

EL DEBATE SOBRE SISTEMAS CAMBIARIOS Y LAS RIGIDECES DE LA DOLARIZACIÓN

**Felipe Larraín
y Jeffrey D. Sachs**

Los sistemas cambiarios son hoy objeto de acalorados debates en los países en desarrollo. Esto se debe, en gran medida, a las crisis cambiarias que han experimentado varios países latinoamericanos y asiáticos, seguidas de recesiones y aumentos del desempleo. Como resultado, los tipos de cambio fijo han quedado muy desacreditados, y algunos observadores han llegado a argumentar que los países en desarrollo deberían abandonar sus monedas nacionales para adoptar en su lugar una moneda extranjera fuerte (el dólar norteamericano, o tal vez el euro o el yen, dependiendo de su ubicación geográfica). En este artículo se sostiene que esta conclusión no está avalada y que es incluso temeraria. La dolarización —señalan los autores— es una solución extrema frente a la inestabilidad del mercado, que es aplicable sólo en casos muy limitados. El enfoque opuesto, a saber, un tipo de cambio flexible entre la moneda nacional y el dólar, es un curso de acción mucho más prudente para la mayoría de los países en desarrollo (incluyendo aquellos que han sufrido más en las recientes crisis). Los autores argumentan en este trabajo en favor de un tipo de cambio flexible, a la luz de un análisis de los principales temas conceptuales, la experiencia histórica y desarrollos recientes.

FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN. Profesor Titular Asociado, Harvard University, y Profesor Titular, Universidad Católica de Chile.

JEFFREY D. SACHS. Director del Center for International Development, y Profesor Titular de la cátedra Gallen L. Stone of International Trade, Harvard University.

Durante los últimos cinco años, el lejano tema de los sistemas cambiarios se ha convertido en materia de acalorados debates en los países en desarrollo. Muchos países han sufrido crisis cambiarias —en las que el valor de la moneda nacional se ha desplomado repentinamente con relación al dólar americano—, a menudo seguidas de recesiones y fuertes alzas en el desempleo. Estas crisis de balanza de pagos, de dramático desarrollo en México en 1994, en Indonesia, Corea y Tailandia en 1997, en Rusia en 1998 y en Brasil en 1999, como asimismo en otros países, han llevado a algunos observadores a argumentar que los países en desarrollo deberían abandonar por completo sus monedas nacionales, para adoptar en su lugar el dólar norteamericano (o tal vez el euro o el yen, dependiendo de su ubicación geográfica). En nuestra opinión, esta conclusión no puede avalarse y es incluso temeraria. La dolarización es una solución extrema frente a la inestabilidad del mercado, que se puede aplicar únicamente en casos muy limitados. El enfoque opuesto —un tipo de cambio flexible entre la moneda nacional y el dólar— es un plan de acción mucho más prudente para la mayoría de los países en desarrollo, incluyendo aquellos que más han sufrido en las recientes crisis.

El análisis serio de los tipos de cambio no es sencillo, ya que involucra problemas sutiles de ‘equilibrio general’. Este término significa que no basta con preguntarse de qué manera un tipo de cambio fijo o flotante afecta un negocio en particular. Debemos más bien comprender cómo el sistema cambiario afecta las interconexiones en la economía en su conjunto. Desde el punto de vista de un negocio individual, un tipo de cambio estable entre una moneda nacional (a la que llamaremos peso a modo de ilustración) y el dólar norteamericano puede parecer sumamente atractivo, ya que disminuye la inseguridad y tal vez el costo de los negocios. Pero el costo indirecto a la economía puede llegar a ser muy elevado si el banco central subordina su política monetaria a la meta de mantener el peso estable en relación con el dólar (o aún más, si el banco central abandona del todo la política monetaria, adoptando el dólar americano y desechando el peso).

La operación de los tipos de cambio fijos y flexibles

El punto de partida es comprender la operatoria básica de un tipo de cambio fijo frente a uno flexible¹. Un tipo de cambio fijo entre el peso y el

¹ Sobre nuestro tratamiento de los principales problemas, véase nuestro libro de texto favorito (!), Sachs y Larraín (1993), *Macroeconomics in the global economy* (1993), capítulos 10, 13 y 14.

dólar, digamos a una paridad de uno por uno como en el caso de Argentina desde abril de 1991, es en efecto una promesa del Banco Central de la República Argentina (BCRA) de entregar un dólar norteamericano a cualquier persona que sea dueña de un peso y quiera efectuar el cambio, o entregar un peso a cualquier persona que tenga un dólar y quiera convertirlo en moneda local. En la práctica, naturalmente, el Banco Central no participa de cada transacción. Es más bien un comprador o vendedor de *último recurso*: si existe exceso de demanda de dólares en el mercado de divisas a un tipo de cambio de uno por uno, debe vender pesos y comprar dólares.

