado por la adquisición de nueva moneda, como la pérdida continúa de ingresos fiscales provenientes de la renuncia al señoreaje. Estos costos son fácilmente mensurables, mientras que por el contrario, los beneficios provenientes de la dolarización pueden resultar más difíciles de calcular.

El costo bruto de inventario es el costo inicial por obtener los dólares, billetes como monedas, que son necesarias para reemplazar la moneda doméstica en circulación. Si las monedas y billetes en circulación son el 8 % del PIB, como en efecto era el promedio mundial para 1976, esto representaría el costo de inventario oficial de la dolarización. Estos números lucen prohibitivamente altos. Por lo tanto, el argumento en contra de una dolarización oficial parece firmemente establecido.

Sin embargo, recientemente, la innovación financiera, los procesos tecnológicos, y la revolución de la información han reducido progresivamente el tamaño relativo y la importancia de la base monetaria, limitando a los gobiernos en su búsqueda de ingresos provenientes de la inflación. La proporción de la moneda en función del PIB también ha descendido sistemáticamente en muchos países. Por ejemplo, en una muestra de países latinoamericanos, en el período 1991-1997 (**Tabla 9**), esta proporción es de 4.6 %, considerablemente menor que en los años 70.

Otra forma de medir estos costos es calcular el flujo del costo de la dolarización en términos de la pérdida de señoreaje año tras año. Al crear base monetaria, las autoridades monetarias domésticas crean recursos reales a cambio de prácticamente nada, excluyendo el costo de la impresión de la moneda y alguna remuneración a las reservas bancarias por parte de las autoridades monetarias. La dolarización plena desvía este flujo de ingresos de la autoridad monetaria local hacia la autoridad monetaria extranjera. Por lo tanto, el costo del flujo puede ser medido como los cambios en reserva monetaria en una año dado, expresado como porcentaje del PIB. Según muestra la **Tabla 9**, el costo promedió 2.3 % en los países latinoamericanos seleccionados, yendo desde 0.5% del PIB en el caso de Argentina, hasta más del 7% para Ecuador.

Finalmente, hay que considerar que si los países dolarizados pueden recuperar el señoreaje mediante un acuerdo con el país emisor de la moneda que usa (o del país que emite alguna cantidad de la moneda doméstica, como las monedas panameñas), el costo neto de flujo de la dolarización será menor que el costo bruto del flujo. Actualmente sólo Namibia y Lesotho, que son bimonetarios en vez de oficialmente dolarizados, tienen tales acuerdos de compartición de señoreaje.

5. Otros Costos de la Dolarización

Nos hemos enfocado en los costos de inventario y de flujo de la dolarización debido a que ellas son más fáciles de estimar. Otros costos van de lo cuantificable a lo vago. Algunos, más que costos, pueden ser vistos como beneficios. Por otra parte, nos hemos centrado en los costos de dolarización para los típicos países en vías de desarrollo. Los costos de la dolarización oficial son algo diferentes en los regímenes de paridad cambiaria.

Existe el costo de perder al banco central como prestamista de último recurso. Hay dos aspectos aquí. El primero, es si los sistemas dolarizados pueden proveer liquidez a bancos en necesidad. En general, la dolarización no debería reducir la posibilidad de los gobiernos para proveer liquidez bajo condiciones normales. Pero un país dolarizado puede alcanzar los mismos resultados si los bancos locales pueden convenir líneas de crédito adecuadas con bancos extranjeros, como en Argentina. Alternativamente, el gobierno puede simplemente acumular reservas antes de la dolarización oficial. Ningún convenio puede proveer la misma capacidad que un prestamista de último recurso, como lo puede hacer un banco central. Sin

embargo, de la misma forma, ningún convenio envuelve el peligro de un banco central creando inflación y costosos rescates bancarios.

El segundo aspecto, es si el sistema puede manejar corridas bancarias intensivas y problemas de pagos. La dolarización oficial puede reducir el riesgo de tales crisis al eliminar el riesgo monetario, al forzar al sistema bancario doméstico a ser más competitivo, transparente, abierto al escrutinio externo, y fomentando la liberalización del capital y la baja inflación. En varios países con bancos centrales, las crisis del sistema bancario han sido extremadamente costosas, excediendo en ocasiones el 40% del PIB, como sucedió en Chile y Argentina en los 80.

Existe también un costo en la pérdida de flexibilidad en la política cambiaria y monetaria. En un sistema dolarizado, el gobierno nacional no puede devaluar la moneda o financiar déficit del presupuesto mediante la creación de inflación, debido a que no puede emitir moneda. Estas características pueden ser importantes bajo algunas, probablemente raras, circunstancias similares a las que prevalecieron durante la Gran Depresión. Bajo tales circunstancias, la imposibilidad de devaluar sería claramente costosa. Pero bajo condiciones menos extremas, la ausencia de flexibilidad puede ser más bien beneficiosa, como muestran el mejor desempeño en términos de inflación de los países dolarizados o con paridad cambiaria. Al mismo tiempo, en un mundo globalizado, con grandes y violentos flujos de capital, el alcance de una real e independiente política monetaria es limitado. Más aún, los países operando paridad cambiaria ya han sacrificado la flexibilidad en política monetaria, para obtener a cambio beneficios de largo plazo en baja inflación, convertibilidad, y moneda estable. Para ellos, convertirse en completamente dolarizados no implica una pérdida adicional de flexibilidad. En el otro extremo, los países cuya política económica es crónicamente inestable y con ausencia de credibilidad, no ganan mucha más flexibilidad, excepto en el sentido estricto de que pueden usar su discreción para variar sus ingresos por señoreaje mediante el cambio de la velocidad de la expansión monetaria.

Un punto relacionado es que existe un costo de los ciclos de negocios asociados en los países dolarizados con los países cuya moneda es usada. La tasa de interés tiende a subir o bajar en función del país asociado, mientras que con una tasa cambiaria flotante, o con anclajes ajustables, ella puede fluctuar en forma distinta. Si el ideal de la política en tasa de interés es actuar en forma anticíclica, en la dolarización probablemente no se logrará este objetivo, debido a que la autoridad monetaria del país cuya moneda es usada,

presumiblemente dirigirá sus políticas en beneficio propio, y no necesariamente en beneficio del país dolarizado. Si, por otra parte, el objetivo es estrechar los vínculos financieros y comerciales, para cosechar los beneficios de una integración financiera total, la dolarización completa es la más directa, irreversible, y por lo tanto creíble forma de alcanzar aquello. Este punto está estrechamente relacionado con el argumento de los *shocks* asimétricos en la literatura de las áreas monetarias óptimas, y la creencia de que la devaluación sería un instrumento efectivo de ajuste bajo ciertas condiciones.

También existe un costo de conversión de precios, programas de computación, cajas registradoras, máquinas vendedoras al escoger una moneda extranjera. Este es un costo puntual que variará considerablemente de país a país. Finalmente, puede haber un costo legal y financiero proveniente de la revisión de contratos o de refinanciamientos.

6. La experiencia de Panamá

Panamá es la mayor economía oficialmente dolarizada con casi 100 años de experiencia con ese esquema. Por lo tanto, es un laboratorio natural para entender como la dolarización oficial podría funcionar en otras circunstancias. Evidentemente, cualquier inferencia debe estar basada en un riguroso conocimiento de las especificidades de la experiencia panameña, cuyas características más resaltantes se describen a continuación.

6.1. Sistema Monetario

Desde 1904, Panamá ha usado los billetes de dólar estadounidense como moneda local. Panamá emite una moneda local, el Balboa (1 Balboa = US\$1), pero ésta circula sólo como monedas. El sistema financiero panameño tiene una significativa presencia de bancos extranjeros. No hay banco central y no existen reservas internacionales. El Banco Nacional de Panamá es un banco comercial dirigido por el gobierno.

6.2. Rol de los Bancos Extranjeros

En 1970, una ley bancaria liberalizó los mercados financieros en Panamá, y permitió una completa entrada de bancos extranjeros. Los flujos de capital están totalmente abiertos, de manera que los bancos son libres de invertir sus capitales excedentarios interna o externamente. En vista de ello, la completa integración financiera en la economía mundial, y

la consecuente posibilidad de los bancos de ajustar sus portafolios libremente entre activos locales y foráneos, ha sido un importante mecanismo de ajuste doméstico, previniendo los incrementos de la deuda, tasas de cambio sobrevaluadas, y caídas en las reservas internacionales, problemas que han plagado a otros países en la región. Los bancos extranjeros, principalmente los estadounidenses, han sido prestamistas de último recurso, incrementando su exposición a la economía local cuando ésta ha sufrido *shocks* desfavorables, debido a que identificado oportunidades de préstamos rentables.

6.3. Desempeño Macroeconómico

El desempeño macroeconómico de Panamá ha sido sólido. La inflación ha promediado 3% anual, en el período 1961-1997. El crecimiento promedió 8.1% desde 1961 hasta 1971, y desde 1978 hasta 1981, alcanzando un promedio de 2.5% en otros años. La tasa de interés real ha permanecido en un dígito bajo-medio. La tasa de cambio real ha mostrado poca variación comparada con la tasa de cambio real en otros países de América Latina.

6.4. Prestamista de Último Recurso

Panamá no tiene prestamistas locales de último recurso. Los bancos domésticos han establecido líneas de crédito con bancos foráneos que mantienen sucursales en Panamá, y han sido capaces de apoyarse en ellos durante los períodos de restricción de liquidez. El gobierno panameño y el Banco Nacional de Panamá no han rescatado a los bancos insolventes, pero algunos bancos han desaparecido en los últimos 30 años. Un esquema de seguro de depósitos financiado por particulares se estableció, de acuerdo con una ley establecida en 1998.

6.5. Los Mecanismos de Pagos

El sistema de pagos es un robusto sistema en tiempo real operado por el Banco Nacional de Panamá. El pago es efectuado mediante una cuenta que mantienen los bancos de Nueva York. Los bancos extranjeros en ocasiones no utilizan los mecanismos de *clearing* locales, sino que los hacen a través del New York Clearing House, o la Federal Reserve's Fedwire, como sucede en los casos de las sucursales de los bancos estadounidenses en Panamá que prestan a las sucursales de otros bancos estadounidenses.

6.6. La Naturaleza de los Principales Shocks y Ajustes Económicos

Panamá ha experimentado diversos e importantes *shocks* que han causado significativos problemas a la economía, pero el sistema bancario se ha mantenido en buena situación. Los *shocks* no han estado relacionados con el sistema monetario. Se incluyen crisis políticas en enero de 1964, y en los períodos 1967-69, debido a los disturbios en la zona del Canal, los *shocks* petroleros de 1973 y 1979, la suspensión de pagos de 1982 en América Latina, y la crisis que precedió y que se desarrolló durante el embargo e invasión de los EEUU, en los años 1988-89. Todo esto causó un éxodo de los depósitos domésticos, e importantes desajustes económicos. Sin embargo, durante las crisis de los años 1964 y 1967-69, varios bancos privados respondieron vendiendo sus activos externos, e incrementando sus créditos domésticos, a pesar de la salida de depósitos locales. Esto amortiguó el impacto adverso de estas crisis en la economía local. Resumiendo, la dolarización completa en Panamá no es la panacea, y no ha aislado al país de los *shocks*; sin embargo, estos *shocks* fueron esencialmente externos al sistema monetario, y, al menos durante algunas de las crisis más importantes, los bancos respondieron como agentes estabilizadores.

6.7. Spreads Soberanos, Tasas de Interés, y Disponibilidad de Créditos a Largo Plazo

El *spread* soberano de Panamá ha sido consistentemente más bajo que en otros países de América Latina. Por ejemplo, entre el 1 de septiembre de 1994, y el 12 de abril de 1999, el *spread* promedio de los bonos soberanos argentinos (de acuerdo con el índice de bonos de mercados emergentes de J.P.Morgan) fue de 736 puntos básicos, excediendo los 1000 puntos durante la crisis Tequila (febrero 1995) y la crisis brasileña (Septiembre 1998). Por el contrario, durante el subperíodo durante el cual hubo disponibilidad de información para Panamá (julio 1996 a abril 1999), el *spread* promedio en sus bonos fue de 405 puntos básicos, con un breve pico de 700 puntos en agosto de 1998. Si bien es cierto que no toda la diferencia en los *spread* puede ser atribuido únicamente a las diferencias en los sistemas monetarios entre Panamá y otros países, esta información provee un fuerte indicador del máximo orden de magnitud de reducción de los *spread* que podría ser posible si Argentina dolarizara oficialmente su economía. Similarmente, los niveles de los *spread* y sus picos en Perú, Brasil, México y Venezuela fueron más altos que en Panamá; la excepción es Costa Rica.

