

The background of the page is a vibrant blue gradient. Scattered throughout this background are numerous white banknotes, some of which have yellow accents, appearing to be falling or floating in the air. The banknotes are slightly blurred, giving a sense of motion.

Opciones de régimen monetario para América Latina

¿Serviría una moneda común o la solución es un régimen de tipos de cambio flotantes?

Andrew Berg, Eduardo Borensztein y Paolo Mauro

MUCHOS GOBIERNOS se preguntan qué régimen cambiario y monetario debería adoptar un país, particularmente en América Latina, donde muchas de las soluciones ya ensayadas están perdiendo atractivo. En los años ochenta se popularizaron los regímenes intermedios como los tipos de cambio fijos pero flexibles, los tipos de cambio móviles, y las bandas cambiarias móviles. Hoy, esas opciones se están descartando cada vez más, sobre todo en los países de mercado emergente con apertura financiera, que han encontrado que los regímenes intermedios son propensos a las crisis. Las innovaciones resultantes han dado lugar a experiencias sumamente esclarecedoras al respecto.

La pérdida de popularidad de los regímenes intermedios también obedece a la caída de la inflación mundial. Los tipos de cambio fijos (incluidos los regímenes de caja de conversión) en muchos casos sirvieron para contener la inflación, en especial la hiperinflación. Para los países que deseaban conservar cierta flexibilidad cambiaria, los regímenes inter-

medios tenían por objeto frenar las expectativas devaluatorias e inflacionarias mediante bandas y vínculos cambiarios e impedir la pérdida gradual de competitividad dejando “deslizar” la paridad. Ahora que en términos generales la inflación está bajo control en la región, esos regímenes intermedios no parecen tan necesarios.

En la última década, la mayoría de los países de América Latina han pasado de los regímenes intermedios a un régimen de flotación o bien a regímenes rígidamente fijos como la caja de conversión o la dolarización (véase el cuadro 1). Ecuador y El Salvador han adoptado el dólar de EE.UU. como moneda de curso legal. Chile instrumentó una salida gradual y ordenada de un régimen intermedio a la flotación. En otros casos, los cambios se produjeron en medio de situaciones de crisis. Brasil, México y Venezuela adoptaron la flotación bajo fuertes ataques especulativos en contra de sus monedas. A comienzos de 2002, la convertibilidad argentina colapsó, después de 11 años de vigencia, en medio de una aguda crisis financiera. Luego de su caída inicial, la paridad se ha mante-

Cuadro 1

¿Más flotación?

Los países de América Latina han avanzado cada vez más hacia los regímenes de tipo de cambio flotante.

	1985	2002	Metas que tuvieron influencia en 2002
América del Sur			
Argentina	Intermedio	Flotación	—
Bolivia	Flotación	Intermedio	Tipo de cambio
Brasil	Intermedio	Flotación	Tasa de inflación
Chile	Intermedio	Flotación	Tasa de inflación
Colombia	Intermedio	Flotación	Tasa de inflación
Ecuador	Intermedio	Régimen rígido	Tipo de cambio
Paraguay	Intermedio	Flotación	—
Perú	Intermedio	Flotación	Agregado monetario
Uruguay	Flotación	Flotación	Agregado monetario
Venezuela	Intermedio	Flotación	—
México y América Central			
Costa Rica	Intermedio	Intermedio	Tipo de cambio
El Salvador	Intermedio	Régimen rígido	Tipo de cambio
Guatemala	Intermedio	Flotación	—
Honduras	Flotación	Intermedio	Tipo de cambio
México	Intermedio	Flotación	Tasa de inflación
Nicaragua	Intermedio	Intermedio	Tipo de cambio
Panamá	Régimen rígido	Régimen rígido	Tipo de cambio

Fuente: FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, 1985–2002.

