

## REGÍMENES CAMBIARIOS: ¿RIGIDEZ O FLEXIBILIDAD?

### I. INTRODUCCIÓN

Las recientes crisis cambiarias y financieras que experimentaron varios países, impulsaron el debate en torno a la viabilidad de los distintos regímenes cambiarios y su capacidad de respuesta en un contexto en el que los flujos de capital reaccionan y se desplazan rápidamente.

Los principales regímenes cambiarios son: i) de tipo de cambio fijo, cuando el Banco Central (BC) predetermina una cotización para la moneda nacional (MN) respecto a una moneda extranjera (ME) y se compromete, por ley, a mantener dicha cotización; y ii) de tipo de cambio flexible, cuando el valor del tipo de cambio se determina en el mercado y el BC no interviene para influir en la evolución del mismo.

En la práctica, los países adoptaron diferentes regímenes cambiarios de acuerdo a sus objetivos de política y a las características particulares de sus economías. En particular, merecen mencionarse dos: i) el del tipo de cambio deslizante (es fijo y lo determina la autoridad, pero se deprecia periódicamente a pequeñas tasas) y ii) el de bandas cambiarias (cuando se establecen límites para la flotación del tipo de cambio y el BC asume el compromiso de intervenir en el mercado sólo cuando el tipo de cambio se aproxime a alguno de los extremos de la banda).

En el siguiente cuadro, Regímenes Cambiarios Alternativos, se presenta la clasificación de regímenes cambiarios que realiza el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el número de países que se encuentra dentro de cada categoría.

### REGÍMENES CAMBIARIOS ALTERNATIVOS: NUMERO DE PAISES SEGÚN LA CLASIFICACION DEL FMI (Al 30 de junio de 1999)

REGÍMENES CAMBIARIOS		CARACTERÍSTICA PRINCIPAL	Nº PAISES	%
De tipo de Cambio Fijo	Sin una moneda de curso legal separada	Adopción de la moneda de otro país o una moneda común en una zona específica	37	20
	Caja de conversión (currency board)	Compromiso por ley para sostener una paridad fija frente a una moneda	8	4
	Otros regímenes tradicionales de Paridad fija	Vinculación a una moneda o canasta de monedas a través de un tipo de cambio fijo	44	24
Intermedios	Tipos de cambio vinculados dentro	La cotización puede fluctuar en más del 1% respecto al tipo de cambio de referencia	8	4
	De bandas horizontales	Ajustes periódicos en la cotización de la moneda con base en ciertos indicadores	6	3
	Paridades móviles (crawling peg)	La cotización se mantiene dentro de ciertos Márgenes establecidos	9	5
De Flotación	Dirigida	La autoridad interviene, pero no establece	25	14
	Independiente	Un nivel predeterminado para la cotización	48	26
<b>TOTAL</b>			<b>185</b>	<b>100</b>

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales – Fondo Monetario Internacional

Los países que adoptaron regímenes cambiarios más rígidos, como los de caja de conversión y dolarización completa, representan el 48% del total. Sin embargo, el 20% corresponde a aquellos países que forman parte de una unión monetaria que, debido a la adopción de una moneda común, se incluyen dentro de esta categoría<sup>1</sup>. Los países con regímenes más flexibles son la mayoría 52%, aunque el grado de flexibilidad es variable.

El debate sobre estas alternativas tiene a quienes, por un lado, argumentan que en la búsqueda de disciplina fiscal y bajas tasas de inflación, los países deberían optar por dolarización completa, lo que implicaría adoptar el dólar estadounidense (u otra moneda "fuerte" según la región donde se encuentre el país) como moneda oficial y por el otro a quienes sostienen adoptar un régimen de flotación, permitiendo que las fluctuaciones del tipo de cambio actúen plenamente como un mecanismo de respuesta frente a shocks externos.

