

Capítulo 13

El régimen de tasa de de cambio fija

OBJETIVOS

- Estudiar los mecanismos de la balanza de capitales y de la balanza comercial que ayudan a estabilizar la tasa de cambio en un régimen de tasa de cambio fija.
- Identificar el régimen de tasa de cambio fija como un régimen que puede dar estabilidad nominal a una economía en donde la política monetaria ha perdido la credibilidad.
- Identificar la pérdida de autonomía de la política monetaria como el principal costo del régimen de tasa de cambio fija.
- Estudiar el efecto de un aumento en la tasa de interés externa por medio de un modelo neoclásico especificado para el caso de una economía con régimen de tasa de cambio fija.

Los regímenes de tasa de cambio fija se pueden clasificar en regímenes de tasa de cambio no ajustable y de tasa de cambio ajustable.

Si hay movilidad internacional y tasa de cambio fija, la política monetaria no es autónoma.

Se puede afirmar, gráficamente, que los distintos regímenes de tasa de cambio fija corresponden a una gama de colores. Como se mencionó en la Sección 11.2.3, existe toda una serie de regímenes de tasa de cambio fija con diferentes grados de rigidez. En el extremo más rígido están la unión monetaria y la dolarización (o euroización, si la moneda que se adopta es el euro), y siguiendo en orden de flexibilidad se tienen: el régimen de convertibilidad, la tasa de cambio fija pero ajustable, el régimen de bandas, y, en el extremo más flexible, las bandas cambiarias anchas y con realineaciones.

Estos distintos regímenes se pueden dividir en dos grupos, a saber: los regímenes de tasa de cambio fija no ajustable y los de tasa de cambio fija ajustable. Los **regímenes de tasa de cambio fija no ajustable**, también denominados *hard pegs*, son la unión monetaria, la dolarización y la convertibilidad. Se considera que estos regímenes no son vulnerables a ataques especulativos, y por tal razón son considerados como viables en períodos de alta movilidad del capital.

Los **regímenes de tasa de cambio fija ajustable**, también conocidos como *soft pegs*, son atractivos para los inversionistas porque invitan a los ataques especulativos¹, pero son poco atractivos para los ejecutores de políticas, pues las crisis cambiarias tienen un alto costo para la economía en términos de actividad económica y posiblemente en términos del costo de las crisis bancarias, así como para los bancos centrales en términos de la credibilidad de la política monetaria.

13.1 LA TASA DE CAMBIO FIJA Y EL TRILEMA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Un régimen de tasa de cambio fija, en medio de la movilidad internacional del capital, implica que la tasa de interés interna debe subordinarse a la política monetaria del país de referencia; así la política monetaria nacional no es autónoma.

De nuevo, es conveniente analizar el trilema de la política monetaria por medio de la paridad de intereses abierta, ecuación (12.32), que por conveniencia volvemos a presentar aquí en la siguiente forma:

$$\Delta s_{t+1|t} = i_t - i_t^* \quad (13.1)$$

1 Como ejemplo, el legendario inversionista George Soros amasó una fortuna apostando contra el objetivo de banda cambiaria para la libra esterlina, que trataba de defender el Banco de Inglaterra. Ver Tier (1987).

Esta relación de arbitraje es una implicación de la movilidad internacional del capital. Si la tasa de cambio es fija, el lado izquierdo de la ecuación es cero, y no queda otra alternativa para la tasa de interés interna que la de ser un resultado automático de la tasa de interés externa².

Aun con una tasa de cambio fija o rígida existe la posibilidad de dirigir la tasa de interés a objetivos internos. Un caso relevante al respecto es el de China. Sin movilidad del capital, aunque la tasa de cambio de China es bastante rígida, la política monetaria tiene autonomía para dirigirse a objetivos internos, pero como vimos en el Capítulo 11, y para decirlo informalmente, "no hay almuerzo gratis", pues el control a la movilidad de capitales reduce la eficiencia en la asignación de recursos financieros de la economía.

Ejemplos de tasa de cambio fija con alta movilidad de capitales son la caja de convertibilidad de Hong Kong y la dolarización en Ecuador. Ejemplos de tasa de cambio fija con baja movilidad de capitales son China, en la actualidad, y prácticamente todas las economías que se sujetaron al régimen de Bretton Woods, vigente entre 1948 y 1973.

Si la movilidad internacional del capital no se permite, la política monetaria puede dirigirse a objetivos internos, lo cual no se logra sin costo.

13.2 EL MECANISMO DE AJUSTE DE LA TASA DE CAMBIO

Existen dos mecanismos automáticos de ajuste que mantienen la tasa de cambio fija. El primero tiene que ver con la cuenta de capitales de la balanza de pagos, y es el más importante si hay movilidad internacional del capital. El segundo funciona por medio de la cuenta comercial, y era el mecanismo de ajuste preponderante bajo el sistema de Bretton Woods.

Como vimos en la Sección 11.1.2, en el régimen de tasa de cambio fija no ajustable la meta operativa de la política monetaria, es decir, el instrumento de la política monetaria, puede ser la tasa de cambio o la tasa de interés. Si la meta operativa es la tasa de cambio, el banco central se compromete a comprar y vender las divisas que sean necesarias a la tasa de cambio preestablecida. Si la meta operativa es la tasa de interés, el banco central mueve la tasa de interés para hacer que la tasa de cambio, determinada en el mercado, permanezca rígida. En este último caso la tasa de cambio es la meta intermedia.

2 Por simplicidad, en el modelo del Capítulo 12 no consideramos la prima por el riesgo país ni la paridad de intereses abierta y aumentada. Si se tienen en consideración estos elementos, la tasa de interés doméstica debe ser igual a la tasa de interés externa más una prima por el riesgo país de plazo comparable a las tasas i e i^* .

Hay un mecanismo de ajuste automático en la cuenta de capital y otro en la balanza comercial.

En el régimen de tasa de cambio fija el instrumento puede ser la tasa de cambio o la tasa de interés.