Por el contrario, en un sistema de tipo de cambio flexible, el banco central no se compromete a proporcionar dólares o pesos a un precio determinado. Por lo tanto, los flujos de oferta y demanda en el mercado de divisas pueden cambiar el precio del peso en relación con el dólar. Si hay exceso de demanda de dólares, el número de pesos necesario para comprar un dólar ('el costo de la divisa' desde el punto de vista de los dueños de pesos) aumenta. Si hay exceso de demanda de pesos, el costo de la divisa (pesos por dólar) disminuye. Un alza en el precio de las divisas se conoce como una devaluación de la moneda, y una caída en el precio de las divisas es una apreciación de la moneda.

En un sistema de tipo de cambio fijo, el banco central usa sus reservas de divisas para intervenir en el mercado. Si hay una persistente demanda de dólares, el banco central debe vender dólares. Por lo tanto, sus reservas de divisas disminuyen. Si las reservas del banco central caen, y éste no es capaz de asegurar el financiamiento de los mercados privados, tal vez tenga que devaluar el tipo de cambio, aun si se ha comprometido a defender la moneda nacional. De esta manera, un tipo de cambio fijo es realmente una promesa condicionada, y no un compromiso incondicional. Significa que el banco central ocupará sus reservas de divisas para defender la moneda nacional (es decir, para evitar que el tipo de cambio se deprecie), pero lo hará en la medida en que tenga reservas que pueda utilizar para este fin. Si se queda sin reservas, la moneda nacional se derrumbará, ya sea que haya sido fijada o no: el banco central no se puede resistir a las presiones del mercado a menos que tenga divisas como para intervenir en el mercado de moneda extranjera.

Ahora veamos lo que le sucede a un país con un tipo de cambio fijo que aumenta la oferta monetaria doméstica, tal vez para prestarle pesos al gobierno para cubrir un déficit presupuestario, o tal vez para proporcionarle créditos al sistema bancario para que los bancos puedan conceder más préstamos. Los habitantes del país descubrirán que tienen más dólares que

antes, más de los que en realidad desean tener. Querrán entonces convertir algunos de los nuevos pesos en otros activos financieros, incluyendo dólares. Este intento por convertir pesos en dólares pondrá presión en el tipo de cambio, ocasionando un exceso de demanda de dólares. El banco central tendrá que vender reservas de dólares y comprar los pesos excedentes para mantener el tipo de cambio estable como prometió. No obstante, si continúa emitiendo pesos, tendrá que seguir vendiendo reservas de dólares hasta quedarse sin dólares y, a esas alturas, la moneda se devaluará, a pesar de la promesa de un cambio fijo.

La moraleja de este ejemplo es que un país con un tipo de cambio fijo no puede realmente mantener una política monetaria independiente. Si aumenta la oferta de pesos, simplemente tendrá que vender dólares en el mercado para impedir que el peso se devalúe. A medida que venda dólares a cambio de los pesos excedentes no deseados, reducirá la oferta de pesos del público y aumentará sus dólares. Al mismo tiempo, su reserva de dólares disminuirá.

Si se lleva a cabo el mismo experimento (del aumento de la oferta monetaria) en un país con un cambio flexible, el peso, pura y simplemente, se depreciará. El banco central no se desprenderá de sus reservas. El resultado de la expansión monetaria será aumentar el tipo de cambio. Como veremos, esa depreciación de la moneda podrá ser económicamente deseable o indeseable, dependiendo de las circunstancias.

Ya que no es posible una política monetaria independiente a largo plazo con un tipo de cambio fijo, algunos países con cambio fijo no se limitan únicamente a fijar el cambio sino que no permiten ningún aumento en el crédito del banco central al gobierno o al sector bancario. Bajo un sistema de Caja de Compensación (*Currency Board*), como en Argentina, el banco central tiene prohibido extenderle créditos al gobierno o al sector privado. El Banco Central de Argentina aumenta la oferta de pesos únicamente cuando puede intervenir en el mercado de divisas para comprar dólares al tipo de cambio de uno por uno.

Finalmente, es necesario observar que un patrón oro es un esquema de cambio fijo, con la diferencia obvia de que el valor de la divisa se fija en términos de pesos por onza de oro, en vez de pesos por dólar. Sin embargo, se aplican los mismos principios. De todos modos, las expansiones monetarias producen una pérdida de las reservas, pero en este caso reservas de oro en vez de reservas de dólares. Por lo tanto, el patrón oro actuó como una camisa de fuerza monetaria de la misma manera que lo hace hoy en día un dólar fijo.

Las ventajas del tipo de cambio flexible

Hay dos argumentos básicos a favor de un tipo de cambio flexible y dos a favor de un tipo de cambio fijo. En la práctica, elegir uno de los dos significará decidir cuál de ellos es más relevante en las condiciones particulares de un determinado país².