Nota: La clasificación oficial del FMI se basa en las opiniones del personal técnico de la institución en aquellos casos en que el régimen de facto difiere claramente del régimen formal declarado por los países. Los regímenes de tipo de cambio fijo rígidos comprenden los regímenes sin una moneda nacional de curso legal, las uniones cambiarias y los regímenes de caja de conversión. Los regímenes intermedios comprenden los tipos de cambio fijos dentro de bandas horizontales, los regímenes convencionales de tipo de cambio fijo, los tipos de cambio móviles y las bandas de fluctuación. Los regímenes de flotación incluyen la flotación dirigida y la independiente.

nido razonablemente estable, y recientemente el Banco Central de Argentina anunció su intención de aplicar hacia un tipo de cambio flotante con metas de inflación establecidas. Cabe entonces preguntarnos cuál es la mejor solución. ¿A los países de América Latina les conviene un tipo de cambio flotante, o deberían considerar otras alternativas, como la dolarización o una moneda común para la región?

¿Funcionaría una moneda común?

La ventaja de una moneda supranacional reside en que fortalecería la credibilidad monetaria, la estabilidad financiera y la integración económica. Los países latinoamericanos podrían formar una unión monetaria independiente, similar a la Unión Monetaria y Económica europea (UME). Otra opción sería que todos ellos adopten el dólar de EE.UU. La conveniencia de cualquiera de estas dos alternativas dependerá de la estructura del comercio, los ciclos económicos de los distintos países, factores financieros y consideraciones político-institucionales.

Estructura del comercio. Los países con un gran intercambio recíproco se beneficiarían más con la reducción de los costos de transacción y de la incertidumbre que generaría una moneda común. Los países de América Latina están menos abiertos al comercio internacional que otros con un nivel similar de desarrollo económico, y el comercio intrarregional es menor que el de otras regiones como la UME. Tienen una

estructura de intercambio muy diversificada, sin ningún socio comercial dominante: en muchos casos, la proporción del comercio con Estados Unidos no es mayor, o bien es levemente mayor, que con Europa. México, donde el intercambio comercial con Estados Unidos representa el 80% del total, constituye una notable excepción.

Correlaciones de desarrollo económico. Si los países presentan a menudo condiciones económicas similares, tienden a requerir políticas monetarias similares, en cuyo caso la limitación impuesta por una moneda común no es onerosa. Los países de América Latina no tienen ciclos económicos muy similares. En la región, las correlaciones de crecimiento económico entre pares de países son comúnmente menores que en Europa occidental, aunque algo mayores que en Asia oriental. Sus correlaciones con el crecimiento de Estados Unidos son generalmente positivas y a menudo significativas, pero esto también se da en los países de Asia oriental y más aún en los de Europa occidental.

Consideraciones financieras. Según una opinión generalizada, los mercados financieros tienden a tratar a los países de América Latina como un solo bloque. Si éstos últimos sufrieran frecuentes e intensas conmociones financieras comunes (como una repentina pérdida de interés en sus activos financieros, independientemente de los fundamentos económicos), una política monetaria común les serviría a todos.

Consideraciones político-institucionales. La experiencia de Europa ilustra la necesidad de un compromiso político con la moneda común y el tiempo requerido para desarrollar instituciones comunes que sustenten los ajustes a las consiguientes presiones económicas y políticas. Los países de América Latina aún no han hecho inversiones comparables en instituciones comunes. Además, los países de la UME presentan niveles similares de desarrollo económico y financiero, hecho que facilitó el establecimiento de la unión sin generar presiones a favor de transferencias fiscales masivas o migraciones en una escala socialmente insostenible. Dadas las importantes diferencias en el nivel de desarrollo dentro de América Latina, establecer una moneda común sería un proceso lento y complicado. Que se requiera una reforma institucional tiene sus ventajas, no obstante. Por ejemplo, es difícil imaginar una moneda común sin que haya firmes garantías de la independencia del banco central.