El mecanismo de ajuste de la cuenta de capital es distinto, dependiendo de la meta operativa de la política monetaria. Cuando la meta operativa es la tasa de cambio, si el rendimiento de los bonos en el país local es mayor (bonos de igual riesgo, y abstrayendo de la prima por el riesgo crediticio), hay una entrada de capital. El banco central compra reservas internacionales y aumenta la cantidad de dinero de forma que, dada una demanda de dinero, la tasa de interés local baja, lo que tiende a disminuir el rendimiento de los bonos locales. El mecanismo se mantiene hasta que el equilibrio entre el rendimiento de los bonos locales y extranjeros es el mismo³. Este mecanismo requiere que la oferta monetaria se mueva junto con los flujos de capital y las reservas internacionales del banco central, es decir, requiere que el banco central no esterilice.

Cuando la meta operativa es la tasa de interés, si el rendimiento de los bonos locales es mayor que el de los extranjeros, la tasa de cambio tiende a depreciarse; pero entonces el banco central disminuye la tasa de interés de política, de forma que el rendimiento de los bonos locales tiende a aumentar y la tasa de cambio se estabiliza.

Por su parte, el mecanismo de la cuenta comercial es el siguiente: un déficit (superávit) en la balanza en cuenta corriente hace que la oferta de divisas sea menor (mayor) que la demanda. En consecuencia, la cantidad de dinero en el banco central se contrae (expande). La contracción monetaria lleva a una reducción (aumento) en los precios. Los menores (mayores) precios conducen a una mayor (menor) competitividad internacional, y esto estimula (desincentiva) las exportaciones netas. El mecanismo continúa hasta que se restablece el equilibrio en la cuenta corriente.

Las noticias: "Tensión en los regímenes de tasa de cambio fija". La *lex column* del *Financial Times* comenta cómo los países con tasas de cambio fija renuncian a la conducción autónoma de la política monetaria. La depreciación del dólar y la reducción de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal exportan la política monetaria expansiva de Estados Unidos alrededor del mundo. Los países europeos que han fijado su tasa de cambio con respecto al euro tampoco tienen una política monetaria independiente e "importan" la apreciación del euro. Ver "The *lex column*" (2007).

13.3 EL RÉGIMEN DE CAJA DE CONVERTIBILIDAD

En un régimen de **caja de convertibilidad** el banco central está dispuesto a cambiar efectivo por la moneda del país de referencia a una tasa específica y fija. El sistema requiere que el banco central mantenga reservas internacionales en una cantidad por lo menos igual a la cantidad de dinero circulante. Cumpliendo esta condición, el banco central podrá defender en cualquier circunstancia la tasa de cambio y el régimen de convertibilidad. El requisito de la libre convertibilidad de las divisas por moneda local supone la movilidad del capital.

3 En teoría, el mecanismo se puede entender también por medio del modelo de balance de portafolio de la Sección 7.7; sin embargo, el mecanismo más mencionado es el monetario, es decir, el efecto de la compra de reservas sobre la cantidad de dinero y de ahí, dada una demanda de dinero, sobre las tasas de interés.

Como la emisión monetaria sólo es permitida para cambiar reservas internacionales por moneda local, en el régimen de convertibilidad no existe la posibilidad de que la emisión de dinero sea utilizada para la financiación monetaria del déficit fiscal. Esta característica del régimen de convertibilidad es considerada como una de sus principales ventajas, ya que aísla la operación automática de la política monetaria de la financiación monetaria del déficit. Aunque el régimen garantiza que no habrá emisión para el gobierno, no puede garantizar que el gobierno mantenga las finanzas en orden; así, sin disciplina fiscal, de todas formas el riesgo crediticio del país siempre puede aumentar.

El sistema de convertibilidad fue de uso generalizado en las colonias británicas. Después de la independencia de estas colonias en los años 1950 y 1960, varios países no mantuvieron el régimen de convertibilidad y comenzaron a dirigir la política monetaria hacia propósitos "de desarrollo". Durante los años 1970 y 1980, los países que mantuvieron las cajas de convertibilidad, Hong Kong y Singapur, lograron un alto desarrollo, y los que no las mantuvieron no salieron del subdesarrollo pero sí conocieron la inflación⁴.

En el *Recuadro 13.1*, "Las economías emergentes: el régimen de convertibilidad en Argentina: 1991-2001", se presenta una breve historia de la convertibilidad en ese país.

En un régimen de caja de convertibilidad el banco central mantiene reservas internacionales en una cantidad por lo menos igual al dinero circulante, y se compromete a comprar y vender moneda extranjera a una tasa de cambio predeterminada.

4 Sobre las cajas de convertibilidad de las ex colonias británicas, ver Walters y Hanke (2001).

RECUADRO 13.1 Las economías emergentes: el régimen de convertibilidad en Argentina: 1991-2001

Después de la hiperinflación de los años 1980, y de varios planes infructuosos para combatirla, el 1° de abril de 1991, Argentina implementó el denominado “plan de convertibilidad”.

De acuerdo con la Ley de Convertibilidad, el Banco Central de la República Argentina se comprometió a cambiar un peso argentino por un dólar, y a no emitir por razones distintas al cambio de divisas; en particular, no financiaría el déficit fiscal y quedaría limitado en su capacidad de actuar como prestamista de última instancia.

La ley fue acompañada por un conjunto de reformas de mercado que buscaron la apertura comercial, la apertura del sector financiero y la movilidad del capital.

El plan de convertibilidad fue un éxito, pues logró la desinflación permanente que muchos planes anteriores no habían logrado. Dicho mecanismo tuvo la suerte de coincidir con una coyuntura internacional de bajas tasas de interés internacionales, baja aversión al riesgo y altos flujos de capital hacia las economías emergentes. La reforma monetaria fue respaldada en lo fiscal con un manejo disciplinado del gasto público. Estos factores llevaron a que, junto con la estabilidad de precios, también hubiera un auge económico y fuertes entradas de capital.