El primer argumento a favor de la flexibilidad es que una devaluación del tipo de cambio (o apreciación) puede servir de amortiguador para una economía. Considérese el caso de un exportador de petróleo, y suponemos que los precios mundiales del petróleo bajan. Esto tendería a causar un aumento en el desempleo en la economía, ya que las entradas por exportaciones disminuirían, lo que a su vez causaría una menor demanda de una amplia gama de productos domésticos. Una solución sería devaluar el peso con respecto al dólar. Esto aumentaría la demanda mundial por las exportaciones del país que no fueran petróleo, para compensar la disminución en las ganancias por concepto de petróleo. Por la misma cantidad de dólares los compradores extranjeros (por ejemplo, de EE.UU.) podrían adquirir una mayor cantidad de pesos y, por lo tanto, aumentarían sus compras de productos del país. Otra solución sería que el tipo de cambio peso-dólar se mantuviera igual, pero que los salarios (calculados en pesos) disminuyeran para que las industrias que no fueran del petróleo pudieran bajar sus precios en los mercados mundiales y aumentar de esta manera su volumen de ventas.

Hace setenta años, en una famosa crítica a Winston Churchill, el gran economista británico John Maynard Keynes señaló que la devaluación de una moneda es una solución mucho más simple al problema que una reducción de los salarios en la economía³. Con sólo cambiar un precio (el número de pesos por dólar), todos los productos de exportación del país repentinamente son más atractivos para los compradores extranjeros. La solución alternativa de reducir los salarios podría requerir de la renegociación de literalmente miles de contratos de salarios por separado. Y dichas renegociaciones seguramente causarían una extrema tensión social e intranquilidad laboral. Cada sindicato individual se resistiría a las bajas salaria-

² Para una discusión de las ventajas y desventajas en el caso de economías en transición a economías de mercado, véase Sachs (1997) y Larraín y Sachs (1999). La vulnerabilidad de los regímenes de cambio fijo en mercados emergentes se estudia en Sachs, Tornell y Velasco (1996). Una reciente y detallada discusión de las ventajas y desventajas de los regímenes de tipo de cambio fijo y flexible la proporcionan Larraín y Sachs (1999) y Larraín y Velasco (2000).

³ J. M. Keynes, "The economic consequences of Mr. Churchill", en sus *Essays in persuasion*.

les, al menos hasta ver que los demás trabajadores están concediendo reducciones en sus salarios. Un período interino de alto desempleo, contracción económica y disturbios sociales sería casi seguro.

El segundo argumento a favor de tipos de cambio flexibles es que tal vez el país tenga necesidad de una expansión monetaria aun si EE.UU. no la necesita. Bajo un sistema de cambio fijo, una expansión monetaria lleva de inmediato a una pérdida de reservas, y a una reversión de la expansión monetaria (ya que el banco central reabsorbe la cantidad extra de pesos del público como contrapartida de la venta de sus reservas de dólares). Un país que vive bajo un tipo de cambio fijo respecto del dólar está, en efecto, haciendo depender su política monetaria únicamente de la política monetaria de EE.UU., y un sistema de tipo de cambio fijo sirve únicamente si la política monetaria norteamericana le es útil a la economía nacional.

Por el contrario, el principal argumento a favor de un tipo de cambio fijo es que no se puede confiar realmente en que la mayoría de los bancos centrales sean capaces de manejar sus propias monedas nacionales. Si se le concede la libertad al banco central de emitir pesos sin preocuparse por las consecuencias del tipo de cambio, éste sencillamente se abocaría a imprimir pesos sin ninguna limitación, financiando un gran déficit presupuestario o proporcionando créditos baratos al sistema bancario. Éstas son medidas populares a corto plazo, pero que redundan en una inflación y una rápida devaluación en el tipo de cambio. Todos los precios, incluyendo el precio del dólar en relación al peso, subirán en forma desmesurada. Desde esta perspectiva, se puede considerar un sistema de tipo de cambio fijo como una *medida disciplinaria*. Obliga al banco central a evitar la emisión excesiva de pesos (ya que eso sólo llevará a una pérdida de reservas). Un país que opera bajo un tipo de cambio fijo se enfrenta a una disciplina de mercado dura: o se mantiene estable el suministro de dinero o se corre el peligro de quedar sin reservas. Una Caja de Compensación es una forma aún más cerrada de disciplina de cambio fijo, ya que ni siquiera se le permite al banco central extender créditos al gobierno o al sector privado.

El segundo argumento en favor de un sistema de cambio fijo es igualmente directo. Sostiene que un tipo de cambio fijo reduce los costos en las transacciones de negocios. No es peligroso cambiar divisas si el tipo de cambio se mantiene estable. A muchos hombres de negocios les agrada la certeza asociada con un tipo de cambio fijo. Sin embargo, no perciben necesariamente dos verdades más sombrías. En primer lugar, el cambio fijo puede desmoronarse, ya que el banco central puede quedar sin reservas. En segundo lugar, si disminuye la demanda del exterior por las exportaciones

del país, el sector empresarial puede experimentar una fuerte caída en su demanda aun cuando el tipo de cambio se mantenga estable. Un tipo de cambio inestable —si compensa los sobresaltos en la economía— puede de hecho producir un ambiente económico general más estable.