En las condiciones actuales, la justificación económica de una moneda común independiente en América Latina es débil, pero esto podría revertirse. Por ejemplo, las iniciativas destinadas a aumentar la integración comercial en la región harían más atractiva una moneda común. De todos modos, es improbable que surja una moneda común en América Latina en la próxima década.

Dolarización unilateral

La adopción del dólar de EE.UU. como moneda de curso legal es un método alternativo para “importar” estabilidad y credibilidad monetaria. Ecuador y El Salvador han dolarizado hace poco tiempo, y Panamá ha usado el dólar desde 1904. Por “dolarización” entendemos aquí la adopción oficial de una moneda extranjera como moneda de curso legal, no

Cuadro 2

Dolarización espontánea

Los depósitos en moneda extranjera son importantes en muchos países de América Latina.

(Participación porcentual en los depósitos totales, 2000)

América del Sur	
Argentina	64,7
Bolivia	92,5
Chile	12,5
Ecuador	39,9
Paraguay	63,6
Perú	78,2
Uruguay	84,2
México y América Central	
Costa Rica	45,7
El Salvador	8,2
Honduras	23,2
México	4,9
Nicaragua	72,8

Fuentes: Country Reports del FMI y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos corresponden a 2000 o a la última observación disponible. Brasil y Guatemala no figuran porque no permiten depósitos en moneda extranjera. Colombia y Venezuela tienen un nivel insignificante de depósitos en moneda extranjera. Panamá está dolarizada desde hace muchos años. Los datos de Ecuador y El Salvador son anteriores a la dolarización total.

una dolarización informal o de facto en la cual una moneda extranjera circula simultáneamente con la moneda local y se pueden constituir cuentas bancarias u otros activos financieros en esa moneda.

Por ser unilateral, la dolarización no exige un largo proceso de armado de instituciones comunes y logro de consensos, aunque impide a los países de América Latina dolarizados tener injerencia en la política monetaria de Estados Unidos o, lo que es más importante, beneficiarse con la supervisión —y el respaldo— del sistema financiero local por parte de la Reserva Federal. Naturalmente, el país que adopta el dólar renuncia a la posibilidad de establecer su propia política monetaria y a los beneficios del señoraje que obtiene su banco central al emitir dinero.

Para muchos países, el principal rédito de dolarizar consistiría en neutralizar la poca credibilidad de sus instituciones monetarias, probablemente causada por un historial de incumplimiento de las paridades cambiarias fijas, de financiamiento monetario del déficit fiscal o del sistema bancario, y de alta inflación. Una baja credibilidad dificulta el funcionamiento de todos los regímenes cambiarios. Los tipos de cambio fijos o los regímenes intermedios llevan a altas tasas de interés, que perjudican la inversión privada y comprometen la viabilidad fiscal, y los tipos de cambio flotantes sufren alta volatilidad y episodios de corrección excesiva.

Si bien se observa un evidente fortalecimiento de la administración monetaria en América Latina, crear credibilidad suele llevar años. La falta de credibilidad monetaria se pone en evidencia cuando la población busca tener sus ahorros en dólares de EE.UU., no en la moneda local, ya sea mediante una fuga de capitales o manteniendo una parte importante de los activos monetarios domésticos (depósitos bancarios y efectivo) en moneda extranjera, una suerte de dolarización

“espontánea”. El nivel de depósitos en moneda extranjera es importante en muchos países de América Latina, particularmente en Bolivia, Perú y Uruguay (véase el cuadro 2). Si hay un alto grado de dolarización espontánea, las grandes fluctuaciones cambiarias pueden provocar una crisis financiera y quiebras en gran escala entre las empresas que contrajeron créditos en moneda extranjera.

Los países de América Latina que opten por una dolarización unilateral podrían obtener otros beneficios colaterales significativos, como una mayor relación con Estados Unidos en cuanto al comercio, la inversión extranjera directa y la integración de los mercados financieros. Pero, en general, ese régimen quizá sea conveniente solo para países pequeños con lazos estrechos con Estados Unidos, un alto grado de dolarización espontánea, y baja credibilidad de sus bancos centrales, como sería el caso de México y los países de América Central.