En 1995, la crisis de México, conocida como la crisis del tequila, reveló por primera vez que el sistema de tasa de cambio fija no ajustable de Argentina no era considerado invulnerable a un ataque especulativo por parte de los inversionistas internacionales. Hubo

un ataque especulativo contra el peso argentino, y los mercados financieros pusieron por primera vez a prueba al régimen de caja de convertibilidad. Las altas tasas de interés y la recesión llevaron a una crisis del sistema financiero que, debido a que el banco central tenía restringida su capacidad de actuar como prestamista de última instancia, fue superada con el apoyo de los organismos multilaterales de crédito.

Durante la crisis de fin del siglo XX (1997-1999), el régimen de convertibilidad continuó en período de prueba. En 1998, el crecimiento de la aversión al riesgo se mostró en un aumento del EMBI *spread* a niveles récord (*Gráfico 8.6*). Ya a finales de la década la disciplina fiscal no era tan rigurosa y las deudas pública y externa eran crecientes. Más tarde este factor haría evidente que un régimen de tasa de cambio fija no ajustable no garantiza la estabilidad fiscal. La indisciplina fiscal sería el factor latente más importante de la crisis, sólo era necesario esperar un factor detonante.

El incremento de la aversión al riesgo, el aumento en el *spread* de la deuda externa y de las tasas de interés externas pusieron un límite a la recuperación económica que se registró después de la denominada crisis del tequila. La devaluación de Brasil, en 1999, apreció la tasa de cambio real bilateral de Argentina con Brasil, perjudicando el comercio bilateral.

Con la crisis de Turquía el *spread* de la deuda externa de Argentina continuó su ascenso: las altas tasas de interés llevaron a una profunda depresión de la actividad económica.

El arquitecto del régimen de convertibilidad, Domingo Cavallo, fue llamado nuevamente como ministro de Hacienda para que intentara estabilizar el régimen de convertibilidad que había creado hacía una década. Pero todo parecía actuar en contra de la convertibilidad de Argentina: el *credit crunch*, los menores términos de intercambio, los mayores *spreads*, la depreciación del real y la pérdida de apoyo por parte del FMI.

Cavallo propuso modificar el régimen de convertibilidad, fijando el peso argentino a un promedio calculado entre el dólar y el euro. El cambio a la nueva paridad debería hacerse cuando el euro lograra una paridad con el dólar^a. La propuesta logró que el régimen de convertibilidad, que es un régimen de tasa de cambio fija no ajustable, fuera visto como un sistema ajustable; la devaluación era posible. El

aumento en el riesgo de devaluación llevó el EMBI spread a 1.500 puntos básicos en abril de 2001.

La profunda crisis se agravó aún más cuando el FMI anunció que no desembolsaría un crédito por US\$1,2 billones. El público intentó retirar los depósitos del sistema financiero y el gobierno congeló los retiros de los bancos. Después de protestas violentas y de la renuncia del Presidente de la República y del ministro de Economía, Argentina anunció el mayor incumplimiento de deuda externa de la historia.

En enero de 2002, se anunció que el Congreso revocaría la Ley de Convertibilidad, y en febrero de 2002 el peso argentino flotaba libremente, perdiendo más del 50% de su valor.

a Por la época, un importante economista propuso la conversión de todas las deudas a pesos, incluida la deuda externa, y la flotación de la moneda. Ver Hausmann (2001).

13.4 LA DOLARIZACIÓN

Con la **dolarización total** un país renuncia no sólo a una política monetaria autónoma, sino también a tener una moneda soberana. El país adopta la moneda de otro país como medio de transacción, depósito de valor y unidad de cuenta.

La dolarización consiste en la adopción de la moneda de otro país como medio de transacción, depósito de valor y unidad de cuenta.

Probablemente el mejor ejemplo de dolarización es el de Panamá. Este país dolarizó hace más de un siglo (1903), después de su independencia de Colombia. La dolarización no ha garantizado que la política macroeconómica esté exenta de crisis recurrentes. Estas crisis han sido superadas con la ayuda de agencias multilaterales. Otros casos de países con dolarización son Ecuador, El Salvador y Liberia. Este régimen monetario también es práctica común en el caso de ciudades Estado, ejemplos de las cuales son Mónaco, Liechtenstein y Andorra.

La dolarización tiene importantes ventajas, dentro de las cuales están las asociadas con una tasa de cambio fija. En cierto sentido, dolarizar es establecer una tasa de cambio 1 a 1 con respecto al país de referencia. Por esto, una de las ventajas de la dolarización es la posibilidad de devolver a un país la estabilidad nominal después de un período de hiperinflación. Otra ventaja es que, como no hay moneda nacional, no hay posibilidad de ataques especulativos contra la moneda.

La dolarización tiene tres importantes desventajas: primera, como se renuncia a la política monetaria autónoma, la política monetaria debe subordinarse a la del otro país; segunda, como se renuncia a una moneda soberana, se renuncia al **señoreaje**, y tercera, como la política de prestamista de última instancia requiere la capacidad discrecional de emitir moneda soberana; cuando se ha dolarizado durante una crisis financiera el banco central no tiene la facultad de rescatar el sector financiero con recursos de emisión.

Aunque la dolarización elimina la posibilidad de que el banco central financie el déficit fiscal con emisión, no puede garantizar que el gobierno tenga disciplina fiscal; además, la dolarización no implica necesariamente menores primas de riesgo crediticio sobre la deuda externa; la dolarización elimina de la prima por el riesgo país el componente de riesgo de devaluación, pero no elimina el componente de riesgo crediticio.

En el *Recuadro 13.2*, "Los mercados emergentes: la montaña rusa en que se encuentran los países dolarizados", se muestra el tipo de presiones al que puede quedar sujeto un país con tasa de cambio fija, en particular, un país dolarizado.

RECUADRO 13.2 Las economías emergentes: la montaña rusa en que se encuentran los países dolarizados

La combinación de inflación y crisis financiera en Estados Unidos ha complicado el desempeño macroeconómico de los países dolarizados. Podemos ver la montaña rusa en que están los países dolarizados en particular, y los países con tasa de cambio fija en general, estudiando el caso de Panamá, país para el cual se cuenta con mejores datos.