### 2. DOLARIZACIÓN COMPLETA Y CAJAS DE CONVERSIÓN

#### A. CARACTERÍSTICAS

Un régimen de dolarización completa significa el abandono de la MN a favor de una ME. Es el compromiso más fuerte que un país puede tomar en pos de la estabilidad cambiaria. Bajo este esquema, la cantidad de dinero está determinada por el circulante en ME con que cuenta el país, por lo que, en la práctica, se adopta la política monetaria del país cuya moneda se reconoce como oficial. El BC deja de ser instituto emisor y desaparece, o bien se restringe a tareas de supervisión del sistema financiero (en competencia con las superintendencias de bancos) y de cámara de compensación y liquidación de letras y bonos del Tesoro.

En un sistema de caja de conversión no se abandona la MN, pero se establece una cotización fija entre la MN y una ME, mediante un instrumento jurídico de naturaleza permanente como puede ser una ley, de tal forma que debería ser indiferente para los agentes económicos el mantener moneda nacional o extranjera. La paridad establecida condiciona al BC a emitir MN sólo en la medida en que pueda respaldar totalmente dicha emisión con sus reservas internacionales. En otras palabras, no existe espacio para una política monetaria independiente.

En ambos casos, los países que elijan estos regímenes deben contar con elevados niveles de reservas. En el primer caso, para obtener ME (dólares) y no restringir la liquidez en la economía; y en el segundo caso, para cubrir el circulante en MN y eventualmente los depósitos del público, en caso de presentarse una crisis bancaria.

Es importante destacar también la diferencia importante que hay entre ambos regímenes. El régimen de dolarización completa es prácticamente irreversible, pues si bien se elimina el temor a una posible depreciación, una vez que se adopta otra moneda como oficial es muy difícil restituir la confianza en la MN. En cambio, ante presiones extremas, un país que se encuentre bajo el régimen de caja de conversión puede abandonar su compromiso de mantener la paridad, dejar flotar el tipo de cambio y permitir que la economía se adapte a las nuevas condiciones imperantes.

#### B. BENEFICIOS

Los esquemas de dolarización completa y de caja de conversión resultan particularmente útiles en países que tienen una historia de desequilibrios fiscales y monetarios importantes, pues permiten recuperar la credibilidad e inducen a un manejo responsable de la política económica. La combinación de la disciplina fiscal, la rigidez del tipo de cambio y el factor de credibilidad permite que los países que adoptan estos regímenes alcancen bajas tasas de inflación. Un claro ejemplo lo constituye la economía argentina, que desde hace varios años muestra tasas de inflación reducidas.

Un argumento adicional a favor de los esquemas de tipo de cambio fijo es la reducción de los costos de transacción y del riesgo cambiario, con efectos positivos sobre las tasas de interés y la inversión en la economía. Si el tipo de cambio es fijo no existe riesgo en el intercambio de monedas y los costos de cambiar una moneda por otra es probable que sean muy pequeños. En ese contexto, los inversionistas y los ejecutivos de negocios valorarán la certidumbre asociada a irrevocables o cuasi-irrevocables tipos de cambio fijos y las tasas de interés convergerán hacia las tasas internacionales.

En países con cajas de conversión, que constituyen un compromiso muy fuerte de tipo de cambio, no se ha observado, empero la convergencia deseada entre las

tasas de interés nacionales y las internacionales. Se atribuye esta discrepancia a una incertidumbre residual sobre el mantenimiento del sistema de caja de conversión. Para eliminar toda incertidumbre es que se ha propuesto la dolarización completa.

### C. COSTOS

El aplicar estos regímenes, principalmente el de adopción de la moneda de otro país, por ejemplo el dólar estadounidense, implica la renuncia al manejo de la política monetaria. Esta última debe sujetarse completamente a la política monetaria de Estados Unidos. Este país toma medidas en materia monetaria, que estima son las más convenientes en función a sus propias necesidades y objetivos, las cuales no necesariamente son buenas decisiones para los países que adoptan el dólar como moneda oficial. Si los ciclos económicos son distintos, y habrán de serlo en la medida en que las economías no están plenamente integradas en su comercio exterior con los Estados Unidos, una política monetaria contractiva en el país del Norte puede frenar el crecimiento de dichos países o conducirlos a una recesión. Por el contrario, una expansión monetaria en Estados Unidos podría generar presiones inflacionarias en estas economías.