6.8. Tasas de Interés

La tasa de interés nominal en Panamá ha sido persistentemente la más baja o cercana a la más baja de América Latina. La tasa de interés real ha sido también relativamente baja y estable, evitando las variaciones de negativos a positivos dobles dígitos que ha ocurrido en el resto de América Latina. Finalmente, una cualidad importante del sistema financiero panameño es la disponibilidad de crédito doméstico de largo plazo. Panamá es el único país latinoamericano donde hay disponibilidad de préstamos a 30 años y a tasa fija, en moneda “local”. Por contraste, en los países en vías de desarrollo con monedas relativamente estables, los préstamos por 20 o 30 años no son fáciles de conseguir, y las tasas de interés en préstamos de corto plazo son ajustadas periódicamente.

6.9. Compartición del Señoreaje

Los EEUU obtienen todo el señoreaje proveniente del uso del dólar en Panamá, y no hay compartición de señoreaje. Panamá obtiene una pequeña cantidad del señoreaje en las monedas del balboa, que constituye cerca del 9% del total del efectivo y moneda en circulación.

7. Otras Experiencias de Dolarización

En ciertos aspectos, el hemisferio occidental ha sido un área dolarizada durante largo tiempo. En muchos países, el dólar es la principal o una importante unidad de cuenta, tanto para el pago en importantes transacciones, como en moneda de ahorro. Los residentes de la mayoría de los países en el hemisferio mantienen considerables cantidades de valores y depósitos en bancos, denominados en dólares. Además, todas las economías en el hemisferio están ya fuertemente influenciadas por las condiciones económicas en EEUU, tanto en las cuentas monetarias como de capital, por lo que su grado de independencia en las políticas es limitado. Estas condiciones iniciales, combinadas con los recurrentes períodos de contracción y devaluación en América Latina, sugieren que el costo de una dolarización oficial puede ser relativamente bajo, especialmente comparado con los países que no tienen un alto grado de dolarización no oficial.

Dados los costos y beneficios globales de una dolarización completa, y los recientes desarrollos económicos, cuales son las posibilidades para la dolarización oficial en la región?

Las propuestas para una dolarización oficial han tenido lugar en muchos países, de cuando en cuando, pero han tomado hoy una nueva importancia. Propuestas recientes han sido generadas por la experiencia de Argentina y su paridad cambiaria, y por las crisis financieras en México y Argentina (1994-95), y en Brasil y Ecuador en 1999.

7.1. Ecuador

Siguiendo la devaluación brasileña de enero de 1999, el sucre ecuatoriano se desplomó bajo una creciente presión especulativa; fue devaluado el 2 de marzo. El mismo día, ocho bancos en problemas cerraron; el 11 de marzo, el gobierno congeló los depósitos de todo el sistema bancario. El descontento por la crisis financiera y el estado de la economía generalmente han creado interés en la posibilidad de la dolarización.

El 9 de enero de 2000, el presidente Mahuad anunció la dolarización oficial para terminar con la rápida depreciación del sucre. Problemas políticos causaron el cambio de gobierno el 21 de marzo, y el presidente sucesor Noboa impulsó el proyecto de dolarización. En febrero de 2000, el gobierno envió al parlamento una serie de leyes inaugurando el nuevo sistema monetario basado en el dólar estadounidense, y un número de reformas estructurales. El gobierno anunció también que le podría tomar seis meses implementar la dolarización oficial, lo cual convertiría a Ecuador en el país más grande del mundo con tal esquema. La propuesta incluyó el mantenimiento de la circulación paralela de monedas del sucre, y notas bancarias de baja denominación emitidas a la par con el dólar. Hasta ahora, la reforma monetaria podría ser calificada como un éxito, aunque son necesarias reformas adicionales en el ámbito fiscal y bancario para obtener mayores beneficios del nuevo sistema monetario.

7.2. Argentina

El Plan de Convertibilidad de 1991 estableció un sistema de paridad cambiaria. Argentina fue fuertemente dolarizada en forma no oficial cuando el plan entró en acción: se calculó que los billetes de dólar excedieron los billetes en moneda local y los depósitos bancarios combinados. Bajo el sistema de paridad cambiaria, la dolarización no oficial, medida como la proporción de los depósitos en moneda foránea sobre el total de la oferta de dicha moneda, ha sido alta, 44% en 1995. De igual forma, la proporción de los depósitos en moneda extranjera se han incrementado desde que el Plan de Convertibilidad se inició,

sugiriendo que el proceso pudo ser irreversible. Lejos de ocultar el uso del dólar, Argentina lo impulsó, dándole al dólar prácticamente status legal en muchos tipos de transacción. El dólar fue ampliamente usado como unidad de cuenta y medio de pago en transacciones financieras, aunque el gobierno siempre utilizó el peso como su única unidad de cuenta.

A pesar del buen desempeño del esquema, Argentina experimentó fuertes incrementos de las tasas de interés en 1992, durante la crisis monetaria mexicana 1994-95, y durante las crisis monetarias asiáticas y brasileñas a partir de 1997. Cuando la crisis monetaria se extendió y creó una presión especulativa contra el peso argentino en 1995, el gobierno argentino asomó la posibilidad de la dolarización oficial, lo cual ayudó a reducir la presión; esta estrategia también fue usada por el presidente Menem en el año 1999, impulsado a ello por las dudas que surgieron en cuanto a la credibilidad del esquema imperante. En ese momento no hubiera sido difícil desde el punto de vista técnico moverse a una dolarización oficial, considerando el esquema de paridad existente, aunque implicaba algunas consideraciones, tales como la compartición del señoreaje, la cual hubiera requerido prolongadas discusiones y negociaciones bilaterales. El continuo incremento de la dolarización no oficial indica que la pérdida de señoreaje hubiera sido menor que en otros países, representando sólo el 0.5% del PIB por año, el cual adicionalmente se hubiera podido reducir, producto de acuerdos con EEUU. Volviendo a los aspectos positivos, la permanente eliminación del riesgo cambiario haría descender el interés premium sobre los EEUU y la tasa de interés doméstica, al tiempo que se impulsaría una mayor integración con EEUU, y a largo plazo se impondría una mayor disciplina fiscal y financiera por parte del gobierno.

Sin embargo, en el año 2002, después de una crisis económica, política y social prolongada, que incluyó la caída de varios presidentes, el congelamiento de los depósitos bancarios y la pesificación de los depósitos en moneda foránea (a una tasa de cambio muy discutida), y que fue provocada principalmente por una caída pronunciada del PIB y del empleo, el gobierno argentino decidió abandonar el Plan de Convertibilidad, y asumir un esquema cambiario de flotación.

7.3. Brasil

El actual programa económico de Brasil usa una tasa cambiaria flotante y un programa de disciplina fiscal para restaurar parte de la credibilidad del Real, perdida durante la crisis de 1998-99. Algunos de los factores críticos de éxito están en la habilidad del gobierno en

cumplir con los ajustes fiscales, y en la evolución de las tasas de interés reales que resulten de la percepción de los mercados acerca de las políticas gubernamentales. El gobierno no ha mostrado ningún tipo de intención de ir a un esquema de dolarización total.

7.4. El Salvador

El colón salvadoreño estuvo anclado en 2.50 por dólar por más de medio siglo antes de ser devaluado en los 80, en el medio de una prolongada guerra civil. Fue estabilizado a 8.75 por dólar en 1992 y ha permanecido en ese valor desde entonces. En 1994, aún antes de la crisis mexicana, el Banco Central de El Salvador junto al gobierno consideraron establecer la paridad cambiaria para asegurar que el colón no se devaluara nuevamente. En 1995 el gobierno anunció su intento de dolarizar oficialmente al país, pero posteriormente se descartó este plan debido a las críticas emitidas por la oposición política, en el sentido de que se estaría eliminando un símbolo de la identidad nacional, al tiempo que instituciones financieras internacionales reportaron que la situación económica y fiscal de El Salvador no era lo suficientemente saludable para asumir la dolarización; Al principio de 1999, el presidente Armando Calderón reiteró el interés en la dolarización oficial, después de debatir en forma pública acerca del tema. Debido a que el presidente Calderón dejó el gobierno en junio de ese año, quedó en manos de su sucesor Francisco Flores la decisión sobre la dolarización, la cual fue finalmente asumida a fines del 2000.

7.5. México

Desde su crisis de 1994, prominentes figuras mexicanas y extranjeras han debatido acerca del establecimiento de un esquema de paridad o de dolarización. Aunque no ha sido considerada ampliamente en círculos políticos, un número importante de hombres de negocios y de asociaciones comerciales mexicanos han expresado su apoyo a la dolarización total. Por otra parte, se ha argumentado que la poca credibilidad relativa en las políticas monetarias, recomendaría una dolarización completa antes que un esquema de paridad cambiaria.

7.6. Perú

Existió algún interés en la dolarización oficial en Perú, lo cual culminó una hiperinflación al principio de los 90, sin embargo, ha habido problemas recurrentes con la

depreciación del tipo de cambio. Perú tiene una importante dolarización no oficial, lo cual se evidencia en el hecho de que un porcentaje importante de la oferta monetaria foránea se mantiene en depósitos en dólares.

7.7. Los países del Caribe

En algunos países caribeños el dólar de EEUU es ya usado ampliamente por los bancos centrales como moneda de reserva y por el público como moneda de resguardo. Por otra parte, la Unión Monetaria de Caribe del Este, las Islas Caimán, y Bermuda, operan un esquema de paridad cambiaria. El pequeño tamaño de las economías caribeñas y sus generalmente bajos niveles de expansión monetaria e inflación, sugieren que los costos de una dolarización oficial no serían altos. Sin embargo, más poderoso que estos costos sería la probable tendencia de mayor integración económica alrededor del dólar como moneda clave.

8. Síntesis de los aspectos planteados

El candidato ideal para la dolarización sería una economía pequeña (que difícilmente pueda beneficiarse de un esquema cambiario flotante), con vínculos comerciales y económicos estrechos con los EEUU (para beneficio de su potencial que se ve fortalecido por el uso de una moneda común), con un alto grado de dolarización espontánea (implicaciones para el sector bancario y menor señoreaje), y pobre credibilidad de su autoridad monetaria. No muchos países cumplen con estos requisitos. México y los países centroamericanos tienden a estar mucho más integrados con los EEUU pero tienen menos problemas de credibilidad y usualmente menos dolarización espontánea. Para estos países la clave está en determinar cuan grandes son los beneficios que la dolarización puede traer en términos de una mayor integración con los EEUU, considerando las conclusiones que se desprenden de los casos de Ecuador y El Salvador. Varios países de Sudamérica tienen serios problemas de credibilidad pero son economías que pueden beneficiarse de la flexibilidad en sus tasas de cambio. En este caso, la prueba será si los regímenes flotantes con objetivos inflacionarios pueden levantar el requisito de credibilidad para implantar un régimen monetario independiente sin crear una carga inadecuada en la economía doméstica.

TASAS DE CAMBIO FLOTANTES

Es un régimen cambiario flotante una opción viable para los países de América Latina? Una tasa cambiaria flotante, es una en la cual la tasa de cambio nominal se mueve frecuentemente y sustancialmente en respuesta (en parte) a las fuerzas del mercado, sin que las autoridades establezcan un nivel particular para dicha tasa. Esto no excluye la intervención sustancial de las políticas monetarias, las cuales mantienen vigilada la tasa de cambio, como veremos posteriormente. Las evidencias indican que, aunque existe mucho de cierto en cuanto al “temor a la flotación” en el sentido de que las economías emergentes no tienen una flotación como en EEUU y Japón, dichos países típicamente flotan en alguna medida, de hecho, con movimientos de la tasa de cambio sustanciales.