Como en otros países emergentes, la inflación de Panamá aumentó fuertemente en los doce meses anteriores a la crisis global de 2008 (Panel A) principalmente por el aumento en la inflación de alimentos (Panel B, la inflación de alimentos en el gráfico es para la Ciudad de Panamá). No hay política monetaria en Panamá: la tasa de interés interbancaria sigue de cerca la tasa de política de la Reserva Federal de Estados Unidos (la tasa de los fondos federales, Panel C).

La tasa de política de Estados Unidos se decide con base en la crisis financiera de Estados Unidos. No hay crisis financiera en Panamá y el aumento en la inflación en Panamá es mucho mayor que el de Estados Unidos. Sin embargo, como Panamá no tiene política monetaria autónoma, debe aceptar pasivamente las tasas de política que Estados Unidos decide que son las mejores para sí mismo.

En Panamá, la inflación creciente y las tasas de interés nominales decrecientes han hecho que las tasas de interés reales caigan a las profundidades (Panel D). La caída en las tasas de interés luce aún más inverosímil, cuando se tiene en cuenta que sucede en el momento en que el ciclo de la actividad económica llega a su punto más alto (Panel E).

Los mecanismos de ajuste en una economía dolarizada (como se vio en el texto) son dos.

Primero, una caída en las tasas de interés en Estados Unidos lleva a una entrada de capital en Panamá en busca de mayores retornos. Esta entrada de capital

aumenta el precio de los bonos y disminuye su rendimiento. El ajuste persiste hasta que el retorno de los bonos (ajustado por el premio por el riesgo crediticio propio de cada país) es igual en ambos países.

Segundo, una mayor inflación en Panamá lleva a un déficit comercial, y el déficit implica una contracción monetaria. La contracción monetaria hace caer el precio de los bienes.

Estos mecanismos operan hasta que el precio de los bienes es el mismo en ambos países medido en una misma moneda. La consecuencia es que la tasa de cambio bilateral real permanece constante.

Con movilidad del capital, el primer mecanismo trabaja bien (Panel D). Pero el segundo mecanismo opera de forma imperfecta (el Panel F muestra que la tasa de cambio bilateral real no es constante). Si el mecanismo de precios no funciona bien aun entre estados de Estados Unidos, ¿por qué deberíamos esperar que funcionara entre Estados Unidos y Panamá?

En ausencia de conversión en los precios, otros mecanismos deberán entrar en juego. En Estados Unidos el ajuste se logra por medio de la movilidad del trabajo y las tenencias de acciones de empresas de los distintos estados. En el caso de Panamá, el ajuste se hace mediante fluctuaciones en el producto y en el ingreso y rescates del FMI.

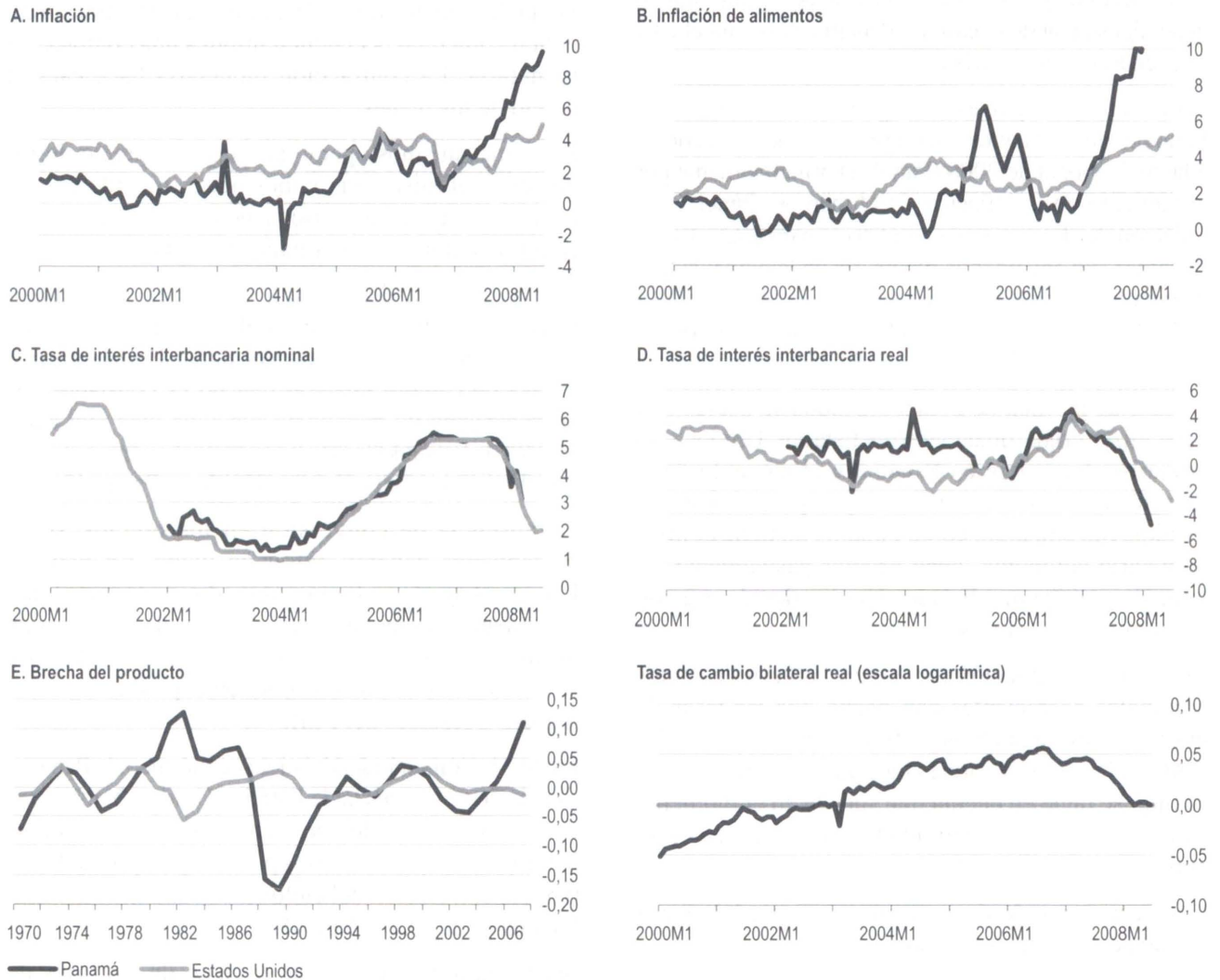
La desviación estándar del ciclo económico de Panamá es más de tres veces la de Estados Unidos. Y mientras que la correlación del ciclo entre estados de Estados Unidos es en todos los casos positiva y en promedio de 0,55, la correlación del ciclo entre Panamá y Estados Unidos es de -0,27 (Panel E).