En un esquema de caja de conversión y, con mayor razón, de dolarización, el BC renuncia al papel de prestamista de última instancia porque no tiene la posibilidad de emitir dólares. Puede hacer frente a una crisis bancaria sistémica, que se traduzca en un retiro rápido y masivo de depósitos, sólo parcialmente y en la medida que le alcancen sus reservas internacionales. En este contexto, es poco probable que la Reserva Federal de los Estados Unidos asuma la responsabilidad de rescatar a los sistemas financieros de los países que adoptaron esta modalidad cambiaria extrema, aunque ya se discutieron algunos esquemas de apoyo.

En un sistema de dolarización completa, los ingresos por señoreaje -beneficios que los bancos centrales perciben por emitir MN- se transfieren completamente a la Reserva Federal de los Estados Unidos. En un régimen de caja de conversión la pérdida por concepto de señoreaje es parcial, puesto que el BC percibe ingresos derivados de la inversión de las reservas internacionales que respaldan la emisión de MN. Está en discusión en los Estados Unidos la posibilidad de compartir los ingresos de señoreaje con los países que adopten el dólar como MN.

Por último, los regímenes cambiarios rígidos limitan drásticamente la capacidad de respuesta de los países frente a shocks internacionales. Las perturbaciones externas reales, tales como un deterioro de los términos de intercambio o elevaciones repentinas de las tasas de interés, producen presiones sobre el tipo de cambio. Como la cotización de este último permanece constante, entonces los efectos de los shocks se trasladan directamente al sector real de la economía y se reflejan en caídas de la demanda interna, mayores tasas de interés, deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos y las consiguientes caídas en el nivel de producción y empleo. En cambio, hay argumentos técnicos que llevan a la conclusión de que cajas de conversión y, especialmente dolarización plena, limitarían la volatilidad de los flujos de capital.

## 3. REGÍMENES CON MAYOR FLEXIBILIDAD

### A. CARACTERÍSTICAS

Los regímenes de mayor flexibilidad incorporan las señales del mercado de divisas para la determinación del tipo de cambio. La magnitud de los movimientos del tipo de cambio depende principalmente de sus fundamentos y del grado de intervención del BC en el mercado cambiario. En los regímenes de flotación más puros, el tipo de cambio es determinado por el mercado, y el BC sólo interviene para evitar fluctuaciones excesivas del mismo. En regímenes con flexibilidad limitada la autoridad monetaria tiene mucho más control sobre el tipo de cambio y permite sus ajustes una vez que se produce la perturbación. En este sentido, mientras más flexible es el régimen cambiario escogido, mayor es la capacidad de respuesta a una perturbación externa.

### B. BENEFICIOS

La principal ventaja de la adopción de regímenes más flexibles es su rápida capacidad de respuesta frente a perturbaciones externas. La depreciación o apreciación del tipo de cambio se convierte en una variable de ajuste que permite asimilar los shocks. Así por ejemplo, ante una caída importante de los términos de intercambio que reduce el ingreso nacional disponible y la demanda agregada interna, la depreciación del tipo de cambio haría que los productos de exportación sean más atractivos en los mercados internacionales. El incremento de la demanda externa podría compensar la caída de los términos de intercambio y el país evitaría caer en una recesión, traducida en elevadas tasas de desempleo. Estudios empíricos<sup>2</sup> muestran que los países que adoptaron regímenes cambiarios más flexibles experimentaron tasas de crecimiento del producto algo más elevadas que aquellos con regímenes más rígidos.

Por otra parte, la política monetaria de los Estados Unidos rara vez es completamente apropiada para aquellos países cuyas monedas están ligadas a su unidad

monetaria. Los regímenes más flexibles permiten un manejo dinámico de la política monetaria, acorde con la coyuntura propia de cada país. La asimetría en los ciclos económicos de los países en vías de desarrollo y los ciclos económicos de los países desarrollados es el argumento central para la búsqueda de mayor independencia en la formulación y ejecución de la política monetaria.