La pregunta más interesante e importante es si la flexibilidad en la tasa de cambio y las políticas monetarias alcanzan objetivos domésticos significativos. El resto de esta sección se enfoca en esta pregunta. Como introducción se revisa las experiencias de algunos mercados emergentes en la segunda mitad de los 90. Luego analizaremos las evidencias sistemáticas disponibles, y posteriormente revisaremos la literatura respecto a como una tasa de cambio flotante debería responder a distintos *shocks*, resaltando como ciertas características de los mercados emergentes, en particular la ausencia de credibilidad y la fragilidad financiera, podrían modificar esta respuesta óptima. Finalmente examinaremos la evidencia disponible sobre si las tasas de cambio en los mercados emergentes y las políticas monetarias demuestran ser herramientas útiles en las políticas anticíclicas y antiinflacionarias.

Aún si la flexibilidad en política monetaria tiene algún valor, sus costos pueden ser demasiado altos; dos de estos son posiblemente los más importantes. Primero, la ausencia de credibilidad asociada con tasas de cambio flotantes pueden implicar mayores tasas de interés real. En segundo lugar, puede también suceder que expectativas de inestabilidad o mercados

desregulados generen una excesiva volatilidad de la tasa de cambio en mercados emergentes con flotación.

1. Historias

Se consideran las experiencias de México, Chile, Perú y Singapur (al menos nominalmente) como países con tasas de cambio flotantes, y Hong Kong y Argentina con anclajes estrictos en la segunda mitad de los 90. Estamos particularmente interesados en la comparación de México, Chile y Perú con Argentina, así como Singapur con Hong Kong durante el confuso período de los años 90.

Primero, consideremos a Argentina en la **Figura 2a**. El panel superior muestra la tasa de inflación, la tasa de cambio real efectiva, y el crecimiento del PIB (anual) desde 1996 hasta 2001. El panel inferior muestra las tasas de interés reales y nominales, y el cambio (anual) en la tasa de cambio real efectiva. Se puede observar sin sorpresas, la estabilidad de los precios, y consecuentemente de las tasas de cambio reales, así como se mantiene la fuerte credibilidad del anclaje cambiario, manteniendo bajas tasas de interés a pesar de las dificultades de Rusia y la crisis brasileña de 1998/1999. La única variable que es realmente afectada es el crecimiento del PIB, el cual cae en picada y aún no se ha recuperado.

La **Figura 2b** presenta la misma información para México. La respuesta en el período 1998/1999 es notablemente diferente. Mientras las tasas de interés se incrementaron, también se permitió que la tasa de cambio se depreciara sustancialmente. El crecimiento real del PIB cayó, pero se recuperó en 1999, y la tasa de cambio rápidamente se apreció. Dos puntos adicionales surgen de estas figuras. Primero, las tasas de interés reales han sido bastante bajas desde la crisis de 1998/1999, estando por debajo del 5% en 2001 cuando México acompañó la recesión en los EEUU. Segundo, la inflación en México ha venido bajando a niveles por debajo del 10%. Esto sugiere que la política monetaria de México ha sido suficientemente flexible como para permitir tasas de interés que respondan a bajas cíclicas, tomando ventaja de una prevaleciente baja inflación.

Con Perú (**Figura 2c.**) se confirman algunos aspectos de esta historia. Hasta esta economía altamente dolarizada respondió a los *shocks* de 1998/1999 mediante una combinación de mayores tasas de interés y una sustancial, y en este caso prolongada, depreciación del tipo de cambio. El resultado para el crecimiento, sin embargo, no fue tan feliz como para México, presumiblemente en parte como consecuencia de un menor impulso en la

economía de los EEUU. La figura también sugiere otra razón que, en contraste con México, las autoridades parecen haber primero intentado incrementar las tasas de interés sin haber dejado deslizar el tipo de cambio, permitiendo su debilidad sólo posteriormente. En este caso, es importante destacar que no hay signo de que la inflación haya aumentado como consecuencia de la depreciación.

La historia de Chile (**Figura 2d**) es similar a la de Perú, aunque la respuesta de la tasa de interés parece ser mayor relativa a la de la tasa cambiaria, y la recesión es más aguda. Chile atravesó dos episodios de presión cambiaria, en 1999 y en 2000. En el primer episodio hubo un importante incremento de las tasas de interés, en el contexto de un marco monetario con objetivos tanto inflacionarios como cambiarios (dentro de una banda). Posteriormente, en septiembre de 2000, las autoridades abandonaron la banda por una flotación más libre, y la marcada depreciación del 2000 no fue acompañada por un incremento de las tasas de interés. Como con los otros países, no hay un importante salto de la inflación asociado con esta depreciación, al tiempo que la economía se recuperó de la recesión. Tal vez se puede inferir de esta experiencia que Chile acumuló credibilidad en 1999, lo cual fue posteriormente usado, o que dicha experiencia les enseñó a no temer a la flotación.

La comparación de Hong Kong y Singapur (**Figuras 2e y 2f**) sugieren un paralelo con la comparación entre México y Argentina. En Hong Kong, en el ajuste, al menos inicialmente, hubo un incremento de las tasas de interés y una gran caída de la producción, mientras que en Singapur se observa una aguda depreciación nominal, convertida más tarde en real, con un moderado ajuste monetario y sin recesión. Es importante mencionar tres diferencias con Argentina y México. Primero, Singapur permitió sólo un breve y modesto incremento de las tasas de interés. Segundo, no se puede atribuir su fuerte crecimiento registrado a su ubicación. Tercero, del pequeño tamaño y flexibilidad de la economía de Hong Kong surge en una sostenida deflación (al 5% anual) que últimamente ha conducido a un sustancial ajuste de la tasa de cambio real.

Esta evidencia nos sugiere varias observaciones tentativas. (i) Los países con tasa de cambio flotante permiten que dichas tasas se muevan en respuesta a los *shocks*, aunque respuestas relacionadas con las tasas de interés en ocasiones también son importantes. (ii) Hay algunas evidencias de que la flexibilidad en el tipo de cambio pueden haber sido útiles para la producción. (iii) El alto grado de dolarización del Perú no excluyó algunas medidas en el ámbito cambiario. (iv) Al menos para México, las tasas de interés reales parecen haber

disminuido en respuesta a la recesión. (v) No hay signos claros en los países con tipo de cambio flotante, de que el incremento de precios haya sido extremadamente alto siguiendo los ajustes de la tasa de cambio. (vi) El tamaño y flexibilidad de Hong Kong claramente lo hace un mejor candidato para los ajustes que a Argentina, y esto se refleja en la más rápida respuesta de los precios a la necesidad de una real depreciación. (vii) Hay algunas evidencias para la mejora gradual de la efectividad en los regímenes de tasa de cambio flotante, al menos para el caso de Chile.

Esta revisión cuidadosa de casos difícilmente puede ser definitiva, y algunos no dudarían en ver estos episodios en una forma diferente. Por ello, a continuación, abordaremos una evidencia más sistemática en cuanto a la efectividad de tasas de cambio flotante para los mercados emergentes.

2. Un Punto de Comparación para las Políticas Monetarias

Buena parte de la discusión de diseño de políticas óptimas para economías avanzadas, se ha enfocado en los últimos años en la regla de Taylor. Esta indica que los hacedores de políticas tratan de mover los instrumentos de política monetaria de forma tal de alcanzar algún éxito tanto en mantener la inflación en niveles adecuados, como en reducir la brecha productiva. El instrumento usualmente es la tasa de interés, pero también podría haber un agregado monetario⁷.

Una política del tipo enunciado por la regla de Taylor puede ser aplicada por el banco central en una economía cerrada, aunque de forma más general, este método ha sido reforzado por la observación de que ha provisto formas bastante precisas de describir como se comportan los bancos centrales de economías avanzadas, tales como EEUU, Alemania y Japón.

Esta literatura teórica fue desarrollada con referencia a economías cerradas. Sin embargo, parece que mucho de los atributos de las economías cerradas permanecen en economías abiertas con tasas de cambio flotantes. La complicación más obvia es el efecto del tipo de cambio, el cual provee canales adicionales para operar en el ámbito de políticas monetarias. El principal efecto es que las contracciones en la tasa de interés ahora afectan a la inflación más rápidamente mediante la apreciación del tipo de cambio que ella induce,

mientras que su efecto contractivo en la producción es también ampliado por la apreciación. De esta forma, pequeños cambios en la tasa de interés son apropiados para obtener ciertas desviaciones de los niveles de equilibrio de producción e inflación⁸.

3. La Regla de Taylor en los Trópicos

Hay tres características de los mercados emergentes que puede hacer impracticable a la regla de Taylor: la ausencia de credibilidad política, alta inflación provocada en la devaluación del tipo de cambio, y fragilidad financiera con respecto a los movimientos cambiarios. Si la ausencia de credibilidad en los bancos centrales lleva a los mercados a interpretar cualquier ligereza como un movimiento permanente hacia niveles mayores de inflación, no hay beneficios para la libertad de acción. Las devaluaciones del tipo de cambio siempre resultarán inflacionarias, en lugar de expansivas, debido en parte a la falta de credibilidad, pues quienes definen los precios tenderán a interpretar los movimientos cambiarios como una señal de relajamiento de la política monetaria, antes que un cambio en los precios relativos. Finalmente, los movimientos cambiarios pueden tener drásticos efectos por sus implicaciones en los balances de bancos y firmas, así como de los gobiernos.

Pobre credibilidad y altos coeficientes inflacionarios por devaluación harían que los bancos centrales se inclinaran menos por las fluctuaciones cambiarias como instrumentos de política monetaria para alcanzar objetivos domésticos. La implicación de los efectos en los balances por aplicación de políticas monetarias es más complicada. La más obvia es que las devaluaciones son menos expansivas, de manera que los efectos negativos en la producción reflejados en los balances, contrarrestan los efectos positivos en las exportaciones netas. Sólo si los efectos en los balances son tan fuertes que las devaluaciones son contractivas, la política apropiada es aumentar las tasas de interés suficientemente para prevenir los movimientos cambiarios, y en este caso se obtiene la peculiar implicación de que una sobrevaluación resulta positiva para la producción.

4. Shocks en Términos Comerciales

⁷ Taylor (2000) hace notar que en especial para mercados emergentes, un instrumento monetario puede tener más sentido.

⁸ Eichengreen (2002) muestra esto en un modelo muy simple. Svenson (2000) alcanza conclusiones similares con un modelo bastante más elaborado.

Un método complementario para observar la reacción a una política monetaria general, es preguntarse si los mercados emergentes con tasas de cambio flotantes responden apropiadamente a *shocks* específicos. Consideremos primero los *shocks* en términos comerciales. Estos “experimentos” son especialmente útiles dado que los términos comerciales son particularmente propensos a ser exógenos a la política monetaria y debido a que las predicciones teóricas de respuestas a políticas apropiadas son también bastante claras. Un *shock* negativo en términos comerciales debería depreciar el tipo de cambio. Podría ser adecuado que las autoridades monetarias “remaran contra la corriente” mediante el incremento de las tasas de interés, dado que la inflación se incrementará. Sin embargo, el “temor a la flotación” no debiera ser absoluto; la producción será menor debido al *shock* negativo, motivando directamente menores tasas de intereses, implicando también un descenso en la inflación.

Hay algunas evidencias en cuanto a que los países con tasas cambiarias flotantes deprecian su tipo de cambio en respuesta a *shocks* comerciales negativos. En un análisis de 73 países en vías de desarrollo, desde el año 1973, se examina si la respuesta cíclica del PIB, la tasa cambiaria y la inflación, a los *shocks* comerciales difieren sistemáticamente dependiendo del régimen cambiario⁹. Se encuentra que en respuesta a estos *shocks*, regímenes cambiarios de tasa fija observan depreciaciones reales sólo después de dos años, al tiempo que sufren prolongadas y profundas pérdidas en términos de crecimiento real del PIB. Por otro lado, los países con esquemas cambiarios flotantes, observan profundas e inmediatas depreciaciones nominales y reales, alguna inflación, y mucho menor pérdida en la producción. Otra conclusión de este estudio, es que los países dolarizados “de facto” tienen un comportamiento similar a los países con tasas flotantes, aunque con mayores depreciaciones y menores pérdidas en la producción y menor inflación.