Sin mecanismos de ajuste el costo de las tasas de cambio fijas y de la dolarización es alto, y parece ser aún mayor porque Estados Unidos debe preocuparse por la crisis financiera.

Recuadro 13.2 Las economías emergentes: la montaña rusa en que se encuentran los países dolarizados (Continuación)

Gráfico 13.1 Sobre la dolarización en Panamá

La crisis financiera de los Estados Unidos hace que la tasa de interés sea dirigida a ese objetivo específicamente. Durante 2008, Panamá debió importar de los Estados Unidos una política monetaria expansiva en el momento en que la inflación era creciente y la actividad económica estaba en auge.



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, Bloomberg Financial Markets y Dirección de Estadística y Censo de Panamá.

13.5 LA DOLARIZACIÓN PARCIAL

En una economía con **dolarización total** la autoridad monetaria renuncia a tener una moneda soberana y una política monetaria autónoma para adoptar una moneda extranjera como moneda de curso legal. En una economía con **dolarización parcial** la autoridad monetaria no renuncia a una moneda soberana ni una política monetaria autónoma; no obstante, el público sustituye la moneda local por la extranjera y utiliza esta última, junto con la moneda local, como medio de transacción, depósito de valor y unidad de cuenta. Los países que pueden citarse como ejemplo de dolarización parcial son Perú y Bolivia.

La dolarización parcial toma tres formas: la dolarización de pagos, la dolarización financiera y la dolarización real.

La **dolarización de pagos** es el uso de la moneda extranjera como medio de pago en transacciones que no son de baja denominación. Típicamente, un período de hiperinflación lleva a que los agentes comiencen a utilizar la moneda extranjera como medio de transacción. Una vez la inflación baja, la moneda extranjera continúa utilizándose como medio de transacción, en especial si la inflación es volátil. La moneda local no desaparece totalmente, pues es de utilidad para realizar las compras de baja denominación, en particular por la adecuada oferta de billetes y monedas de distintas denominaciones.

La **dolarización financiera** es el uso de la moneda extranjera como depósito de valor; así, contratos financieros como los créditos bancarios quedan denominados en dólares. La dolarización financiera tiende a ser mayor a medida que aumenta la volatilidad de la inflación, y tiende a ser menor a medida que disminuye la volatilidad de la tasa de cambio.

Como vimos en la Sección 11.2.5, por la importancia de los movimientos de la tasa de cambio sobre la riqueza neta en economías en donde empresas y hogares tienen activos y pasivos en moneda extranjera, la dolarización financiera generalmente conduce al miedo a flotar, y a su vez la rigidez de la tasa de cambio lleva a la dolarización de los pasivos. Este puede considerarse como el mayor costo de la dolarización parcial, pues el miedo a flotar y las presiones políticas llevarán a la rigidez de la tasa de cambio. Rigidez que significa que la política monetaria no será autónoma, es decir, no podrá ser dirigida a objetivos internos como la inflación o la actividad económica.

La **dolarización real** es el uso de la moneda extranjera como unidad de cuenta, especialmente porque los precios y los salarios se cotizan en dólares. Los expertos en el tema (Ize y Parrado, 2006) argumentan que la dolarización real depende de la variabilidad de los precios y de los salarios, así como de qué tan simétricos son los choques de la economía local comparados con los de la economía extranjera.

En cuanto a cómo afecta la dolarización parcial el manejo de la política monetaria, la dolarización de pagos y la dolarización financiera en teoría no implican la renuncia a la autonomía de la política monetaria. En teoría, en una economía parcialmente dolarizada la autonomía de la política monetaria depende del grado de dolarización

La dolarización parcial es la adopción, por parte del público, de una moneda extranjera como medio de transacción, depósito de valor y unidad de cuenta.

La dolarización de pagos es el uso de la moneda extranjera como medio de pago. La dolarización financiera es el uso de la moneda extranjera como depósito de valor. La dolarización real es el uso de la moneda extranjera como unidad de cuenta.

En teoría, la dolarización de pagos y la dolarización financiera no implican la pérdida de la autonomía monetaria. No obstante, en la práctica la política monetaria no es autónoma debido a la dolarización real y al miedo a flotar.

real. Si los precios y salarios están denominados en moneda local, la política monetaria puede ser dirigida de forma autónoma. En la práctica, en una economía dolarizada la política monetaria no es autónoma debido al miedo a flotar.

La dolarización financiera implica la existencia de un canal adicional de transmisión de la política monetaria, el cual consiste en el efecto de la tasa de cambio sobre la riqueza de los agentes y en el efecto de la riqueza sobre la demanda agregada. Si hogares y empresas tienen depósitos y créditos en dólares y salarios y precios en pesos, es decir, si la dolarización es parcial, cambios en la tasa de cambio llevan a importantes cambios en la riqueza financiera.

Ahora bien, más que un mecanismo de transmisión de la política monetaria, este "efecto riqueza" potencialmente puede generar crisis profundas del sector real y financiero y, por lo general lleva a fuertes presiones del público y del gobierno para que el banco central mantenga la tasa de cambio rígida. Debido al miedo a flotar, la dolarización llevará a la pérdida de la autonomía monetaria.

La dolarización de activos y pasivos en una economía con régimen de meta de inflación debilita la transmisión de la política monetaria. Las razones de ello son dos.