¿Es la flotación la respuesta?

¿Es la flotación cambiaria una opción viable para América Latina? ¿Pueden la flexibilidad cambiaria y una política monetaria independiente lograr objetivos internos de significación, como una mayor estabilidad del producto? ¿O une lo peor de ambos mundos: baja credibilidad y poca discrecionalidad genuina?

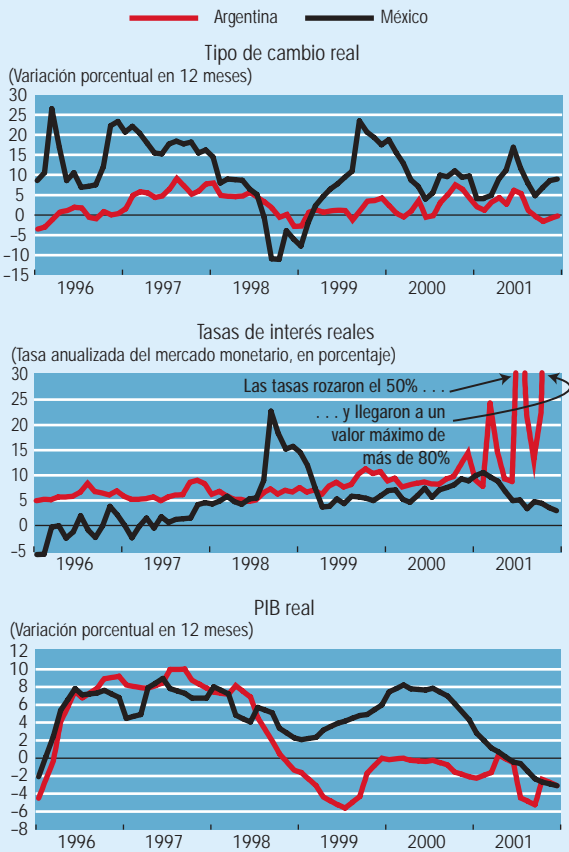
Las recientes experiencias en América Latina y en otras regiones sugieren que la flotación sí permite que los tipos de cambio respondan adecuadamente a las conmociones, aunque a veces la reacción de las tasas de interés también es fuerte. La flexibilidad cambiaria parece haber contribuido a amortiguar las variaciones del producto frente a conmociones desfavorables, y el traspaso a los precios ha sido bastante bajo. Además, la efectividad de los regímenes de flotación cambiaria estaría aumentando gradualmente.

Comparemos, por ejemplo, cómo México y Argentina respondieron a la turbulencia generada por las crisis de Rusia, del fondo de inversión *Long-Term Capital Management* y de Brasil en 1998/1999 (véase el gráfico). En Argentina, cuyo régimen de convertibilidad era todavía creíble, no variaron ni el tipo de cambio ni las tasas de interés, pero la economía entró en una prolongada depresión. En México, en cambio, las tasas de interés treparon, pero el tipo de cambio se debilitó sustancialmente, moderando así los efectos sobre el crecimiento de un contexto externo desfavorable. El crecimiento del PIB en términos reales cayó brevemente pero luego repuntó en 1999, y el tipo de cambio volvió a apreciarse rápidamente. Desde entonces, las tasas de interés han disminuido en forma constante, mitigando parcialmente el impacto de la desaceleración económica de Estados Unidos.