Por otra parte, la amplitud de la muestra esconde muchas idiosincrasias, y en consecuencia de ello, la clasificación sistemática de los esquemas cambiarios no es enteramente convincente. Más aún, el método es de corto alcance, cuando lo adecuado es observar las respuestas a los *shocks* en un horizonte de varios años. Un método complementario puede ser el considerar como responde la tasa de cambio nominal en una tendencia de largo plazo donde se vea afectada la tasa de cambio real. Una ventaja potencial de la flotación, comparada con un régimen cambiario fijo, podría ser que aquella permite que

la tasa cambiaria real tenga una tendencia acorde a las necesidades de las fuerzas económicas subyacentes, de manera de evitar cambios en los niveles de precios, como si sucedería en los casos de la dolarización o del anclaje. Se ha examinado la correlación en períodos prolongados de la tasa de cambio real y los precios reales de las materias primas para tres países desarrollados, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, donde se encontró una relación estable entre ambas variables para los casos de los dos últimos países mencionados, resultando menos clara para Canadá. Por ejemplo, una prolongada tendencia de depreciación en el tipo de cambio real en Australia podría ser explicada en términos de un descenso similar en los precios reales de las principales materias primas de exportación de ese país. En ausencia de una tasa de cambio flotante, Australia tendría que tener deflación (relativa a la baja inflación de sus socios comerciales) por más de dos décadas para alcanzar ajustes similares.

Este tipo de resultados se mantiene también para los mercados emergentes? Se ha observado que la depreciación real en Sudáfrica de las últimas dos décadas se explica por una declinación continua en los precios reales de sus materias primas de exportación. Por lo tanto, en forma análoga a Australia, Sudáfrica tendría que sufrir una continua deflación relativa, o una progresiva sobrevaluación de su moneda, ante la imposibilidad de depreciar su tipo de cambio.

Estas evidencias, consideradas juntas, proveen claros ejemplos de situaciones en las cuales la posibilidad de flotación del tipo de cambio permiten ajustes no traumáticos a *shocks* externos, tanto en el corto como en el largo plazo. Sería interesante saber si estos resultados pueden extenderse a otros mercados emergentes.

5. *Shocks* Externos en las Tasas de Interés

Un incremento en las tasas de interés externas, como los *shocks* comerciales, tienden a depreciar la tasa de cambio, y por lo tanto causar inflación. Según la regla de Taylor, se requiere algún tipo respuesta en términos de política monetaria restrictiva. Nuevamente, sin embargo, debido a que dicha respuesta producirá una reducción en la producción, la autoridad monetaria debiera “remar contra la corriente” pero no contrarrestar completamente el *shock*. A diferencia de los *shocks* comerciales, los *shocks* permanentes debieran ser contrarrestados con mayor fuerza, debido a que la inflación no tenderá a disminuir en el tiempo ante la ausencia de

⁹ Broda (2000).

una reducción en la producción. En forma más general, un incremento permanente en la tasa de interés externa requiere, en el largo plazo, un incremento correspondiente en la tasa de interés doméstica, para así mantener un nivel estable de inflación y de producción, independientemente del régimen cambiario. Sin embargo, *shocks* temporales no debieran ser contrarrestados tan agresivamente.

Se ha evidenciado que la reacción de las tasas de interés domésticas a la variación de las mismas en EEUU es insignificamente diferente entre distintos regímenes en mercados emergentes¹⁰. Más aún, usando data para el período 1998-1999 para México, Venezuela y Argentina, se observa que la reacción de las tasas de interés domésticas al premium de riesgo internacional es mayor en México, el país con el régimen cambiario más flexible. Existen otros estudios que han arrojado resultados mixtos, sin embargo, hay consistencia respecto a lo mencionado previamente: las tasas de interés ascienden en respuesta a *shocks* en países con tasa cambiaria flotante.

Para resumir, la evidencia acerca de la habilidad de los regímenes cambiarios flotantes para amortiguar los *shocks* de tipos de interés no es concluyente. Singapur parece tener una flotación como si se tratara de un país desarrollado, en este sentido resulta muy diferente a Hong Kong. La información no parece permitir una clara distinción entre México y Argentina. México tiene una flotación en el sentido que su tasa de cambio no se deprecia cuando la Reserva Federal de EEUU sorprende con un incremento de sus tasas de interés, pero sus tasas de interés tienden a incrementarse.

6. Consecuencias Inflacionarias de la Depreciación

La experiencia en México, Brasil, Rusia y otros países que sufrieron devaluaciones importantes, es que su efecto en la inflación ha sido moderado. Se ha encontrado que aquellos países donde la producción está por debajo de su potencial, la tasa de cambio esta inicialmente mal alineada, y la tasa inicial de inflación es baja, el efecto de la depreciación sobre la inflación también es bajo. Esto sugiere que, en condiciones menos extremas, las consecuencias inflacionarias de las devaluaciones pueden ser bajas en los países que han establecido un historial de credibilidad con respecto a sus políticas monetarias, en el contexto de una tasa

¹⁰ Haussman (1999).

cambiaría flotante, dado que en estos casos las devaluaciones tenderán a suceder cuando la tasa cambiaria está sobrevaluada y la inflación inicial baja.

En un estudio realizado para México entre 1995 y 2001, considerando las variables de tasa cambiaria y de precios, se observa que las consecuencias de las devaluaciones en el incremento de los precios han venido descendiendo a través del tiempo, desde la introducción del régimen de flotación después de la crisis de 1995.

7. Los Mercados Emergentes Pagan un Alto Precio en Términos de Credibilidad o Volatilidad?

Se han observado varias evidencias que sugieren que los mercados con regímenes flotantes son capaces de flexibilizar sus políticas monetarias y cambiarias cuando su condición doméstica es débil o los *shocks* externos imponen depreciaciones nominales; dichos mercados incluso son capaces de soportar hasta cierto punto los *shocks* externos de tasas de interés. Hasta ahora no hemos examinado el precio que ellos deben pagar por esta flexibilidad.

En primer lugar, ha habido un precio en términos de mayor inflación? La respuesta es generalmente negativa. En años recientes los mercados emergentes con tasa cambiaria flotante han sido capaces de controlar la inflación, en contraste con lo sucedido en los años 70 y 80.

En segundo lugar, los mercados emergentes han sufrido de altas tasas de interés crónica como resultado de falta de credibilidad asociada con la flotación? Se ha encontrado que aún observando sólo períodos de baja inflación, las tasas de interés reales fueron significativamente mayores bajo esquemas de flotación en comparación con esquemas fijos, durante los años 90. Sin embargo, no se ha encontrado diferencias sistemáticas en cuanto a la tasa de crecimiento para distintos regímenes cambiarios. Sería interesante explorar si la credibilidad se incrementa en la medida que los países obtienen experiencia aplicando esquemas de flotación.

Finalmente, la volatilidad del tipo de cambio es excesiva en mercados emergentes con esquemas flotantes? Existe evidencia en las economías avanzadas que mucho de la volatilidad del tipo de cambio no está relacionada con los fundamentos de dichas economías. Asimismo, se ha encontrado que la única variable cuyo comportamiento depende sistemáticamente del régimen cambiario, es la tasa de cambio real, la cual es mucho más flotante en un régimen de flotación. En otras palabras, no hay signos de que la volatilidad asociada con los regímenes de flotación alcance menos volatilidad en otras dimensiones (tales como las tasas de interés). Para

los mercados emergentes, el argumento del “temor a la flotación” sugiere que la volatilidad del tipo de cambio sería menor que en economías avanzadas. En efecto, las intervenciones mediante participación en el mercado de divisas provenientes de las reservas internacionales, y políticas activas en el ámbito de las tasas de interés, son seguramente características de los mercados emergentes, quizás en respuesta a lo que de otra forma sería alta volatilidad. En este sentido, la volatilidad observada en México no ha sido diferente a la observada en países desarrollados con regímenes flotantes, después del período de post-crisis de 1995.

CONCLUSIÓN

Hemos revisado el atractivo de cada extremo del espectro de las políticas cambiarias, la adopción de una moneda común o de una moneda extranjera por una parte, y el régimen cambiario flotante por el otro, y nos hemos preguntado cuál luce mejor para los países de América Latina. Partiendo del concepto de las áreas monetarias óptimas, un alto grado de integración promete grandes beneficios para el comercio y algunos costos en cuanto a la independencia en las políticas monetarias de los países que comparten una moneda común. Una moneda común independiente para América Latina no parece ser especialmente deseable sobre la base de estas consideraciones. Por lo tanto, la opción en el corto plazo está entre la flotación y la dolarización.

También hemos visto que no existe un caso obvio para aplicar la dolarización, si nos basamos en las consideraciones de las áreas monetarias óptimas. No obstante, la dolarización puede ser atractiva para aquellos países con ausencia de credibilidad y donde la dolarización de facto ha alcanzado altos niveles. Siendo así, el candidato ideal para la dolarización sería una economía pequeña, con importantes vínculos comerciales y económicos con los EEUU, con un alto grado de dolarización espontánea, y poca credibilidad en sus autoridades monetarias. Un ejemplo de estos son los países centroamericanos, para los cuales, la clave estará en los beneficios obtenidos de una mayor integración con los EEUU.

Muchos países en Sudamérica tienen problemas de credibilidad pero son economías que pueden beneficiarse de la flexibilidad en el tipo de cambio. Países como Brasil, Chile y Colombia parecen bien preparados para la flotación. Pero es la flotación viable? Los bancos centrales de las economías emergentes no conducen flotaciones puras, en el sentido que en muchos casos intervienen en el mercado cambiario, y regularmente conducen políticas monetarias que se orientan a estabilizar dicho mercado. Qué implica esto? La acción de las políticas, y el comportamiento de las tasas cambiarias y de interés ante *shocks* de diversos tipos, sugiere que las fluctuaciones de las tasas cambiarias juegan un rol estabilizador. Hay una fuerte evidencia que los *shocks* comerciales conducen a convenientes ajustes en la tasa de

cambio, y por consiguiente en los precios relativos, ajustes que serían dolorosos si tuvieran que ser aplicados directamente sobre los precios nominales. Hay alguna evidencia de que los países con tasas de cambio flotantes pueden mantener menores tasas de interés en respuesta a depresión en la actividad doméstica y a una inflación relativamente baja.

Algunos países no calzan fácilmente en ninguno de los extremos. Las estrechas relaciones comerciales de México con los EEUU pueden sugerir un movimiento a una unión monetaria, o talvez a la dolarización. Sin embargo, el modelo canadiense de flotación aunque está fuertemente ligado a los EEUU, parece un modelo exitoso. Argentina no tiene la característica de credibilidad que facilitaría la flotación, y al mismo tiempo los atributos que sugieren que la dolarización tendría sentido. Aunque la flotación es probablemente la opción más viable, el camino por recorrer luce comprometido en cualquiera de los casos.

Si el desempeño bajo regímenes de flotación puede permanecer aceptable en términos de estabilidad de precios, se pueden esperar que en el futuro nuevas ideas incrementen su efectividad. La indexación salarial y las expectativas inflacionarias del pasado pueden desaparecer si los bancos centrales obtienen credibilidad. Las empresas pueden cambiar su estructura financiera para reducir su vulnerabilidad a las fluctuaciones cambiarias, minimizando los efectos en sus balances. Hemos visto un indicativo de tales mejoras de desempeño en el análisis de la experiencia chilena entre 1998 y 2000, y algunas evidencias en el caso de México. En el otro extremo, el aumento de la liberalización comercial y mayor integración con los EEUU, combinado posiblemente con ejemplos positivos de países recientemente dolarizados, pueden hacer también a la dolarización una opción más fácil. En ambos casos, el movimiento hacia los extremos continuará.

BIBLIOGRAFÍA

- BAYOUMI TAMIM Y EICHENGREEN BARRY, One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World, Princeton Studies in International Finance, N° 76, 1994.
- BERG ANDREW, BORENSZTEIN EDUARDO Y MAURO PAOLO, An Evaluation of Monetary Regime for Latin America, Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 178, Santiago de Chile, 2002.
- BERG ANDREW, BORENSZTEIN EDUARDO, MILESI-FERRETTI GIAN MARIA Y PATTILLO CATHERINE, Anticipating Balance of Payments Crises – The Role of Early Warning Systems, IMF Occasional Paper, N° 186, 2000.
- BERG ANDREW Y PATTILLO CATHERINE, Are Currency Crises Predictable?: a Test, IMF Staff Papers, Vol. 46, 1999.
- BOJETIC ZELJKO, Oficial Dollarization: Current Experiences and Issues, Cato Journal, Vol. 20, N° 2, 2000.
- BUDNEVICH CARLOS Y ZAHLER ROBERTO, Integración Financiera y Coordinación Macroeconómica en el Mercosur, Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 52, Santiago de Chile, 1999.
- BRODA CHRISTIAN, terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries, 2000.
- EICHENGREEN BARRY, Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?, Banco Central do Brasil, Working Papers Series 36, 2002.
- HAUSMANN RICARDO, GAVIN MICHAEL, PAGES-SERRA CARMEN, STEIN ERNESTO, Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime, IADB Working Paper, N° 400, 1999.
- JEANNE OLIVIER, Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency, Forthcoming (Research Department, IMF), 2002.
- LAVANGA ROBERTO Y GIAMBIAGI FABIO, Hacia la Creación de una Moneda Común. Una Propuesta de Convergencia Coordinada de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur, 1998.
- SVENSSON LARS, Open-Economy Inflation Targeting, Journal of International Economic, 2000.
- TAYLOR JOHN, Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies, 2000.