La primera, el banco central pierde la capacidad de influir sobre la tasa de interés a la que están pactados los contratos financieros. Este argumento no sería válido si se cumpliera la condición de paridad abierta de intereses, pues el costo *esperado* de los contratos financieros denominados en moneda extranjera debe ser igual a la tasa de interés interna. Sin embargo, en la medida en que la condición de paridad abierta no se cumple, la tasa de interés en moneda nacional no tiene injerencia sobre el costo esperado del endeudamiento en moneda extranjera, el efecto de la política monetaria disminuye y el efecto de la política monetaria de, por ejemplo, Estados Unidos, aumenta, de forma que se aproxima a un régimen de tasa de cambio fija.

La segunda razón es que la dolarización de activos y pasivos conduce al miedo a flotar, y éste a su turno conduce a regímenes que, *de facto*, son de tasa de cambio fija o rígida. La dolarización parcial de un régimen de meta de inflación lleva a la política monetaria en la dirección de la pérdida de autonomía.

13.6 UNA TEORÍA DEL RÉGIMEN DE TASA DE CAMBIO FIJA

El modelo del régimen de tasa de cambio fija es el mismo presentado en el Capítulo 12 para el caso del régimen de meta de inflación, con una importante variación: la función de reacción del banco central no reacciona al pronóstico de inflación, sino que busca equilibrar la rentabilidad de los activos locales y externos:

$$i_t = i_t^* \quad (13.2)$$

En virtud de la paridad abierta de intereses, ecuación (13.1), el comportamiento de la tasa de interés dictado por la ecuación (13.2) implica que la tasa de cambio nominal permanecerá constante.

Como la tasa de interés es endógena, no tiene mucho sentido estudiar un choque de política monetaria, es decir, un choque a la tasa de interés interna. En el caso de un régimen de tasa de cambio fija, el choque de política monetaria consiste en un choque a la tasa de interés externa.

Las consecuencias de un choque a la tasa de interés externa se presentan en el *Gráfico 13.2*. El alza en la tasa de interés externa hace aumentar en la misma magnitud la tasa de interés interna, lo cual mantiene la tasa de cambio nominal constante. El aumento de la tasa de interés nominal aumenta la tasa de interés real y disminuye la brecha de la absorción. Con una menor absorción, disminuye el costo marginal y también disminuye la inflación del bien local. La inflación del bien importado permanece inalterada, mientras que la inflación total disminuye por la reducción de la inflación del bien local.

Cuando cesa el choque a la tasa de interés externa, la tasa de interés real vuelve al nivel de largo plazo. Esto hace que vuelvan también al nivel de largo plazo la absorción, el costo marginal, la inflación interna y la inflación total. En adelante, todas las variables se dirigen a su estado estacionario como consecuencia del mecanismo de ajuste de la tasa de cambio fija, bajo movilidad internacional del capital⁵.

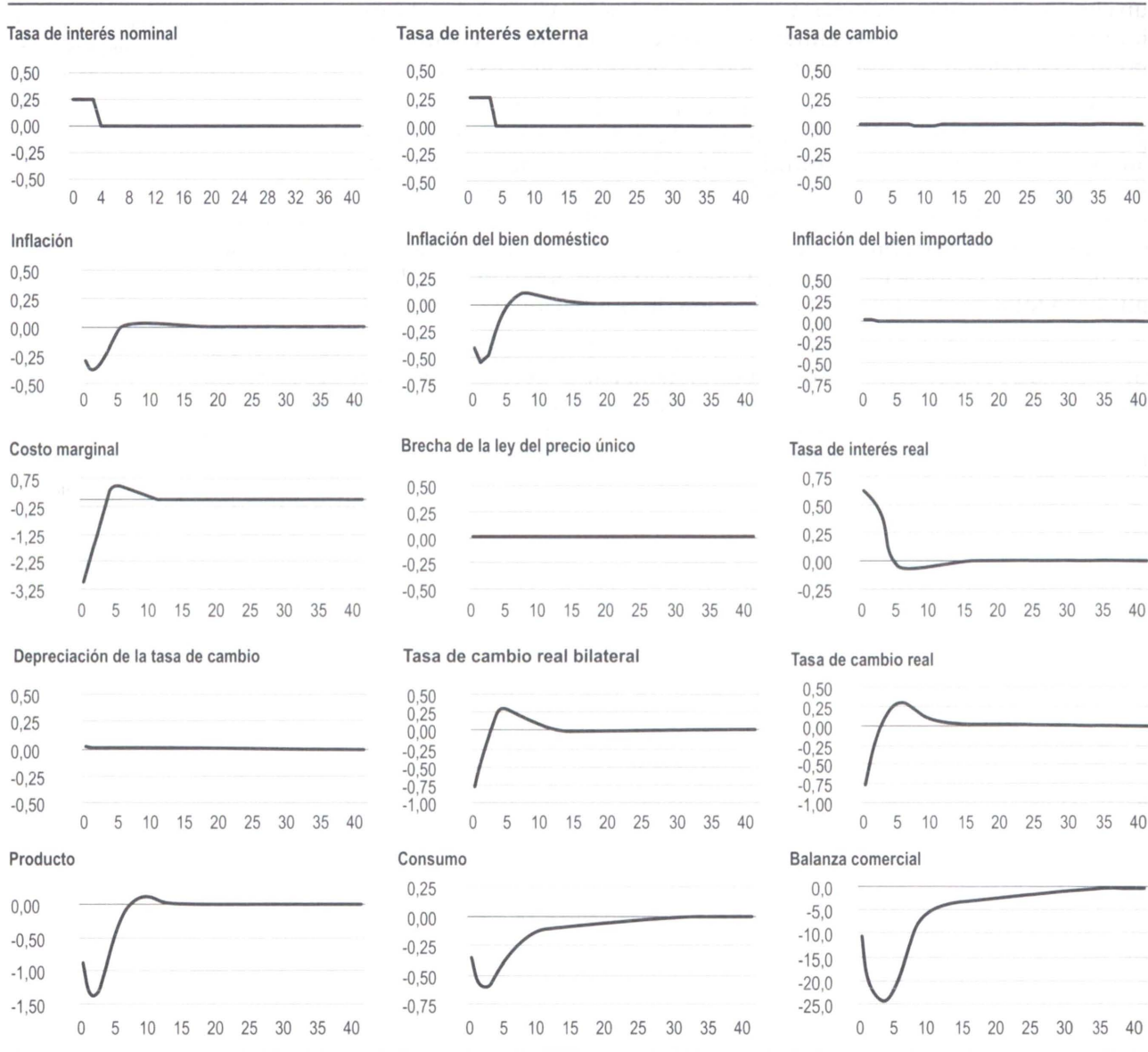
Si la tasa de cambio es fija, la tasa de interés interna sigue a la externa.