No existe una simple respuesta teórica a las relativas ventajas de un tipo de cambio fijo frente a uno flexible. Podemos resumir la situación de la siguiente manera:

- Si el país se ve a menudo afectado por problemas externos, por ejemplo, bruscas fluctuaciones en los precios mundiales de sus productos, y tiene instituciones responsables, es más aconsejable un tipo de cambio flexible.
- Si el banco central o el gobierno es políticamente irresponsable —muy demagogo, o con importantes debilidades institucionales—, un tipo de cambio fijo o, en casos extremos, una Caja de Compensación (*Currency Board*), se hace más atractivo como medida disciplinaria.

Hay otra importante consideración a favor de un tipo de cambio flexible: un tipo de cambio fijo puede colapsar aun si el banco central trata de impedirlo. Si una cantidad importante de personas y empresas tratan de convertir sus pesos a dólares, el banco central con seguridad quedará sin reservas, ya que la existencia de pesos más los depósitos bancarios son casi siempre mucho mayores a las reservas de dólares del banco central. Si los depositantes y los agentes económicos en general tratan masivamente de deshacerse de los pesos y comprar dólares, sólo puede suceder una de dos cosas: o los bancos se quedan sin fondos y no pueden proporcionarles los pesos a las personas que quieren retirar sus fondos o el banco central se irá quedando sin reservas a medida que vende sus dólares. Desde luego, se pueden dar juntos tanto una crisis bancaria como un colapso de la moneda nacional. Esto es, por cierto, lo que ocurrió en muchos países en los últimos tres años.

Es interesante observar que un tipo de cambio fijo puede colapsar incluso existiendo una Caja de Compensación. El Banco Central de Argentina tiene alrededor de US\$25 mil millones en reservas. Esto es más que suficiente para cubrir los pesos en efectivo en circulación. Pero existen unos \$60 mil millones en depósitos bancarios. Si los depositantes decidieran sacar su dinero de los bancos, éstos quedarían sin fondos. Si el Banco Central, bajo circunstancias de emergencia, emitiera pesos a los bancos para permitirles cubrir el retiro de depósitos, súbitamente la existencia de pesos subiría por encima de los niveles de reservas, ocasionando un colap-

so de la moneda. De hecho, este tipo de temor inspiró un pánico de corta duración en 1995, inmediatamente después de la devaluación en México. Afortunadamente, un paquete de préstamo de emergencia a Argentina durante la primavera de 1995 ayudó a terminar con aquel pánico en particular, pero sólo después de que la economía cayera en una aguda recesión.

Cómo se diferencia la dolarización de un tipo de cambio fijo

Si un país abandona su moneda nacional en favor del dólar americano, el resultado se asemeja mucho al tipo de cambio fijo. En primer lugar, naturalmente, ya no existe el 'amortiguador' de la devaluación para neutralizar un shock externo. Cuando bajan los precios del petróleo, para continuar con el ejemplo anterior, la única solución para un país dolarizado exportador de crudo es una reducción en los niveles salariales. Esto con toda probabilidad se convertirá en un asunto largo y complicado, con mucha cesantía transitoria. En segundo lugar, no hay campo para una política monetaria independiente. La política monetaria la determina literalmente en Washington el Federal Reserve Board (el Fed). Esto es bueno si el banco central nacional es muy irresponsable. Es malo, sin embargo, si el país necesita una política monetaria más expansiva que lo que el Fed desea proporcionar. Naturalmente, el Fed elegirá políticas monetarias basándose en las condiciones de EE.UU. y no en las condiciones del país que se dolariza.

Hay sin embargo algunas diferencias importantes, tanto a favor como en contra. Una gran desventaja para la dolarización es su costo. El cambio de peso a dólar involucra substituir el peso en moneda circulante por dólares billetes. ¿Dónde obtiene el banco central los dólares para hacer este canje? Presumiblemente vendiendo sus reservas de divisas extranjeras, por ejemplo, pagarés de la Tesorería de EE.UU., a cambio de dólares en billetes norteamericanos. Los dólares se canjearían entonces por pesos. Por otro lado, el banco central podría generar los dólares tomando un importante préstamo en dólares. Cualquiera de las dos operaciones es cara. El banco central renuncia al pago de intereses de sus reservas de divisas extranjeras, o paga los intereses de su nuevo préstamo. Los costos serán, con toda seguridad, muy altos. En el caso de Argentina, por ejemplo, la moneda circulante es de alrededor de \$15 mil millones. El interés sobre esta suma sería el costo directo de convertir los billetes de peso en dólares norteamericanos. A medida que la economía va creciendo y se necesita una mayor cantidad de dólares, el precio que se deberá seguir pagando anualmente aumenta.