ANEXOS

Tabla 1. Tasas de Cambio y Objetivos Monetarios: Suramérica y Centroamérica, 1985-2001.

	1985	1990	1995	2001	Objetivo Monetario (2001)
Suramérica					
Argentina	Intermedio	Flotante	Anclaje	Anclaje	--
Bolivia	Flotante	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Tasa Cambiaria
Brasil	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Flotante	Tasa Inflacionaria
Chile	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Flotante	Tasa Inflacionaria
Colombia	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Flotante	Tasa Inflacionaria
Ecuador	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Anclaje	Tasa Cambiaria
Paraguay	Intermedio	Flotante	Flotante	Flotante	--
Perú	Intermedio	Flotante	Flotante	Flotante	Agreg. Monetarios
Uruguay	Flotante	Intermedio	Intermedio	Intermedio	--
Venezuela	Intermedio	Flotante	Intermedio	Intermedio	Tasa Cambiaria
Centroamérica					
Costa Rica	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Tasa Cambiaria
El Salvador	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Anclaje	Tasa Cambiaria
Guatemala	Intermedio	Flotante	Flotante	Flotante	--
Honduras	Flotante	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Tasa Cambiaria
México	Intermedio	Intermedio	Flotante	Flotante	Agreg. Monetarios
Nicaragua	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Intermedio	Tasa Cambiaria
Panamá	Anclaje	Anclaje	Anclaje	Anclaje	Tasa Cambiaria

Fuente:

Acuerdos y Restricciones Cambiarias, Reportes Anuales, Fondo Monetario Internacional, 1985-2001

Notas:

La clasificación del FMI está basada en reportes emitidos por los propios países. Desde 1998, la clasificación incorpora la visión del equipo del FMI. La data anterior al 2001 en esta tabla ha sido corregida en base a la visión del equipo del FMI. A principios del 2002, Argentina y Venezuela se movieron a un esquema flotante, y a principios de 2003 Venezuela adoptó un esquema anclado. Los esquemas de anclaje incluyen uniones monetarias y tipos de cambio fijos. Los esquemas intermedios incluyen bandas horizontales fijas, bandas deslizantes, y anclajes deslizantes. Los esquemas de flotación incluyen flotaciones manejadas e independientes.

Tabla 2. Integración en Mercados Financieros Globales: Latinoamérica, 1980-1999.

	Mercado Emergente 1/	Control de Capitales 1990-1999 2/	Apertura De Facto 3/		Apertura Comercial	
			1980-1989	1990-1999	1980-1989	1990-1999
Suramérica						
Argentina	Si	1.0	4.0	11.6	7.8	9.5
Bolivia	No	1.7	10.4	9.0	25.9	22.4
Brasil	Si	4.0	4.4	6.4	9.1	9.0
Chile	Si	3.3	13.6	15.6	25.9	29.7
Colombia	Si	3.3	5.0	6.1	14.3	17.9
Ecuador	Si	2.0	10.4	7.0	23.2	28.7
Paraguay	No	1.0	5.4	3.8	23.2	46.6
Perú	Si	0.3	5.4	6.4	11.8	15.0
Uruguay	No	0.3	10.1	7.4	24.1	19.8
Venezuela	Si	1.0	5.2	17.1	22.5	25.7
<i>Mediana</i>		1.3	5.4	7.2	22.9	21.1
<i>Promedio Pond.</i>		1.8	5.2	9.2	12.0	13.4
Centroamérica						
Costa Rica	No	0.3	8.6	6.4	35.9	41.4
El Salvador	No	0.7	3.4	4.1	24.5	27.2
Guatemala	No	1.0	4.4	5.1	18.9	21.6
Honduras	No	2.3	5.7	6.4	29.3	43.6
México	Si	1.0	4.8	8.4	14.7	24.5
Nicaragua	No	0.3	8.4	29.7	26.4	45.9
Panamá	No	0.0	203.2	49.6	34.9	38.1
<i>Mediana</i>		0.7	5.7	6.4	26.4	38.1
<i>Promedio Pond.</i>		1.0	8.0	8.8	16.1	25.4
Mercados Emergentes Asiáticos						
<i>Mediana</i>		1.8	4.3	7.6	24.0	30.5
<i>Promedio Pond.</i>		2.5	3.5	6.9	17.7	24.4
Total Mercados Emergentes						
<i>Mediana</i>		2.0	5.4	8.2	27.1	31.9
<i>Promedio Pond.</i>		2.2	4.5	8.4	19.9	24.1

Fuentes: Corporación Financiera Internacional; Acuerdos y Restricciones Cambiarias, Fondo Monetario Internacional.

1/ Definición de la Corporación Financiera Internacional.

2/ El índice de controles de capital va desde 0 hasta 4 y es la suma de cuatro variables que toman el valor de uno si el país tiene (a) múltiples tasas de cambio, (b) restricciones en cuenta corriente, (c) restricciones en cuenta de capital, (d) procedimientos de exportación engorrosos.

3/ Valor absoluto de entradas y salidas de flujos de activos financieros, como porcentaje del PIB.

Tabla 3. Latinoamérica: Intercambio Comercial, 2000.

	Euro Área	Japón	EEUU	Hemisferio Occidental
Suramérica				
Argentina	20.9	2.4	15.7	0.6
Bolivia	15.8	2.1	16.4	0.0
Brasil	25.9	4.9	23.5	0.5
Chile	21.3	9.3	18.4	0.0
Colombia	15.0	3.1	42.8	0.0
Ecuador	13.6	4.8	34.9	0.2
Paraguay	10.3	1.9	12.9	0.9
Perú	21.0	4.9	28.8	0.1
Uruguay	17.5	1.6	9.2	0.0
Venezuela	8.3	1.4	46.1	6.4
<i>Mediana</i>	16.6	2.7	20.9	0.2
<i>Promedio Pond.</i>	21.5	4.0	24.8	1.0
Centroamérica				
Costa Rica	20.9	3.0	42.4	0.0
El Salvador	10.8	1.5	48.8	0.6
Guatemala	8.5	2.7	44.4	0.4
Honduras	6.0	2.4	62.7	4.2
México	6.1	2.2	80.4	0.2
Nicaragua	9.0	3.5	35.8	0.2
Panamá	11.2	4.8	35.5	9.6
<i>Mediana</i>	9.0	2.7	44.4	0.4
<i>Promedio Pond.</i>	6.7	2.3	76.7	0.4

Fuente:

Dirección de Estadísticas Comerciales, Fondo Monetario Internacional.

Tabla 4. Matriz de Correlación de Residuales del Riesgo-País.

A. Muestra Amplia, 07/01/1998 al 28/11/2001

	Argentina	Brasil	Ecuador	México	Panamá	Perú	Venezuela	Bulgaria	Marruecos	Nigeria	Filipinas	Polonia	Rusia
Argentina	1.00												
Brasil	0.40	1.00											
Ecuador	-0.23	-0.41	1.00										
México	-0.46	-0.02	-0.26	1.00									
Panamá	0.00	0.11	0.13	0.06	1.00								
Perú	-0.01	0.47	-0.30	0.06	0.64	1.00							
Venezuela	0.29	0.34	-0.14	0.21	0.35	0.37	1.00						
Bulgaria	-0.48	-0.06	-0.05	0.50	0.55	0.56	0.35	1.00					
Marruecos	-0.06	0.20	-0.43	0.65	0.39	0.45	0.52	0.68	1.00				
Nigeria	0.07	0.22	0.42	-0.33	0.56	0.43	0.36	0.30	0.03	1.00			
Filipinas	0.22	0.39	-0.22	-0.07	0.62	0.78	0.56	0.45	0.40	0.62	1.00		
Polonia	-0.28	-0.08	0.33	0.35	0.51	0.16	0.29	0.53	0.40	0.54	0.38	1.00	
Rusia	-0.52	-0.29	0.01	0.62	-0.35	-0.31	-0.08	0.08	0.12	-0.44	-0.52	0.09	1.00

B. Muestra Reducida, 06/01/1999 al 03/01/2001

	Argentina	Brasil	Ecuador	México	Panamá	Perú	Venezuela	Bulgaria	Marruecos	Nigeria	Filipinas	Polonia	Rusia
Argentina	1.00												
Brasil	0.61	1.00											
Ecuador	-0.39	-0.28	1.00										
México	0.38	0.57	-0.26	1.00									
Panamá	0.73	0.30	0.01	0.23	1.00								
Perú	0.83	0.61	-0.37	0.25	0.78	1.00							
Venezuela	0.37	0.61	0.11	-0.05	0.35	0.51	1.00						
Bulgaria	0.69	0.37	-0.26	0.21	0.64	0.70	0.35	1.00					
Marruecos	0.74	0.60	-0.52	0.53	0.52	0.75	0.31	0.79	1.00				
Nigeria	0.47	0.42	0.33	0.02	0.53	0.49	0.75	0.57	0.39	1.00			
Filipinas	0.72	0.42	-0.07	-0.03	0.77	0.83	0.69	0.72	0.58	0.74	1.00		
Polonia	0.49	0.32	0.35	0.01	0.59	0.44	0.55	0.59	0.36	0.87	0.70	1.00	
Rusia	-0.69	-0.20	-0.11	-0.21	-0.74	-0.50	-0.19	-0.59	-0.42	-0.47	-0.60	-0.59	1.00

Fuente: JPMorgan

Tabla 5. Matriz de Correlación del Tipo de Cambio a Futuro,
26/07/2000 al 06/02/2002.

	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	India	Corea	Filipinas	Sudáfrica	Tailandia	Turquía
Argentina	1.00										
Brasil	0.90	1.00									
Chile	0.57	0.63	1.00								
México	-0.68	-0.58	-0.34	1.00							
Venezuela	0.79	0.61	0.58	-0.75	1.00						
India	-0.82	-0.73	-0.40	0.51	-0.68	1.00					
Corea	0.92	0.81	0.59	-0.63	0.79	-0.76	1.00				
Filipinas	-0.08	-0.03	0.33	0.30	-0.18	0.33	-0.16	1.00			
Sudáfrica	0.87	0.72	0.52	-0.48	0.75	-0.78	0.92	-0.07	1.00		
Tailandia	0.83	0.76	0.34	-0.39	0.45	-0.67	0.85	-0.08	0.79	1.00	
Turquía	0.65	0.78	0.35	-0.40	0.24	-0.56	0.55	-0.01	0.42	0.67	1.00

Fuente: Bloomberg

Tabla 6. Matriz de Correlación de Probabilidades Estimadas de una Crisis del Tipo de Cambio.