Cuando la tasa de cambio es fija no hay política monetaria, y el choque de política es un aumento de la tasa de interés externa.

5 En este punto conviene hacer una aclaración de carácter técnico. En el *Gráfico 13.1* la convergencia de las variables hacia su estado estacionario, es decir, la estabilidad del modelo, está dada por una respuesta infinitesimal de la tasa de interés a la inflación. Esta reacción infinitesimal hace funcionar los mecanismos de transmisión en el límite para que la inflación y la brecha del producto converjan hacia su estado estacionario. La convergencia del modelo es relativamente rápida, porque la persistencia de la brecha del producto en la ecuación de demanda agregada, es decir, el coeficiente del rezago de la brecha del producto en la ecuación de demanda agregada, es 0,8.

Grafico 13.2 Respuesta a un impulso de política monetaria externa, el caso de una economía pequeña y abierta con régimen de tasa de cambio fija

Si la tasa de cambio es fija, un aumento en la tasa de interés externa genera un aumento en las tasas de interés internas que inducen una recesión.



Fuente: Simulación del autor con base en el módulo de la sección 13.6

13.7 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL RÉGIMEN DE TASA DE CAMBIO FIJA

Una de las ventajas del régimen de tasa de cambio fija es su simplicidad, esto hace que el régimen sea fácil de entender por parte del público, es decir, es transparente. La simplicidad de este régimen se debe a que el público ancla las expectativas de inflación a la tasa de cambio y a la inflación internacional.

Por su sencillez, el régimen de tasa de cambio fija no ajustable puede dar un ancla nominal a economías que han tenido una historia de hiperinflación. Entonces, el régimen de tasa de cambio fija es un recurso que puede restablecer la estabilidad nominal en los países con una historia de mal manejo monetario y poca credibilidad de la política monetaria.

Otra ventaja de los regímenes de tasa de cambio fija no ajustable es que, al dejar la política monetaria en “piloto automático”, elimina la discrecionalidad en el manejo de la política monetaria, vale decir, suspende la capacidad de conducir la política monetaria de forma autónoma o discrecional. Esto es una ventaja en los países en donde la discrecionalidad ha llevado a una historia de mal manejo monetario y poca credibilidad de la política monetaria. Sin discrecionalidad, quedan por fuera de las opciones objetivos poco ortodoxos, como la financiación monetaria del déficit fiscal o la “financiación del desarrollo”.

Otra ventaja de los regímenes de tasa de cambio fija no ajustable está en que reduce la prima por el riesgo cambiario. Esta prima será tanto menor cuanto mayor sea la credibilidad del régimen.

Finalmente, otra ventaja del régimen de tasa de cambio fija es que es el adecuado si los choques al país en cuestión y al país de referencia son simétricos, tal y como lo indica la teoría de las áreas monetarias óptimas que se explicó en la Sección 11.2.4.

Como mencionamos para el caso de la dolarización, la principal desventaja del régimen de tasa de cambio fija y no ajustable es que el banco central pierde toda capacidad de dar un manejo autónomo de la política monetaria. La tasa de interés debe seguir la del país de referencia que, naturalmente, sigue objetivos nacionales, lo cual hace que el esquema pueda presentar dificultades en los casos en que los choques al país en cuestión y al país de referencia no son simétricos. Por ejemplo, si las tasas de interés en Estados Unidos aumentan para mitigar un problema inflacionario doméstico, la tasa de interés en el país con tasa de cambio fija deberá aumentar, sin importar el estado de la inflación y de la actividad económica locales⁶.

El régimen de tasa de cambio fija es sencillo y transparente. De ahí que sea una alternativa si hay hiperinflación o si la política monetaria no tiene credibilidad.

Una ventaja adicional del régimen de tasa de cambio fija es que con esta tasa no hay discrecionalidad para financiar el déficit fiscal. Bajo ella también puede disminuir la prima por el riesgo cambiario.

La desventaja del régimen de tasa de cambio fija es la pérdida de la autonomía monetaria.

6 Ver por ejemplo: International Monetary Fund (2009) páginas 20 y 21; International Monetary Fund. Regional Economic Outlook, Western Hemisphere. Washington DC, 2009.

Otra importante desventaja de los regímenes de tasa de cambio fija es que incentivan que los agentes tomen pasivos no cubiertos en moneda extranjera. Cuando esto sucede y el banco central no tiene los medios de defender el régimen de tasa de cambio fija, la crisis cambiaria y la depreciación de la tasa de cambio lleva a quiebras en bancos y empresas, y en ocasiones también puede llevar al no pago de la deuda pública.

Entonces, no sólo los pasivos en moneda extranjera llevan a que los bancos centrales implementen políticas para mantener la tasa de cambio rígida (el llamado *miedo a flotar*), también la rigidez de la tasa de cambio lleva a que los bancos, corporaciones y el gobierno incurran en pasivos no cubiertos en moneda extranjera. La rigidez de la tasa de cambio produce entonces un círculo vicioso de rigidez de la tasa de cambio y descalces cambiarios que hace que la devaluación sea difícil.

Esta es tal vez la principal enseñanza de la crisis de 2008. Mientras los países de América Latina exportadores de productos básicos y con regímenes de meta de inflación como Brasil, Chile, Colombia, Perú y México implementaron regímenes de meta de inflación con flotación de la tasa de cambio, algunos países de Europa Emergente entre los cuales sobresale Letonia, implementaron regímenes de tasa de cambio fija que incentivaron el endeudamiento en moneda extranjera. Mientras que en América Latina la flotación de la tasa de cambio redujo los descalces cambiarios⁷ permitiendo que los bancos centrales implementaran una política contracíclica, en Europa la política monetaria tuvo que ser procíclica, por lo menos al comienzo de la crisis.

