

CONVERGENCIA, MONEDA UNICA Y DOLARIZACION

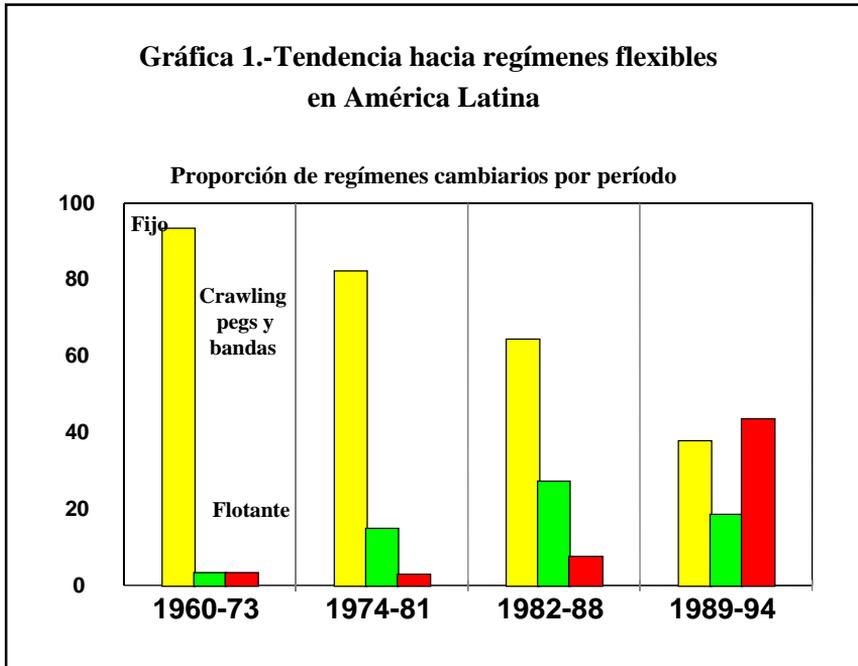
ERNESTO STEIN (*)

Las cosas que voy a presentar salen de algunos trabajos que estamos haciendo en la Oficina de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo, en forma conjunta con Ricardo Hausmann, con Ernesto Talvi, Hugo Panizza y algunos otros colegas de mi oficina y voy a hablar un minuto del plan de la presentación; primero voy a mencionar que hay una tendencia mundial hacia regímenes más flexibles y después voy a analizar algunas de las ventajas y desventajas de los distintos tipos de regímenes cambiarios, fijos, flexibles, unión monetaria, etc.; luego, voy a mostrarles de las algunas cosas que estamos investigando ahora, sobre cómo diferentes países que flotan, flotan de manera muy diferente; cómo los países desarrollados flotan de cierta manera y los países en desarrollo que flotan, lo hacen con ciertas restricciones y flotan de manera muy diferente, voy a dar ejemplos de Australia y de Méjico, y finalmente algunas reflexiones sobre convergencia, unión monetaria y dolarización.

Hay una tendencia mundial hacia regímenes más flexibles, y esta tendencia similar en los países de América Latina, en la gráfica 1 se observa la proporción de regímenes cambiarios en América Latina, que son fijos, crawling pegs y bandas y flotantes en diferentes períodos, esto en realidad, es un cuadro que tenemos que actualizar, porque hay varios países que se han movido hacia la flotación después de que termina el período que muestra el cuadro, pero se puede observar claramente el movimiento hacia mayor flotación y como dije, en 1999 se han movido varios países de América Latina hacia regímenes flotantes, tales como Brasil, Chile y Colombia, y el régimen flotante con metas de inflación parece ser el régimen preferido por muchos autores, incluyendo el Fondo Monetario. Entre las supuestas ventajas que tiene podemos destacar que ayudan a suavizar

(*) Versión no corregida por el autor

shocks externos, proveen autonomía monetaria y ayudan a prevenir crisis. Entonces, analicemos a la luz de la evidencia empírica latinoamericana algunas de las ventajas y desventajas que tienen los diferentes regímenes.



Una de las ventajas de los tipos fijos, o de las uniones monetarias, es que reducen los costos de transacción en los flujos de comercio e inversión; la otra es una ventaja de credibilidad, los beneficios de adoptar un compromiso creíble con una moneda estable le compran a uno la reputación del banco central de aquel país cuya moneda uno está ligándose y la pérdida más grande cuando uno decide fijar, o entrar a una unión monetaria, es la pérdida de independencia monetaria. Analicemos estas ventajas y desventajas una a una.