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay	Venezuela	Chipre	Egipto	India	Indonesia	Israel	Corea	Malasia	Pakistán
Argentina	1.00															
Brasil	0.03	1.00														
Chile	0.21	0.17	1.00													
Colombia	0.14	0.19	0.65	1.00												
México	-0.22	-0.30	-0.44	-0.24	1.00											
Perú	0.01	0.41	-0.10	-0.26	-0.30	1.00										
Uruguay	0.02	-0.15	-0.07	0.33	0.39	-0.35	1.00									
Venezuela	0.08	-0.21	0.26	0.14	-0.11	-0.13	-0.34	1.00								
Chipre	0.17	-0.09	0.14	0.53	0.07	-0.15	0.58	-0.21	1.00							
Egipto	0.03	0.13	0.25	-0.04	-0.26	0.13	-0.68	0.68	-0.56	1.00						
India	-0.15	0.36	-0.28	-0.39	-0.20	0.64	-0.62	0.14	-0.49	0.43	1.00					
Indonesia	-0.11	0.12	-0.10	0.33	0.10	-0.08	0.54	-0.41	0.42	-0.44	-0.16	1.00				
Israel	-0.29	-0.08	-0.48	-0.28	0.15	0.43	-0.09	-0.03	-0.01	-0.01	0.52	0.25	1.00			
Corea	-0.25	0.12	-0.35	0.10	0.08	-0.05	0.57	-0.53	0.33	-0.53	-0.10	0.74	0.26	1.00		
Malasia	-0.01	0.10	0.14	0.57	-0.15	-0.22	0.49	-0.23	0.44	-0.32	-0.34	0.81	0.04	0.66	1.00	
Pakistán	-0.21	0.13	0.03	0.28	-0.23	0.08	0.18	-0.19	0.25	-0.30	0.08	0.47	0.24	0.41	0.53	1.00

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Tabla 7. Latinoamérica: Independencia del Banco Central e Inflación.

	IIBC 1/	1985-95	Inflación	
			1996-2000	2001
Argentina	18.5	193.6	-0.4	-1.5
Perú	17.0	299.0	6.1	-0.1
Chile	16.5	16.2	4.8	2.6
México	16.0	41.3	15.7	4.4
Colombia	15.0	24.9	14.4	9.0
Bolivia	13.5	24.6	4.8	0.9
Honduras	13.0	14.4	14.7	8.8
Costa Rica	12.5	18.0	11.3	10.6
Uruguay	12.5	68.5	10.8	3.5
Brasil	12.0	700.9	6.0	7.6
Paraguay	10.5	22.6	8.2	8.4
Venezuela	9.5	40.6	35.4	12.3
R. Dominicana	7.0			
Guatemala	7.0	17.4	6.8	9.2

1/ Índice de Independencia del Banco Central. Fuente: Jacome (2001). Máximo valor (más independiente) es 19.

Tabla 8. Latinoamérica: Depósitos en Moneda Extranjera como Porcentaje del Total.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Suramérica									
Argentina	50.7	52.9	55.7	57.3	57.6	56.3	58.4	61.9	64.7
Bolivia				92.6	92.2	92.2	92.1	92.8	92.5
Chile		8.6 (92-95)			4.3	3.7	6.9	10.5	12.5
Ecuador	7.0	8.7	11.8	17.8	24.8	32.0	46.4	39.9	
Paraguay	42.3	49.5	46.1	40.1	44.6	51.0	59.4	63.7	
Perú						72.0	74.7	77.1	78.2
Uruguay		81.4	82.0	82.5	83.7	83.9	84.2		
Centroamérica									
Costa Rica	41.8	38.3	40.9	41.6	43.2	44.5	45.7		
El Salvador		4.4	5.5	5.9	7.0	8.0	8.2		
Honduras			15.3	20.8	26.9	24.6	23.2		
México		4.3	7.6	8.8	10.5	3.8	4.0	4.6	4.9
Nicaragua	50.1	59.1	59.7	65.4	69.1	68.4	71.7	70.3	72.8

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Nota (países no listados): Brasil y Guatemala no permiten depósitos en moneda extranjera. Venezuela y Colombia tienen depósitos insignificantes en moneda extranjera. Panamá está dolarizada.

Tabla 9. Latinoamérica: Costo Estimado de Reemplazo de la Moneda por Dolarización, 1991-1997.

	Período	Costo de Inventario / PIB	Costo de Flujo / PIB
Argentina	1991-96	3.7	0.5
Brasil	1994-96	2.1	1.3
Bolivia	1991-97	4.6	1.4
Ecuador	1992-97	12.2	7.4
El Salvador	1991-96	4.1	2.3
México	1991-97	3.3	0.8
Perú	1991-97	2.1	2.5
<i>Promedio</i>		4.6	2.3

Figura 1. Latinoamérica: Depósitos Privados en el Extranjero, 1983-2001 (MM US\$).

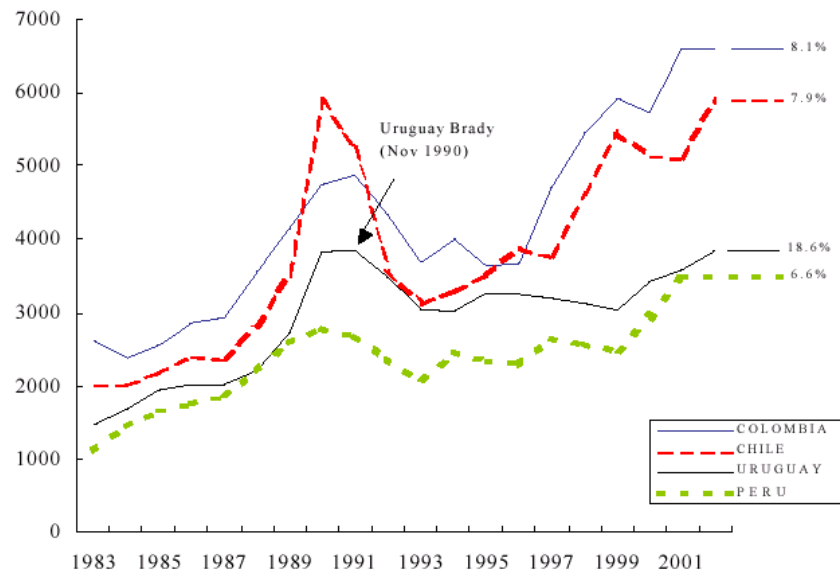
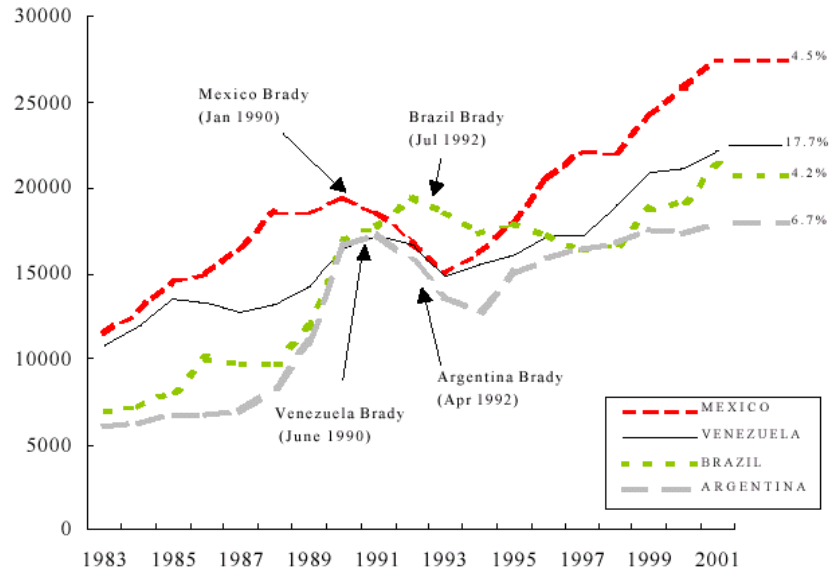
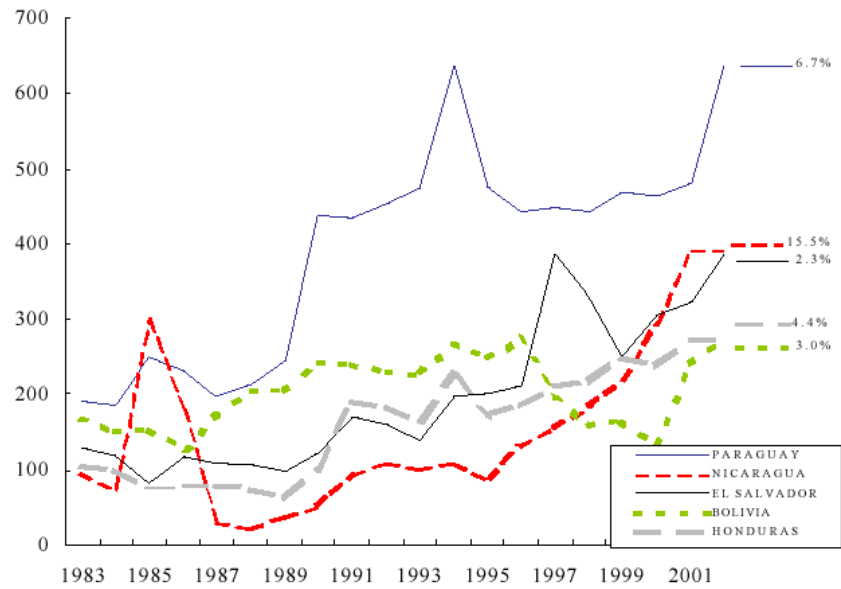
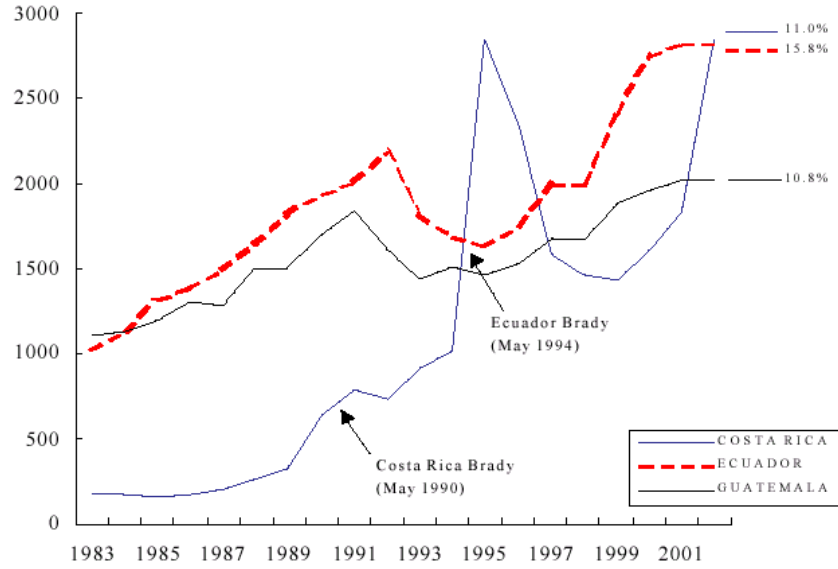


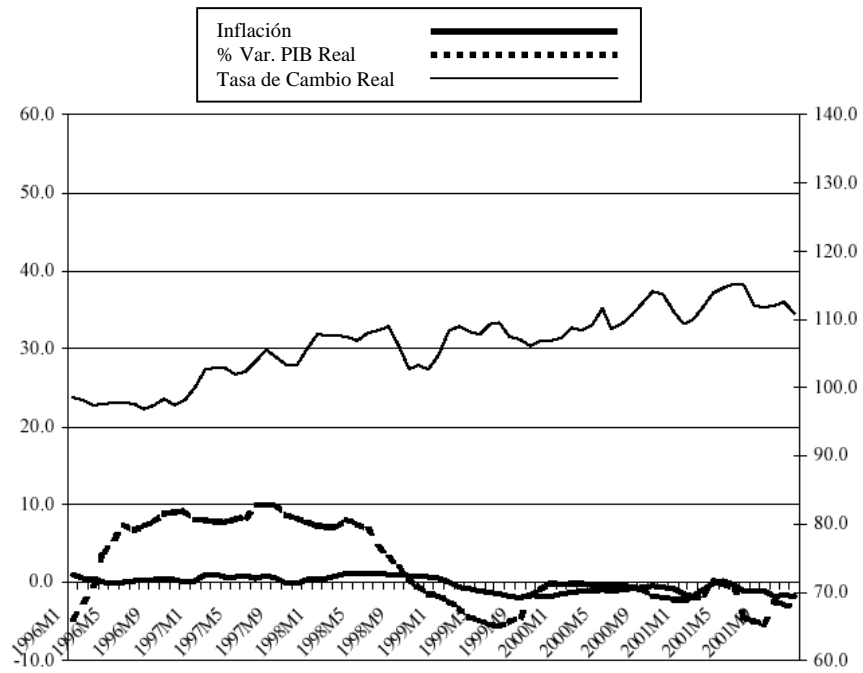
Figura 1 (Continuación).



Fuente: Base de datos del Banco de Acuerdos Internacionales.

Nota: las etiquetas de la izquierda muestran la proporción de la deuda en el 2001 en relación al PIB.