Otra gran desventaja es la ausencia de un prestamista de último recurso para el sector bancario. Supongamos que las personas decidan retirar su dinero de los bancos masivamente, tal vez a causa de un rumor sobre la falta de seguridad del sector bancario. Cuando un país tiene su propia moneda, el banco central puede prestarles a los bancos el dinero necesario para satisfacer el repentino aumento de los retiros de sus depositantes. Los depositantes pueden confiar en que el banco tendrá sus depósitos disponibles para ser retirados: si el banco no tiene suficiente efectivo, pedirá fondos en préstamo del banco central para poder cubrir sus depósitos. Sin embargo, cuando un país se ha dolarizado, ya no existe un banco central nacional que pueda poner dólares a disposición en el caso de un retiro repentino de los depósitos bancarios. Y no hay razones para esperar que el Fed de EE.UU. sea el prestamista de última instancia para los bancos en otro país, incluso si aquel otro país ha adoptado al dólar como moneda.

Una última gran diferencia de la dolarización —tanto una ventaja como una desventaja significativas— estriba en que es (prácticamente) irreversible. Una vez que un país ha abandonado su moneda nacional en favor del dólar, es muy difícil revertir la decisión. Esto es útil para alejar los temores sobre el posible colapso de un tipo de cambio fijo. Es malo, no obstante, si un golpe externo sacude a la economía. Supongamos que el país recibe un severo golpe externo y realmente necesita una devaluación de la moneda. Con un tipo de cambio fijo, esto será posible. El gobierno le informará al público que bajo las circunstancias extremas que enfrenta el país, tendrá que renunciar a su promesa de mantener el tipo de cambio fijo. Sin embargo, si el país ha abandonado su propia moneda, inclusive tal vez no se pueda recurrir a esa medida extrema —que está pensada para casos de extrema emergencia. La dolarización produce certeza —el no tener que preocuparse sobre cambios en el tipo de cambio—, pero la certeza de una camisa de fuerza monetaria sobre la economía.

Las lecciones de la historia favorecen la flexibilidad de la moneda

A pesar de los ardientes alegatos a favor de muchos tipos de cambio fijo e incluso de la dolarización, la historia sugiere que la flexibilidad del tipo de cambio es una propuesta de menor riesgo para la mayoría de los países. Podemos mencionar varias razones para llegar a esa conclusión.

En primer lugar, los tipos de cambio fijo a menudo colapsan a pesar de las férreas determinaciones del banco central de defenderlos. Muchos países en los últimos años han visto que no pueden resistir a las presiones

del mercado cuando éste espera que el tipo de cambio se devalúe. Así, por ejemplo, México en 1994, Tailandia y Corea en 1997 y Rusia y Brasil en 1998-1999 sufrieron un colapso en el tipo de cambio fijo, a pesar de que los gobiernos y bancos centrales se habían comprometido a defender el tipo de cambio hasta el amargo fin de la existencia de sus reservas. La expectativa de un colapso de la moneda se puede convertir en una profecía autocumplida. A medida que se espera una devaluación de la moneda, quienes poseen el dinero convierten sus pesos en dólares, ya que no quieren quedarse con pesos que perderán su valor. La carrera para deshacerse de los pesos es a menudo mayor a las reservas del banco central. Incluso aunque el banco central trate de defender el peso, simplemente no tiene las reservas para hacerlo.

En segundo término, un fracaso en el intento de defender el peso puede ser muy costoso. Si el banco central se queda sin reservas tratando de defender la moneda nacional, ese hecho por sí solo puede significar grandes problemas para la economía. Una vez que se han terminado las reservas de divisas, los bancos extranjeros a menudo huyen del país, ya que saben que no habrá protección si algo sale mal. Si un banco nacional colapsa, por ejemplo, el banco central ya no tendrá los dólares para ayudar a ese banco a cumplir con sus deudas en el extranjero. En México en 1994, o en Tailandia y Corea en 1997, el colapso del tipo de cambio fijo fue seguido de un pánico financiero en el cual los bancos extranjeros exigieron el pago de sus préstamos a gran escala y muy de golpe. No se pudo cumplir con estas exigencias de los bancos extranjeros, lo que a su vez llevó al incumplimiento de los bancos nacionales que habían solicitado préstamos externos⁴.

En tercer lugar, la política monetaria de EE.UU. no es a menudo apropiada para países cuyas monedas están fijadas al dólar. En los últimos años, la economía de EE.UU. ha estado en auge. Con altas tasas de retorno en EE.UU. y el entusiasmo de la revolución de la tecnología informática, ha llegado capital a EE.UU. del resto del mundo, y el dólar americano ha subido en valor con relación al euro y al yen. Por lo tanto, los países en desarrollo con su cambio fijo respecto del dólar (como Tailandia hasta julio de 1997, o Brasil hasta enero de 1999) han visto subir sus propias monedas en relación con el euro y el yen. Pero lo que fue bueno para EE.UU. no fue tan bueno para estas otras economías. Ellas necesitaban una moneda más débil para mantener su competitividad externa. Para mantener su moneda nacional unida al dólar, debieron restringir sus propias políticas monetarias,

⁴ Estos argumentos se estudian con mayor detalle en Radelet y Sachs (1998).

aunque sus condiciones económicas no lo necesitaran. La misma defensa del tipo de cambio fijo respecto del dólar norteamericano contribuyó a la aparición de condiciones recesivas en una gran cantidad de países.