### C. COSTOS

Los países que adoptan regímenes cambiarios más flexibles (como el de flotación) enfrentan una mayor volatilidad del tipo de cambio que puede traducirse en mayores tasas de inflación en el corto plazo. En el mediano plazo, empero, la tasa de inflación dependerá principalmente de un manejo disciplinado de las políticas fiscal y monetaria, y menos de lo que pase en el mercado cambiario.

Los mercados cambiarios, casi por esencia, son especulativos. Son frecuentes los casos de sobre reacción ("overshooting") en el sentido de que una moneda puede depreciarse (o apreciarse) más allá de lo que los fundamentos de la economía lo justificarían. La incertidumbre asociada a las variaciones cambiarias y los mayores costos de transacción pueden tener altos costos para la economía. La adopción de un sistema de tipo de cambio muy flexible puede ser problemática en aquellos países que no tienen bien desarrollados sus mercados financieros de cobertura cambiaria ("forwards y futuros cambiarios").

En economías muy dolarizadas, como la nuestra, un tipo de cambio muy flexible podría introducir una gran variabilidad tanto en la tasa de inflación como en la carga de deuda del sector privado.

## 4. EXPERIENCIAS DE ALGUNOS PAÍSES

El caso argentino es quizás el más representativo de un régimen cambiario de caja de conversión. Este régimen fue adoptado en 1991 como una medida extrema para frenar los desequilibrios inflacionarios que enfrentaba este país. Hasta 1994, con un flujo de capitales importantes que proveía de liquidez a la economía, el sistema funcionó bien y nunca estuvo en duda su sostenibilidad. En este contexto, la producción creció a tasas significativamente altas, la inflación se situó en niveles históricamente bajos y se observó una reducción de las tasas de interés, pero sin llegar a niveles internacionales.

La crisis mexicana de 1994-1995 puso de manifiesto las dificultades que podría confrontar un régimen cambiario como el argentino, pues la salida de capitales ocasionó problemas graves de liquidez que estuvieron a punto de degenerar en una crisis financiera sistémica. Más recientemente, en enero de 1999, la devaluación del real brasileño también representó una dura prueba para Argentina. El apoyo del FMI y de otros organismos multilaterales en ambas ocasiones permitió que este país mantuviera su régimen cambiario, sin embargo la prolongada contracción de la actividad económica y el incremento del desempleo serían los costos más importantes del actual sistema de caja de conversión.

La experiencia mexicana parece favorecer la adopción de regímenes más flexibles. Después de la crisis de 1994, México se vio forzado a dejar flotar su tipo de cambio. La política monetaria tuvo el compromiso exclusivo de controlar la tasa de inflación, a través de una activa intervención en el mercado monetario. Estuvo acompañada además por importantes ajustes fiscales. Para no perder credibilidad, el Banco de México evitó al máximo las intervenciones en el mercado cambiario y solamente lo hizo cuando se producía un exceso de iliquidez producido por agentes especuladores. Bajo este esquema, México se recuperó rápidamente de la crisis y en un plazo relativamente corto consiguió reducir su déficit en cuenta corriente y su tasa de inflación. A fines de 1995, esta última alcanzaba a 52%, habiéndose reducido a 18,6% en 1998. En el contexto recesivo actual, la mexicana es una de las pocas economías latinoamericanas que mostrará una tasa positiva de crecimiento del producto para 1999.