En cuanto a la reducción de los costos de transacciones, uno de los problemas de los tipos flexibles es la volatilidad cambiaria y los efectos negativos de esta sobre los flujos de comercio e inversión. Hay una larga literatura sobre cuáles son en realidad estos efectos y, en general, lo que se concluye es que hay efectos negativos y que estos no son demasiado

grandes, pero sin embargo, por lo general, estos estudios están concentrados, en países desarrollados. Aquellos estudios que miran a países en desarrollo encuentran que son más importantes estos efectos, en parte por las dificultades que hay en países en desarrollo de hacer hedging y cubrirse de los riesgos que implica la volatilidad cambiaria. Hay otros costos de transacciones que vienen, no ya con los tipos de cambio fijo, sino costos de transacciones que se pueden ahorrar cuando uno adopta una moneda común, y estos son los costos asociados a la necesidad de transar en dos monedas diferentes. ¿Cuánto son de importantes estos costos? No es fácil decirlo, yo creo que en la medida en que pasen algunos años vamos a poder aprender mucho de la experiencia de los países de la Unión Europea, de ver cuánto, digamos aumenta el comercio entre aquéllos que pertenecen a la moneda común y, a lo mejor, ver si no aumenta en la misma medida en aquéllos que, si bien pertenecen a la Unión Europea, no entraron al EURO, pero hay cierta evidencia del comercio entre las provincias de canadienses y los estados de Estados Unidos, que sugiere que estos efectos pueden ser muy importantes; ésta es evidencia de autores como McAllum y Helliwale que encuentran, usando modelos de la gravedad, que dos provincias canadienses tienden a comerciar 20 veces más entre ellas, de lo que comercia una provincia canadiense con un estado norteamericano, una vez que se controla por la distancia entre los estados y las provincias por el tamaño. Entonces, uno se puede preguntar a qué se debe esta diferencia tan significativa: estos son países que tienen un tratado de libre comercio, no tienen barreras arancelarias entre ellos, comparten el mismo idioma, la misma cultura, entonces, es difícil, si uno no piensa en el hecho de que las provincias canadienses transan en una misma moneda, pensar en otros posibles factores que puedan explicar esta diferencia. No estoy diciendo que toda esta diferencia se debe atribuir a la moneda única pero, por lo menos una parte, seguramente tiene que ver con esto.

Cuán importante sería la reducción de los costos de transacciones para el Mercosur, de entrar en una moneda única, bueno, dos de las economías, Uruguay y Paraguay, son economías muy abiertas, muy integradas al interior del Mercosur, Uruguay, el 50 % de las exportaciones, tengo entendido, están dirigidas al Mercosur, y en el caso del Paraguay es aún mayor, 62 %. En el caso de Argentina y Brasil, son países cerrados, y países menos integrados al Mercosur; sin embargo, las fluctuaciones cambiarias muy importantes que se han dado en los últimos tiempos generan presiones proteccionistas que pueden amenazar el proceso de integración.

Entonces, esta variabilidad cambiaria puede poner en peligro la profundización de la integración. Y estos efectos son también importantes sobre los flujos de inversión, yo me imagino, digamos, alguna gente que estaría pensando en invertir en el Mercosur antes de la devaluación brasilera; seguramente habrá, a lo mejor, dejando de invertir en Argentina o, en Uruguay o, en Paraguay, pensando en la posibilidad de que Brasil iba a devaluar, entonces, estas fluctuaciones cambiarias pueden ser un factor importante.

Después están los beneficios de un compromiso creíble con una moneda estable. El enfoque tradicional de esto es que uno compra la credibilidad del banco central del país al cual fija su tipo de cambio o al cual se une en el caso de la política monetaria; en este caso, los efectos de credibilidad van a depender de cuán creíble sea el compromiso que uno toma con esa moneda, y cuán estable es esa moneda. Entonces, si uno piensa en adoptar para el Mercosur el REAL, a lo mejor las ganancias en cuanto a la credibilidad no son las mismas que si uno decide adoptar una moneda más estable.

El costo grande es, por supuesto la pérdida de independencia monetaria y cuando uno piensa en la pérdida de la independencia monetaria uno tiene que pensar en los criterios de los Optimal Currency Areas o, áreas monetarias óptimas. Uno es la simetría de ciclo económico, lógicamente si dos países tienen los ciclos económicos muy simétricos, entonces, adoptar la moneda del otro país no va a ser tan costoso, digamos, resignar la política monetaria no es tan costoso porque la política monetaria que es adecuada para un país, va a ser también la política monetaria que es adecuada para el otro; entonces, en la medida en que los ciclos sean simétricos, el costo de sacrificar la política monetaria es menor.

Si los ciclos no son simétricos, hay otros factores que pueden disminuir o aumentar el costo de resignar la política monetaria. Uno es la flexibilidad salarial, si los salarios son flexibles, entonces, los ajustes en los diferentes países se darán en forma inmediata y no hay necesidad de pasar por prolongados períodos de recesión y desempleo, lo mismo si hay movilidad laboral, es el movimiento de los factores el que procesa el ajuste, en lugar de tener que pasar por prolongados períodos de recesión. Y, por último, si hay transferencias fiscales intra-regionales, en este caso, entre los países del Mercosur, entonces no es tan importante perder la independencia monetaria, porque, digamos, el país que está en boom le