En muchos casos, los países siguieron políticas totalmente contradictorias. Por un lado, mantuvieron el tipo de cambio fijo, pero, por otro lado, se resistieron a mantener las condiciones monetarias necesarias para conservar el cambio estable. Emitieron moneda nacional prometiendo al mismo tiempo un cambio fijo. El resultado era predecible. Fueron quedándose gradualmente sin reservas a medida que quienes poseían dinero convertían sus propias existencias de moneda nacional y bancarias en dólares. Con el tiempo, a medida que se fueron acabando las reservas, también se extinguió la promesa de un cambio fijo. Pero cuando el tipo de cambio finalmente colapsó (como en México en diciembre de 1994 o en Tailandia en julio de 1997) lo hizo en forma estrepitosa. La moneda nacional cayó, y cuando los inversores se dieron cuenta de que los bancos centrales habían gastado sus reservas de divisas, se llegó a un pánico financiero mayor.

Una cuarta razón por la que el tipo de cambio fijo demostró ser peligroso es que muchos mercados emergentes experimentaron bruscas caídas en los precios mundiales de sus exportaciones de productos primarios. Los precios mundiales de los productos básicos se desplomaron, sobre todo, cuando comenzó la crisis financiera asiática en 1997. Los países que vendían petróleo, madera, oro, cobre y muchos otros *commodities* experimentaron una brusca baja en sus entradas. Era necesario una devaluación de sus monedas o una disminución de los niveles salariales. Desde luego, lo primero era más fácil de lograr, pero a menudo se veía bloqueado por compromisos de mantener un tipo de cambio fijo. De esta manera, países exportadores de *commodities* como Argentina y Venezuela, que sufrieron pérdidas en los mercados mundiales, pero cuyas monedas estaban fijas respecto del dólar, terminaron con un brusco aumento de la cesantía y grandes caídas en su producción.

Un quinto punto confirma, en nuestra opinión, el caso práctico contra el tipo de cambio fijo en la mayoría de los países. Un argumento vigoroso ha sido que no se les puede confiar a los bancos centrales tipos de cambio flotantes —que ellos simplemente imprimirán demasiado dinero si se les da la oportunidad. Los tipos de cambio fijos, o incluso la dolarización, pueden ser considerados como el remedio a la falta de responsabilidad crónica e irremediable. No tenemos la intención de defender la santidad de los países en desarrollo o de sus bancos centrales, pero sí observamos que en la práctica son mucho menos irresponsables de lo que a menudo se dice. Países con importantes grados de flexibilidad del tipo de

cambio, como México a partir de 1995, o Chile más recientemente, se han comportado responsablemente, manteniendo el crecimiento del dinero y la inflación bajo control, incluso sin la camisa de fuerza de un tipo de cambio fijo o de la dolarización.

El argumento cobra mayor fuerza si observamos a Australia y Nueva Zelanda, que —al igual que la mayoría de las economías de América Latina— dependen en gran medida de las exportaciones de materias primas. Sus bancos centrales son políticamente independientes y gozan de altos estándares profesionales. Su política monetaria está orientada hacia la estabilidad de precios y los tipos de cambio son flexibles. Cuando estas economías han sufrido grandes caídas en los precios mundiales de los productos básicos que exportan —como después de la crisis asiática—, el tipo de cambio flotante los ha ayudado a absorber el impacto sin grandes daños a la producción y empleo nacional.

Al ir retrocediendo en la historia encontramos más argumentos a favor del tipo de cambio flexible. Los argumentos en contra del tipo de cambio fijo se demostraron claramente hace 70 años con el comienzo de la Gran Depresión bajo el patrón oro, que era prácticamente universal en ese momento. Los países debieron aumentar sus existencias de dinero en 1929-1932 para combatir la creciente depresión, pero debido a que estaban con la camisa de fuerza del oro, muchos países restringieron su política monetaria en vez de liberarla, a pesar del aumento de la cesantía. Sólo a medida que los países fueron dejando el patrón oro en los años 30, pudieron comenzar a recuperarse de la Gran Depresión. Setenta años después, hemos visto a muchos países atados al patrón dólar adoptando políticas extremadamente restrictivas para preservar el tipo de cambio fijo, también al precio de una alta cesantía y una caída en la producción.

¿Se puede justificar la dolarización?

No existe una sola regla para los sistemas de tipo de cambio, ya que hay ventajas y desventajas en cada sistema. La elección apropiada dependerá de las circunstancias nacionales, y no de la pura teoría. ¿Puede tener sentido la dolarización? Sólo bajo las siguientes circunstancias:

- El país está estrechamente relacionado con EE.UU., y no experimenta shocks muy distintos a los que golpean a EE.UU. Bajo estas circunstancias, la política monetaria norteamericana podría también ajustarse a la del otro país. Los exportadores de materias primas

sujetas a bruscos cambios en los precios mundiales para sus exportaciones rara vez se adecuan a este criterio.