Figura 2a. Argentina
Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real



Tasas de Interés y Tasas de Cambio

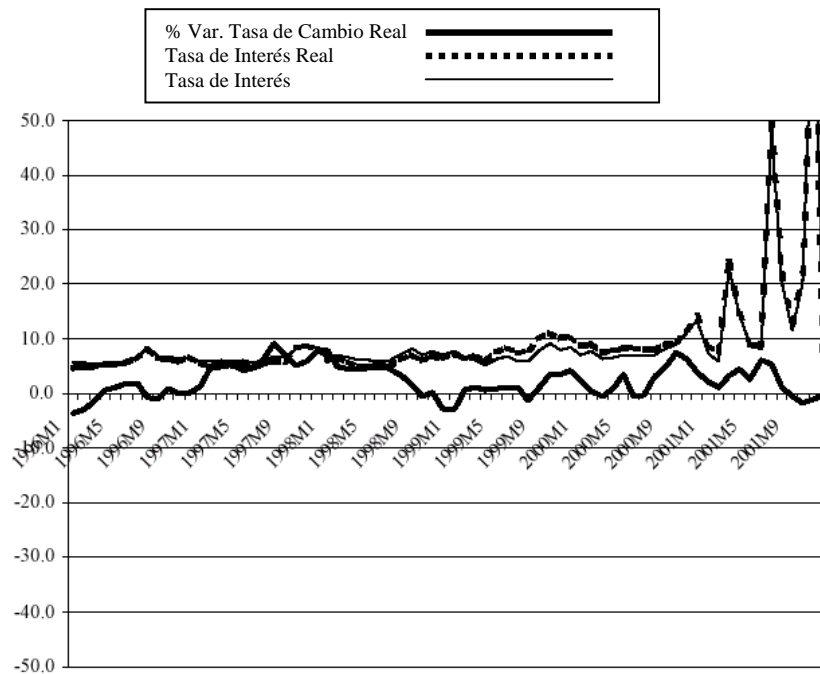
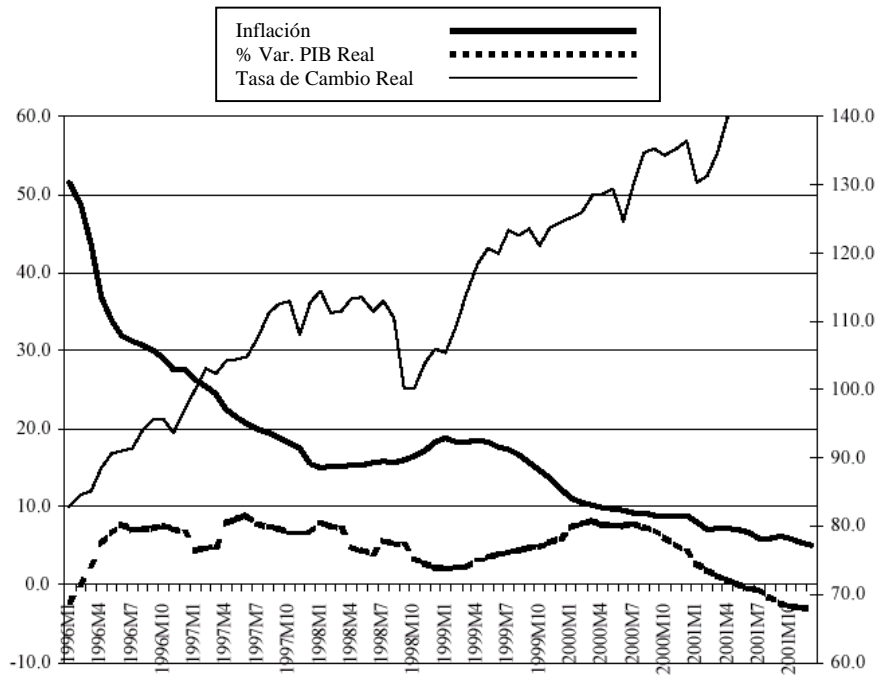


Figura 2b. México
Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real



Tasas de Interés y Tasas de Cambio

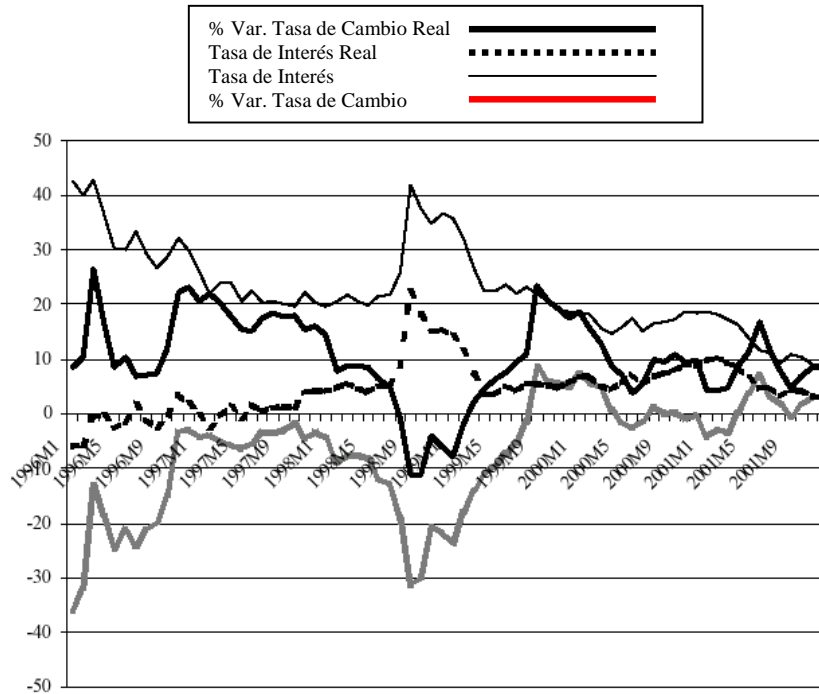
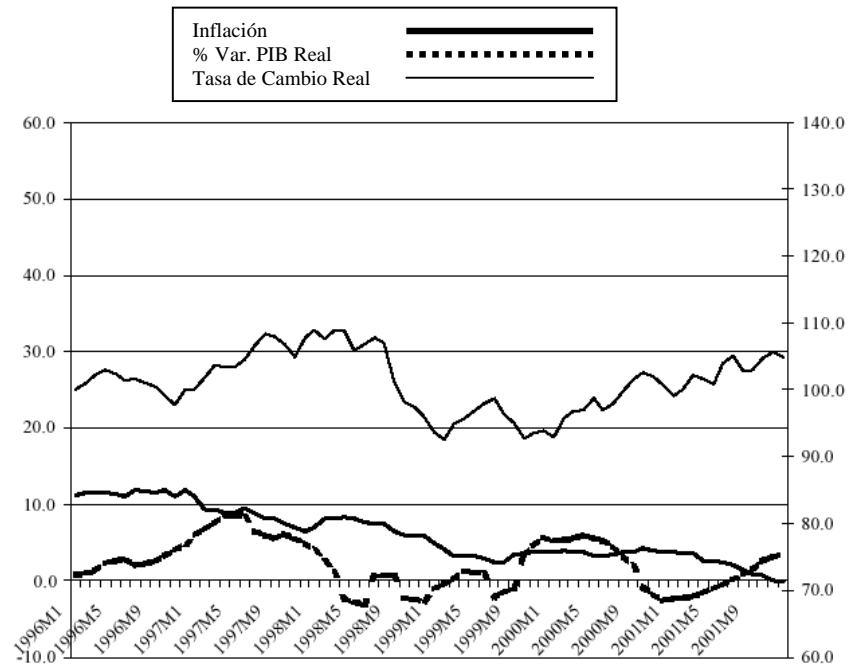


Figura 2c. Perú
Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real



Tasas de Interés y Tasas de Cambio

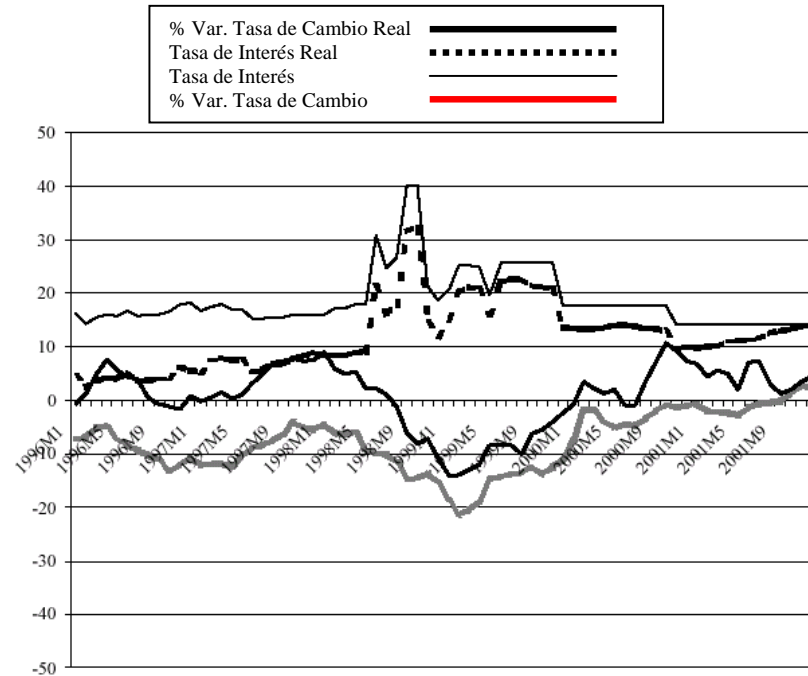
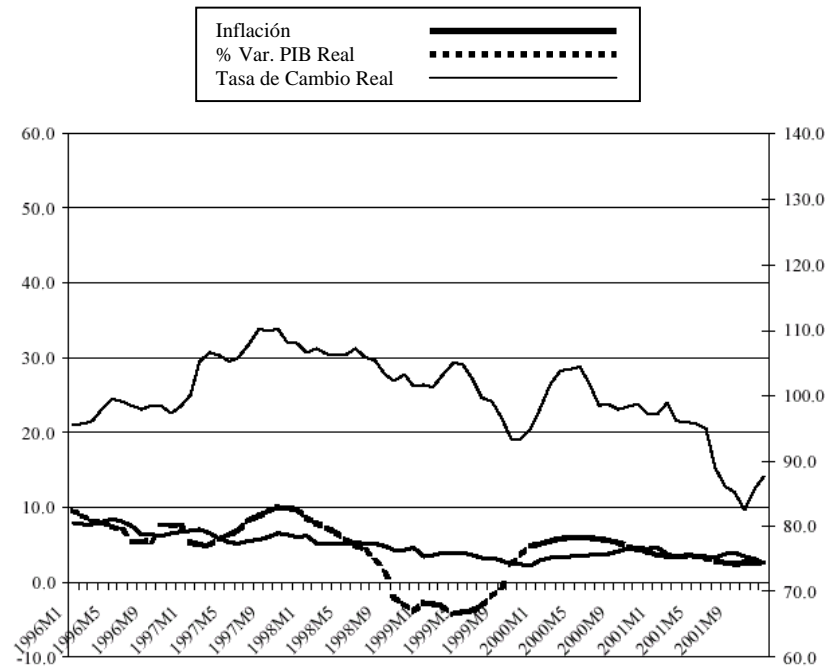