## 5. EL RÉGIMEN CAMBIARIO EN BOLIVIA

El régimen cambiario en Bolivia corresponde a un sistema de tipo de cambio deslizante (crawling peg). El Banco Central de Bolivia (BCB) establece diariamente la cotización del boliviano respecto al dólar de Estados Unidos a través del Bolsín de divisas. A partir de su creación, en septiembre de 1985, el Bolsín se ha constituido en un mecanismo competitivo de adjudicación de ME y es el principal mecanismo de intervención del BCB en el mercado cambiario. Este le permite determinar un ritmo de depreciación que depende de la evolución interna de las variables macroeconómicas y de los tipos de cambio e inflaciones de los socios comerciales. El sistema de minidepreciaciones es congruente con la política de mantener un tipo de cambio real competitivo y de control de la inflación.

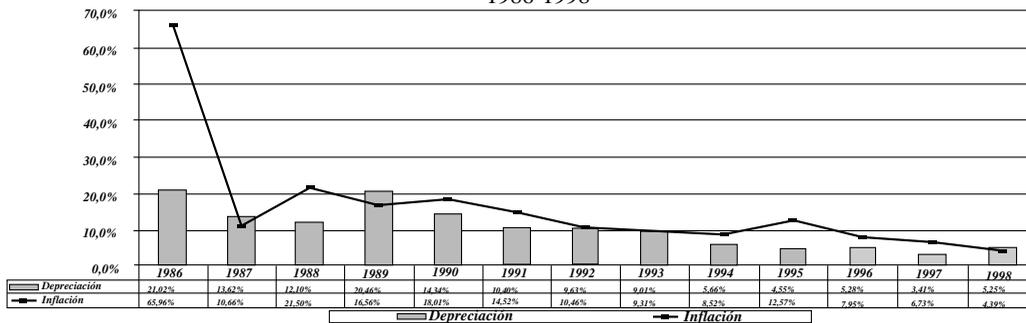
### A. RESULTADOS Y LIMITACIONES

Hasta el momento el régimen cambiario ha conseguido resultados satisfactorios. El tipo de cambio real ha permanecido estable a la vez que el tipo de cambio nominal no ha dejado de ser un ancla inflacionaria. No existen diferencias signi-

ficativas entre el tipo de cambio paralelo y el oficial, lo cual muestra el alto grado de credibilidad en el sistema cambiario del BCB. Este último ha sido reforzado además por el alto nivel de reservas internacionales, en relación con los agregados en moneda nacional e incluso con relación a todos los pasivos monetarios del BCB, incluyendo aquellos en dólares.

En la conducción de la política cambiaria se toma en cuenta que en la medida en que mayores tasas de depreciación se traduzcan en niveles más elevados de inflación, existen restricciones importantes para un manejo más activo del tipo de cambio que permita asimilar de mejor manera los shocks internacionales (Gráfico 1).

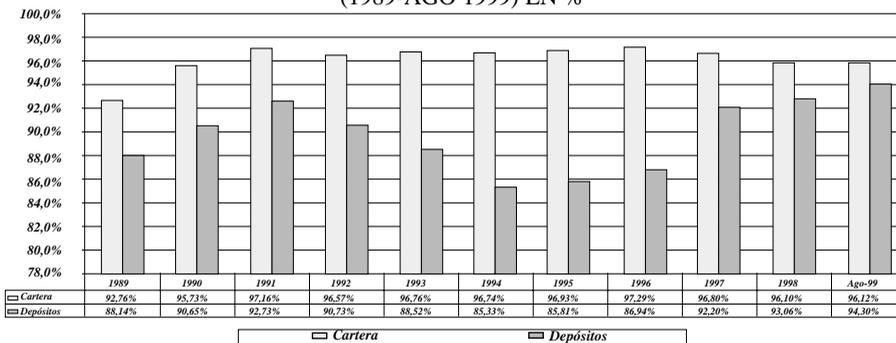
**GRÁFICO N° 1  
TASAS ANUALES DE DEPRECIACIÓN E INFLACIÓN  
1986-1998**



Además, una característica de la economía boliviana que pone límites al funcionamiento del régimen actual y también reduce la posibilidad de que el país adopte regímenes cambiarios más flexibles, es el grado de dolarización de la misma. Los depósitos en ME representan alrededor del 93% de los depósitos totales y los créditos concedidos por el sistema bancario en ME representan el 96% del total (Gráfico 2). En este marco, un ritmo de depreciación del boliviano

no mayor al actual podría afectar negativamente al sistema financiero, porque algunos prestatarios incurrirían en mora en la medida en que perciben sus ingresos en MN y deben cubrir sus obligaciones en dólares. Asimismo, si la tasa de depreciación se acelera, los depósitos tenderían a dolarizarse aún más y en el proceso de sustitución de MN por ME, el BCB, aunque no el país, perdería reservas internacionales.