- Se trata de una economía muy pequeña, de manera que la mayoría de los precios se fijan en dólares y la mayor parte de los productos usados están en el comercio internacional. De hecho, hay sólo cuatro países independientes que están actualmente dolarizados: Panamá, las islas Marshall, Micronesia y Palau. De éstos, sólo Panamá es de un tamaño significativo (2,7 millones de personas y un PIB de \$8,7 mil millones). Las otras 3 son islas con una población que fluctúa entre los 17.000 y 120.000, y un PIB entre los \$100.000 y \$200.000.
- El país tiene mercados laborales muy flexibles. Si es necesario reducir los salarios nacionales, se puede hacer sin altos niveles de problemas en el mercado laboral, y sin un prolongado período de desempleo.
- No se puede confiar en que el banco central sea capaz de manejar su propia moneda nacional, tal vez porque la política local es demasiado populista, o las exigencias sociales son demasiado altas como para resistir las presiones de los déficit presupuestarios financiados con dinero.

En nuestra opinión, hay muy pocos países que se ajustan a este perfil. Entre ellos no incluimos a México, Argentina o Chile. Estos países tienen economías que dependen en gran medida de los productos básicos. Se enfrentan a problemas muy diferentes a los que sufre EE.UU., y por lo tanto podrían necesitar políticas monetarias bastante distintas a las norteamericanas. Argentina ha estado con un tipo de patrón dólar desde abril de 1991, cuando se fijó la paridad del peso argentino con el dólar. A pesar de algunos logros significativos, en 1995 sufrió una aguda recesión y actualmente está pasando por otra. Necesita una holgura monetaria, pero no lo puede lograr por el cambio fijo. México tuvo cambio fijo hasta diciembre de 1994. Salió de esa situación por una combinación de descalabros económicos y políticas monetarias inconsistentes, que hicieron que se quedara sin reserva de divisas. Desde 1995, ha operado con un sistema de tipo de cambio flotante. En 1999, pudo absorber los impactos de los mercados mundiales con un debilitamiento del peso mexicano en vez de una fuerte restricción de la política monetaria (como en Argentina). El resultado es que México siguió disfrutando de crecimiento económico en 1999 en tanto Argentina se hundió en la recesión.

Al otro lado del mundo, una comparación similar entre Hong Kong y Singapur vuelve a poner de relieve los peligros de un sistema dolarizado. Cuando la crisis asiática golpeó en 1997, tanto Hong Kong como Singapur experimentaron una brusca caída en la demanda de sus exportaciones del resto de la región. Singapur resistió este impacto externo por medio de una devaluación del dólar de Singapur. Hong Kong, por otro lado, mantuvo un tipo de cambio fijo con el dólar americano, con un cambio que se ha mantenido estable desde 1984. Los resultados saltan a la vista. Singapur se escapó de la recesión en 1998 y 1999, en tanto Hong Kong ha experimentado la mayor caída en su producción en los últimos tiempos.

La creciente plausibilidad de las monedas regionales

Puede existir algún término medio ideal para algunos países entre una moneda común —menores costos en las transacciones, administración monetaria despolitizada— y las ventajas de la flexibilidad —un amortiguador para las fluctuaciones externas. Ésta es la regionalización, en vez de la dolarización de las monedas nacionales, como en el caso del euro. Supongamos que países vecinos tienen una estructura económica similar, se enfrentan a los mismos impactos internacionales y hacen muchos negocios en conjunto. En ese caso, podrían realmente desear adoptar una moneda común dentro del vecindario, pero una que se mantuviera flexible en relación a otras monedas importantes como el dólar norteamericano. Ésta fue precisamente la opción hecha por la Comunidad Europea. De inmediato acuden a nuestra mente varias otras regiones apropiadas en el mundo, y dos en especial en América Latina: países del Mercosur en Sudamérica y países de Centroamérica que no sean Panamá (que ya está dolarizado).

Las ventajas de la regionalización de las monedas podrían ser potencialmente muy grandes. En primer lugar, habría una reducción en los costos de las transacciones comerciando dentro de la misma región. En segundo lugar, se crearía un banco central supranacional, administrado por representantes designados por cada uno de los países miembros, lo que sacaría a la política monetaria del ámbito de las presiones políticas nacionales. En tercer lugar, habría un gran ahorro en un esquema de ese tipo comparado con la dolarización. Supongamos que los países de Centroamérica, por ejemplo, adoptaran una moneda común. Ya que ellos serían los emisores del dinero, se podría imprimir a bajo costo y canjearlo por las monedas que ya estuvieran en circulación. Si se dolarizaran, por otro lado, tendrían que vender reservas de dólares pagando intereses, o pedir presta-

dos dólares nuevos con altos intereses, para poder canjear los dólares por las monedas existentes.