Figura 2d. Chile
Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real



Tasas de Interés y Tasas de Cambio

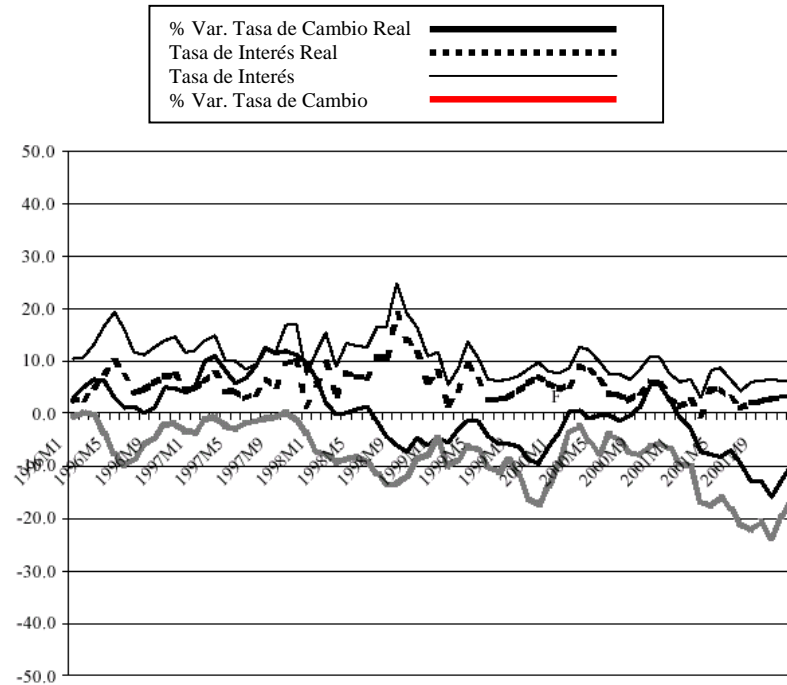
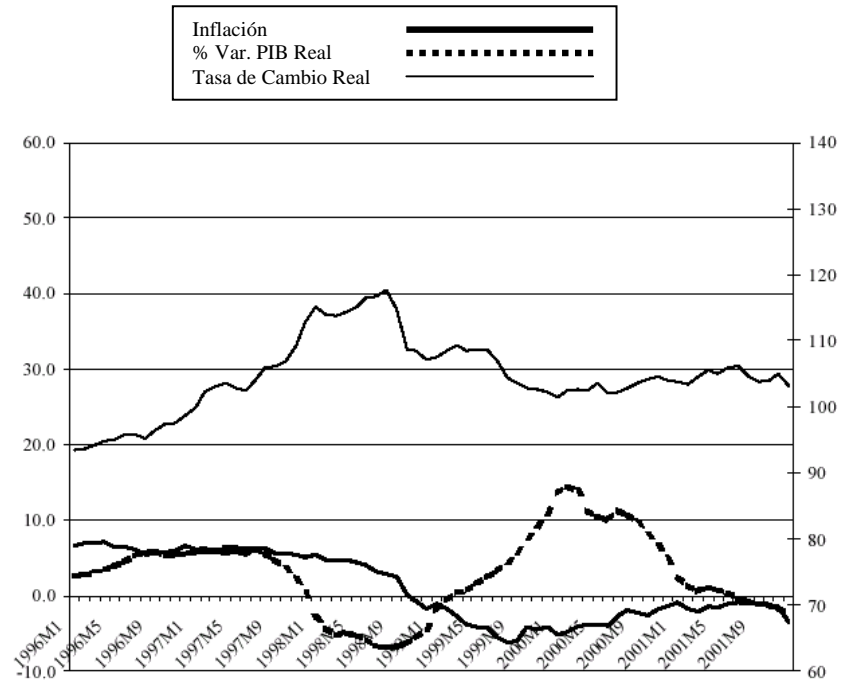


Figura 2e. Hong Kong
Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real



Tasas de Interés y Tasas de Cambio

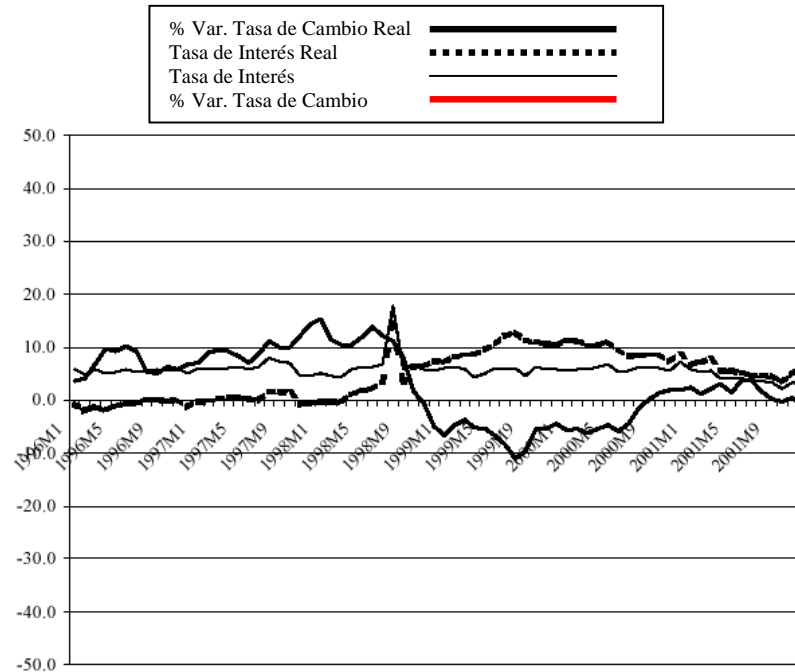
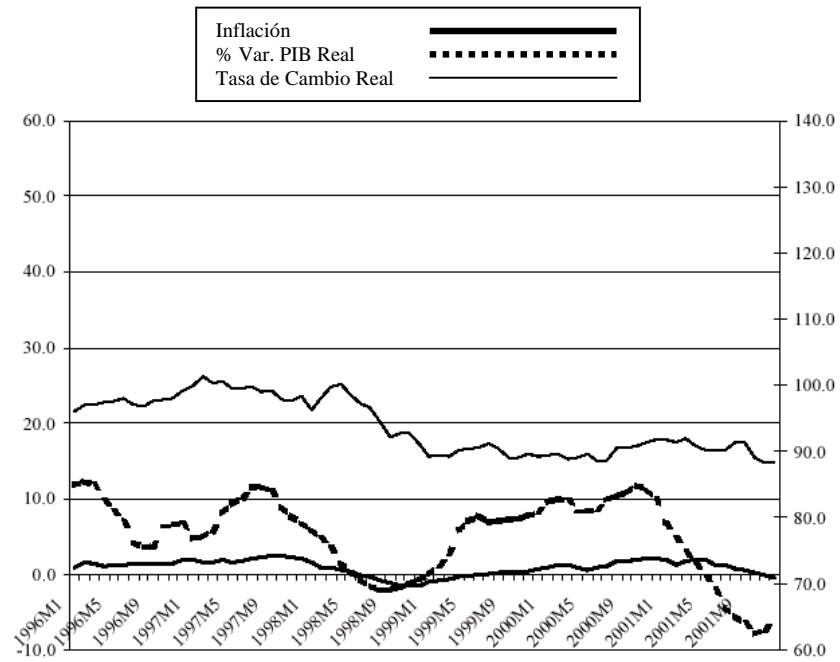
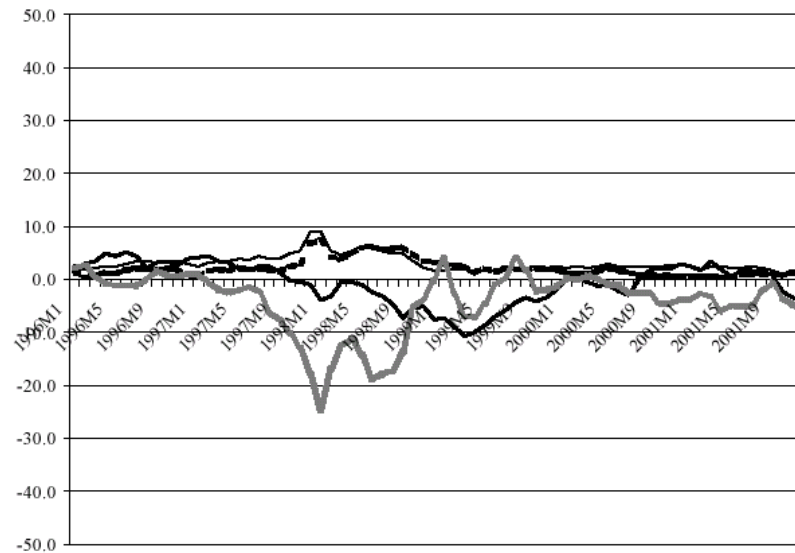


Figura 2f. Singapur
Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real



Tasas de Interés y Tasas de Cambio



INDICE GENERAL

INTRODUCCIÓN	2
<i>Capítulo I: EVOLUCIÓN DE LOS REGIMENES CAMBIARIOS EN AMÉRICA LATINA: OPCIONES Y RAZONES</i>	<i>5</i>
<i>Capítulo II: UNA MONEDA COMUN PARA AMERICA LATINA?.....</i>	<i>7</i>
1. Beneficios y Costos de una Unión Monetaria	7
2. Consideraciones Reales del Área Monetaria Óptima (AMO)	9
2.1. Patrones de Comercio.....	9
2.2. Comovimiento de las Variables Económicas	9
3. Consideraciones Financieras del Área Monetaria Óptima	10
4. Consideraciones Políticas e Institucionales	11
5. Reúne el Mercosur las Condiciones para una Unión Monetaria?.....	13
6. Banda Cambiaria Intraregional.....	15
<i>Capítulo III: DOLARIZACIÓN UNILATERAL.....</i>	<i>18</i>
1. Credibilidad Monetaria	18
2. Dolarización Espontánea	20
3. Ventajas de la Integración.....	22
4. Pérdida del Señoreaje.....	23
5. Otros Costos de la Dolarización	24
6. La Experiencia de Panamá.....	26
6.1. Sistema Monetario.....	26
6.2. Rol de los Bancos Extranjeros.....	26
6.3. Desempeño Macroeconómico	27
6.4. Prestamista de Último recurso.....	27
6.5. Los Mecanismos de Pagos.....	27

6.6. La Naturaleza de los Principales <i>Shocks</i> y Ajustes Económicos.....	28
6.7. <i>Spreads</i> Soberanos, Tasas de Interés, y Disponibilidad de Créditos a Largo Plazo.....	28
6.8. Tasas de Interés	29
6.9. Compartición del Señoreaje.....	29
7. Otros Experiencias de Dolarización	29
7.1. Ecuador	30
7.2. Argentina	30
7.3. Brasil.....	31
7.4. El Salvador	32
7.5. México	32
7.6. Perú.....	32
7.7. Los Países del Caribe.....	33
8. Síntesis de los Aspectos Planteados.....	33
<i>Capítulo IV: TASA DE CAMBIO FLOTANTES</i>	34
1. Historias	35
2. Un Punto de Comparación para las Políticas Monetarias.....	37
3. La Regla de Taylor	38
4. <i>Shocks</i> en Términos Comerciales	38
5. <i>Shocks</i> Externos en las Tasas de Interés	40
6. Consecuencias Inflacionarias de la Depreciación.....	41
7. Los Mercados Emergentes Pagan un Alto Precio en Términos de Credibilidad o Volatilidad?.....	42
CONCLUSIÓN.....	44
BIBLIOGRAFÍA	46
ANEXOS	47
Tabla 1. Tasas de Cambio y Objetivos Monetarios: Suramérica y Centroamérica, 1985-2001.....	48
Tabla 2. Integración en Mercados Financieros Globales: Latinoamérica, 1980-1999	49

Tabla 3. Latinoamérica: Intercambio Comercial, 2000	50
Tabla 4. Matriz de Correlación de Residuales del Riesgo-País.....	51
Tabla 5. Matriz de Correlación del Tipo de Cambio a Futuro, 26/07/2000 al 06/02/2002	52
Tabla 6. Matriz de Correlación de Probabilidades Estimadas de una Crisis del Tipo de Cambio.....	52
Tabla 7. Latinoamérica: Independencia del Banco Central e Inflación.....	53
Tabla 8. Latinoamérica: Depósitos en Moneda Extranjera como Porcentaje del Total	53
Tabla 9. Latinoamérica: Costo Estimado de Reemplazo de la Moneda por Dolarización, 1991-1997	54
Figura 1. Latinoamérica: Depósitos Privados en el Extranjero,1983-2001 (MM US\$).....	55
Figura 2a. Argentina. Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real / Tasas de Interés y Tasa de Cambio.....	57
Figura 2b. México. Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real / Tasas de Interés y Tasa de Cambio.....	58
Figura 2c. Perú. Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real / Tasas de Interés y Tasa de Cambio.....	59
Figura 2d. Chile. Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real / Tasas de Interés y Tasa de Cambio.....	60
Figura 2e. Hong Kong. Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real / Tasas de Interés y Tasa de Cambio.....	61
Figura 2f. Singapur. Inflación, Producción, y Tasa de Cambio Real / Tasas de Interés y Tasa de Cambio.....	62
 INDICE GENERAL	 63