La historia reciente de los regímenes de flotación cambiaria como los de Chile, México y Perú sugiere que con el paso del tiempo pueden resultar más efectivos, al aumentar la credibilidad y afianzarse el sistema. Chile sufrió dos episodios de presiones cambiarias, a fines de 1998 y de 2000. En el primero, las tasas de interés crecieron fuertemente, dentro de un marco monetario con objetivos de inflación y de tipo de cambio (una banda explícita), y la economía entró en una

Comparación de los efectos

La flexibilidad del tipo de cambio amortiguó el impacto de los embates externos en México en 1998/99.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* (varios años) y estimaciones del personal técnico.

aguda recesión. En septiembre de 2000, las autoridades abandonaron la banda por una flotación más libre, y la fuerte depreciación resultante no estuvo acompañada de aumentos de las tasas de interés. No hubo recesión, y la inflación creció solo levemente. Quizá pueda inferirse de esta experiencia que Chile acumuló credibilidad en 1998 y la empleó con éxito en 2000 para dejar que la moneda “flotara sin miedo”.

El creciente éxito de los regímenes de flotación también se ve apoyado por evidencia de orden más sistémico. Mediante estimaciones econométricas de la función de reacción monetaria (cómo ajusta las tasas de interés el banco central frente a cambios en las condiciones económicas) se ha determinado si países con tipos de cambio flotantes pueden elevar y bajar sus tasas de interés en respuesta a un contexto interno cambiante. ¿Bajan los países las tasas cuando la inflación es inferior a la fijada como meta o cuando el desempleo es demasiado alto, o las presiones de los mercados financieros les impiden hacerlo? La evidencia de los pocos países (tales como Chile y Colombia) con una historia suficientemente larga de flotación cambiaria sugiere que han podido adecuar

las tasas de interés para contrarrestar los cambios en las condiciones económicas internas.

Una flotación cambiaria eficaz también debe responder adecuadamente a las conmociones externas. Cuando caen los términos de intercambio, por ejemplo, tiene sentido que la paridad nominal se debilite, facilitando así el ajuste necesario de los precios relativos, como ocurre en los países de mercado emergentes con flotación cambiaria. En una extensa muestra de países en desarrollo que abarca las últimas tres décadas, aquellos con un tipo de cambio fijo que enfrentan conmociones de términos de intercambio negativos solo logran depreciar su paridad en términos reales con un retraso de dos años, sufriendo mientras tanto fuertes caídas del PIB real. En cambio, los países con tipos de cambio flotantes sufren una importante depreciación en términos nominales y reales en el momento del impacto, seguida de algún grado de inflación pero con una caída del producto mucho menor.

La flotación ayuda al ajuste

Una moneda común independiente no parece ser una solución adecuada para América Latina porque falta el grado necesario de integración política y económica. La dolarización puede ser una opción interesante para algunos países chicos. En cambio, muchos otros podrían beneficiarse con la flexibilidad de un régimen de flotación pese a sus serios problemas de credibilidad, en parte porque son relativamente grandes y cerrados y no tienen un único socio comercial dominante. En la práctica, la flotación rara vez es “pura” en los mercados emergentes: las autoridades a menudo intervienen en el mercado cambiario y manejan la política monetaria observando de cerca las presiones de los mercados financieros internacionales. No obstante, al parecer la flotación facilita el ajuste a las conmociones y permite aplicar una política monetaria autónoma. En general, la flotación sería una opción conveniente para varios países de la región, sin grandes costos en términos de pérdida de credibilidad o de una mayor volatilidad.

El éxito de un régimen puede tornarlo cada vez más viable con el tiempo. La dolarización puede promover una mayor integración comercial y financiera con Estados Unidos. Si los regímenes de flotación traen baja inflación y fortalecen la credibilidad, la indexación puede disminuir y las expectativas pueden volverse más optimistas. Las empresas podrían reducir su vulnerabilidad a las fluctuaciones cambiarias modificando su estructura financiera para minimizar sus efectos en el balance, y a su vez puede disminuir el traspaso de esas fluctuaciones al nivel de precios. ■

Andrew Berg es Subjefe de División, Eduardo Borensztein es Jefe de División y Paolo Mauro es Subjefe de División del Departamento de Estudios del FMI. Este artículo se basa en el documento de trabajo de los autores “An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America”, IMF Working Paper 02/211, que puede consultarse, en inglés, en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02211.pdf>.