No hay duda de que se presentarían muchos obstáculos para la regionalización de las monedas nacionales, lo que podría impedir que se adoptara esta política aun cuando fuera garantizada por realidades económicas subyacentes. Tomemos el caso del Mercosur, por ejemplo. Argentina y Brasil tienen ciertamente un interés en común. La devaluación del real brasileño a comienzos de 1999 sumió a Argentina en una recesión muy profunda. Y sin embargo, Argentina está aparentemente casada con una paridad fija con el dólar norteamericano, si no de hecho una franca dolarización. Brasil es para muchos argentinos un socio monetario poco confiable. El resultado hoy es un real flotante, una Argentina pegada a una sobrevaluación de la moneda, y probablemente muy poco movimiento, ya sea hacia la dolarización o la regionalización de las monedas nacionales. La situación en Centroamérica es similar. Cada país mira con suspicacia a sus vecinos como posibles socios monetarios. Sería necesaria una gran coordinación económica entre los países para prepararse para una moneda nacional, y al menos hasta este punto, no parece haber suficiente movimiento en esa dirección como para que una moneda común sea algo muy probable.

Reduciendo riesgos en los mercados emergentes

El sistema financiero mundial es más bien traicionero en estos días, sobre todo debido a que muchos jugadores aún no han aprendido las reglas de la globalización. Los mercados emergentes se ven vapuleados por grandes fluctuaciones en los precios de sus exportaciones y en los créditos de los bancos internacionales. En algunas ocasiones el dinero entra a raudales en un país y en otras sale de la misma manera. Bajo estas circunstancias, los países deben aprender a manejar los riesgos financieros y un buen sistema de tipo de cambio es parte de un buen manejo de riesgos.

Recomendamos los siguientes tres principios⁵. En primer lugar, excepto en los casos extremos señalados anteriormente, los tipos de cambio flexibles (ya sea a nivel nacional o regional) son un útil amortiguador para los shocks externos. No basta con tener un cambio fijo que funcione bien la ‘mayor parte’ del tiempo. Los países tienen que tener en cuenta eventualidades inesperadas —desastres naturales, colapsos en los precios mundiales, cambios bruscos en los flujos de capitales internacionales— que podrían requerir el papel de ‘amortiguador’ del tipo de cambio.

En segundo lugar, los países deberían estar muy atentos a la relación de la deuda externa de corto plazo con las reservas internacionales. Como lo han demostrado recientes estudios, la mayor parte de los países que han sufrido últimamente crisis en sus monedas tenían mayor deuda a corto plazo que reservas internacionales en la víspera de la crisis. Bajo estas condiciones, es lógico que los inversionistas extranjeros traten de ser los primeros en llegar a la puerta y es probable que ocurra un ataque especulativo contra la moneda. Éste fue el caso en Tailandia, Corea e Indonesia a mediados de 1997, aunque todos estos países habían reducido significativamente la relación por debajo de 1 para fines de 1998. Por el contrario, Taiwán tuvo una relación muy baja de deuda a corto plazo con respecto a las reservas y tampoco tuvo crisis. La relación de Brasil, por otro lado, se acercaba peligrosamente a 1 hacia fines de 1998, unos pocos días antes de que se desplomara el real.

En tercer lugar, los países deberían fortalecer la capacidad operativa de sus bancos centrales, y darles a dichos bancos la suficiente independencia para que puedan resistirse a las presiones políticas de una expansión monetaria excesiva. Los abogados de la dolarización se equivocan al pensar que los países en desarrollo son congénitamente incapaces de administrar una moneda no inflacionaria. Hay muchos países en desarrollo que mantienen una buena disciplina interna sin la camisa de fuerza de la dolarización. Sin embargo, tienen razón en prevenirnos de los riesgos, y en recordarnos la importancia de la fortaleza institucional del banco central para darle el profesionalismo y la protección de la política diaria necesarios para llevar a cabo un trabajo responsable.

BIBLIOGRAFÍA

- Keynes, J. M. "The economic consequences of Mr. Churchill". En J. M. Keynes, *Essays in persuasion*.
- Larraín, Felipe; y Velasco, Andrés. "Exchange rate policy for emerging markets". Mimeo, Universidad Católica de Chile, enero 2000.
- y Sachs, Jeffrey. "Why dollarization is more straightjacket than salvation". *Foreign Policy*, (otoño) 1999
- Radelet, Steve; y Sachs, Jeffrey. "The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, N° 1.
- Sachs, Jeffrey D.; y Larraín B., Felipe. *Macroeconomics in the global economy*. Prentice Hall, 1993.

- “Exchange rate regimes in transition economies”. *American Economic Review Papers and Proceedings*, mayo 1997.
- ; Tornell, A.; y Velasco, Andrés. “Financial crisis in emerging markets: The lessons from 1995”. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, N° 1.
- “Creditor panics: Causes and remedies”. *The Cato Journal* (invierno) 1999. □