**GRÁFICO N° 2  
DOLARIZACIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO  
(1989-AGO 1999) EN %**



Finalmente, es importante mencionar que las exportaciones no manufactureras, que son la mayoría (alrededor del 85%), son poco sensibles a las depreciaciones del tipo de cambio, por lo cual una política de depreciación más agresiva no tendría un impacto significativo en el sector productor de transables. Buena parte de las exportaciones nacionales son productos básicos que tienen una demanda internacional poco dinámica y cuya producción es además muy intensiva en capital.

### B. POSIBLES BENEFICIOS Y COSTOS DE ADOPTAR RÉGIMENES CAMBIARIOS ALTERNATIVOS EN BOLIVIA

Las limitaciones identificadas en los regímenes más rígidos permiten concluir que es poco probable que Bolivia pueda obtener ganancias de cambiar a un régimen de dolarización completa o de caja de conversión. Desde 1985, el país ha buscado mantener la consistencia de las políticas fiscal y monetaria, logrando mantener la disciplina necesaria para evitar presiones inflacionarias y/o crisis cambiarias. Así, las ganancias de adoptar este tipo de regímenes serían marginales en términos de estabilidad y credibilidad.

Además, Bolivia es un país cuyo sector exportador ha enfrentado recurrentemente perturbaciones externas. Una dolarización completa o un sistema de caja de conversión, limitarían la capacidad de respuesta de la economía para absorber perturbaciones internacionales exógenas. Adicionalmente, las probables restricciones en la generación de divisas pondrían en peligro la sostenibilidad del régimen e incrementarían la vulnerabilidad de la economía.

La adopción de un régimen de flotación podría permitir a Bolivia ganar una mayor capacidad de respuesta frente a perturbaciones externas. Sin embargo, el efecto transmisión de la tasa de depreciación a la inflación y el elevado grado de dolarización de la economía constituyen obstáculos significativos para la adop-

ción de un régimen cambiario más flexible. Depreciaciones más frecuentes del tipo de cambio podrían traducirse en presiones inflacionarias y un mayor grado de dolarización de la economía, con efectos negativos sobre el sistema financiero y de reducción de los grados de libertad en la conducción de la política monetaria.

### C. CONCLUSIONES

Un tipo de cambio flexible es probablemente mejor en aquellos países que están frecuentemente expuestos a shocks externos, especialmente de deterioro de sus términos de intercambio. Un tipo de cambio fijo parece aconsejable para aquellas economías que atraviesan shocks de términos de intercambio relativamente pequeños, shocks esencialmente financieros, cuyos gobiernos y bancos centrales no gozan de credibilidad en la conducción de la política económica.

El análisis precedente sobre la pertinencia de los diferentes regímenes cambiarios permite concluir que el régimen cambiario actual parece ser el que mejor se adecua a las condiciones y características de la economía boliviana. Luego de casi 15 años de vigencia, el sistema de tipo de cambio deslizante goza de amplia credibilidad, y a pesar del alto grado de dolarización de la economía ha coadyuvado al control exitoso de la inflación. El manejo cuidadoso de la política cambiaria, conjuntamente con la disciplina fiscal y monetaria, ha permitido responder de manera adecuada a los shocks internacionales, sin poner riesgo al control de la inflación.

<sup>1</sup> Ejemplos en esta categoría son los de los países que pertenecen a la Zona del Euro y a la Unión Económica y Monetaria de África Occidental.

<sup>2</sup> Ghosh et al (1996), "Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?" FMI.