Con pasivos netos en moneda extranjera como fue el caso de América Latina y Asia en la crisis de fin del siglo XX, y como es el caso en Europa Emergente durante la crisis de 2008-2009, la devaluación de la tasa de cambio no puede venir sin quiebras bancarias. A su vez, el tamaño de los préstamos externos significa que la quiebra de algunos bancos en Europa Emergente transmitiría las pérdidas al sistema financiero acreedor, es decir, a los bancos de algunos países avanzados de Europa, poniendo en peligro la salud del sistema financiero de algunas economías avanzadas de Europa. Sobre este asunto sobresale el caso de Letonia y se explica en más detalle en Las noticias: La crisis cambiaria de Letonia es una repetición de la de Argentina.

7 Nótese que cuando los choques a la curva de Phillips y a la demanda agregada en las economías local y extranjera son idénticos, el régimen de tasa de cambio fija producirá una tasa de interés interna que se comportará como si siguiera objetivos internos. Este es el argumento en el cual se basa la teoría de las áreas monetarias óptimas que se estudió en la Sección 11.2.4.

Las noticias: La crisis cambiaria de Letonia es una repetición de la de Argentina. Nouriel Roubini de la Universidad de Nueva York, es ampliamente conocido por ser el economista que predijo la crisis de 2008 en los Estados Unidos y que explicó de forma anticipada las fases que tomaría. En este artículo sobre Letonia, Roubini explica el papel del endeudamiento en moneda extranjera en este país, el cual es una economía con tasa de cambio fija. La necesidad de devaluar la tasa de cambio y las posibles repercusiones regionales de una crisis cambiaria son algunos de los asuntos que trata este artículo. Ver Nouriel Roubini (2009).

“Bulgaria, por el euro”. El artículo muestra cómo la crisis financiera global ha deteriorado la situación económica de Bulgaria al punto de poder aplazar su entrada a la Zona Euro. El resultado del balance fiscal es una de las variables clave en el momento de evaluar la entrada de un país a la Zona Euro. No obstante, la crisis ha deteriorado las perspectivas de crecimiento y con ellas las perspectivas para el balance fiscal se han tornado menos optimistas. Ver Fernando Cano (2009).

RESUMEN

Si hay movilidad internacional del capital, un régimen de tasa de cambio fija implica una política monetaria no autónoma. Con tasa de cambio fija no hay política monetaria y la tasa de interés interna sigue a la externa. La política monetaria puede dirigirse a objetivos internos si la movilidad internacional del capital no se permite; esto se logra al costo de atrasar el desarrollo de los mercados financieros.

El mecanismo de ajuste automático de un régimen de tasa de cambio fija es el de la movilidad del capital y su efecto sobre la cantidad de dinero y las tasas de interés. Otro conocido mecanismo de ajuste es el balance comercial y su efecto monetario sobre los precios a través de la cantidad de dinero.

Los regímenes de tasa de cambio fija se pueden clasificar en los de tasa de cambio fija no ajustable y ajustable.

Dentro de los regímenes de tasa de cambio fija no ajustable están la caja de convertibilidad y la dolarización. De un lado, en el régimen de caja de convertibilidad el banco central mantiene reservas internacionales en una cantidad por lo menos igual al dinero circulante y se compromete a comprar y vender moneda extranjera a una tasa de cambio predeterminada. Por su parte, la dolarización consiste en adoptar la moneda de otro país como medio de transacción, depósito de valor y unidad de cuenta.

También existe la dolarización parcial, que es la adopción por parte del público de una moneda extranjera como medio de transacción, depósito de valor y unidad de cuenta. La dolarización parcial toma tres formas: la dolarización de pagos, la dolarización financiera y la dolarización real. En teoría, la dolarización de pagos y la dolarización financiera no implican la pérdida total de la autonomía monetaria. No obstante, en la práctica, la política monetaria pierde la autonomía debido a la dolarización real y al miedo a flotar.

Dentro de las ventajas del régimen de tasa de cambio fija se pueden citar la de ser sencillo y la de ser transparente; por esto es una alternativa real para recuperar la estabilidad macroeconómica si se viene de la hiperinflación o de la pérdida de la credibilidad del banco central. Otra de las ventajas del régimen es que con una regla como una tasa de cambio fija no hay discrecionalidad para malas políticas, como por ejemplo la financiación monetaria del déficit fiscal. Por último, otra ventaja es que un régimen de tasa de cambio fija no ajustable puede disminuir la prima por el riesgo cambiario.

Dentro de las desventajas del régimen de tasa de cambio fija se encuentra la pérdida de la autonomía de la política monetaria.

TÉRMINOS CLAVE

- caja de convertibilidad
- dolarización
- dolarización de pagos
- dolarización financiera
- dolarización parcial
- dolarización real
- tasa de cambio fija ajustable
- tasa de cambio fija no ajustable

AUTOEVALUACIONES

1. Si la tasa de cambio es fija, ¿se cumple la paridad abierta de intereses?
2. ¿Cuál de los dos mecanismos de ajuste de la balanza de pagos es más probable que funcione en un régimen de tasa de cambio fija con control de capitales? ¿Y cuál si hay movilidad de capitales?
3. Mencione las ventajas y desventajas de tener un régimen de tasa de cambio fija.
4. ¿Qué ventajas y desventajas tiene la dolarización sobre la caja de convertibilidad?
5. Si aumenta la tasa de interés externa y en la economía interna hay movilidad de capitales y tasa de cambio fija, ¿qué sucede con el nivel de actividad económica local? ¿Qué ocurre con el nivel de actividad económica interna si la tasa de interés externa aumenta, hay movilidad de capitales y el régimen es de meta de inflación?
6. En un régimen de tasa de cambio fija con movilidad de capitales, ¿qué sucede con el mecanismo de ajuste de la balanza de capitales si el banco central esteriliza el cambio en las reservas internacionales?

AYUDAS INTERACTIVAS EN LA WEB



Simulador modelo de economía cerrada, mapa conceptual y autoevaluaciones.