puede transferir recursos al país que está en recesión y entonces, de esa manera, es como si la política fiscal fuera expansiva en el país que está en recesión y contractiva en el país que está en el boom. ¿Cumple el Mercosur con estos criterios de O.C.A.? Yo creo que no cumple con los de las transferencias evidentemente y me da la impresión de que en cuanto a flexibilidad laboral y movilidad laboral tampoco. Sin embargo, me parece que el más importante, que es de los ciclos económicos, me parece que sí están bastante correlacionados. Obviamente, no hice la medición y esto es más una sensación que tengo por la interdependencia que hay entre estos países; en particular, Paraguay y Uruguay dependen mucho de las condiciones macro de Argentina y Brasil. Más allá de si están o no correlacionados, una cosa muy importante, que han destacado Frankel y Rose, es que no sólo importa ver si los criterios de O.C.A. están presentes ex-ante, porque muchas veces, aunque no estén presentes ex-ante, pueden estar presentes ex-post. Ellos hicieron unos estudios empíricos mostrando que un aumento en el grado de integración comercial aumenta el grado de simetría de los shocks; entonces, puede ser que antes de entrar en una profundización de la integración, uno, digamos no cumpla realmente con los criterios de O.C.A., pero sí lo haga después. Y esto es más importante si uno piensa que, en la medida en que hay asimetría, muchas veces esta asimetría está dada por las propias fluctuaciones de los tipos de cambio. En la medida que desaparezcan esas fluctuaciones a través de una moneda común, desaparecería, por lo menos, una fuente de asimetría.

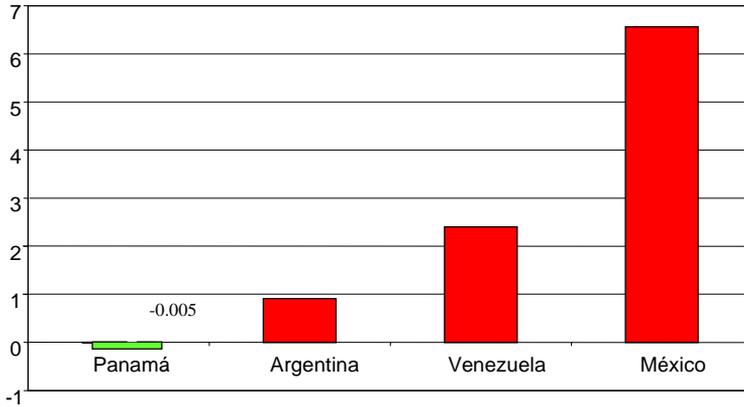
Ahora, pasemos a si la política monetaria o, si la independencia monetaria, ha sido realmente valiosa. Primero vamos a mirar si ha sido valiosa para aislar la tasa de interés doméstica de las tasas externas y después vamos a ver si ha sido valiosa como herramienta anticíclica. Entonces, la primer pregunta: ¿permite la flexibilidad cambiaria una mayor autonomía de las tasas de interés? Bueno, hay un trabajo de Frankel que muestra que esto no necesariamente es así, en realidad, uno esperaría que esto fuera así porque si el tipo de cambio está fijo, la paridad de tasas de interés nos dice que si la tasa de interés externa sube, la tasa de interés interna debería subir en la misma medida, si es creíble la política cambiaria y debería subir más seguramente si no lo es, porque hay un efecto sobre las expectativas de devaluación. Lo que encuentra Frankel es que en Panamá, que es una economía dolarizada, en realidad hay poca respuesta de las tasas de interés domésticas a los movimientos de las tasas de interés en Estados Unidos, hay una repuesta un poco mayor en el caso de Argentina y Hong Kong, más o menos de uno a uno, como uno esperaría con el caso

de un tipo de cambio fijo creíble y en el caso de Méjico y Brasil, donde uno esperaría que a lo mejor el tipo de cambio fuera el que ajustara, de tal manera que las tasas de interés no necesariamente tienen que variar, resulta que la respuesta es mucho mayor aún.

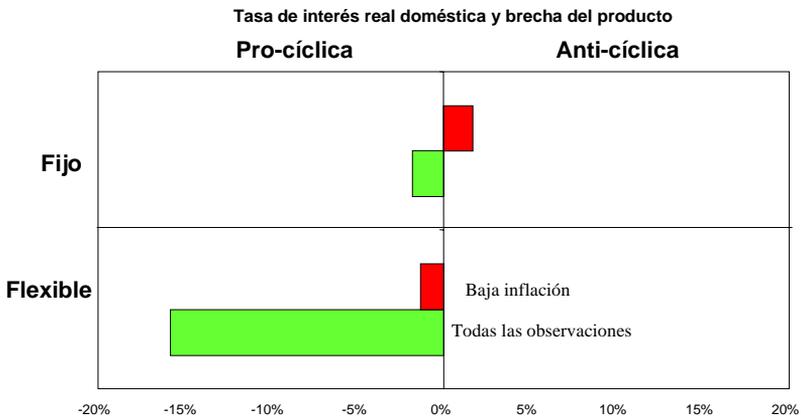
Nosotros, en la oficina nuestra hicimos un ejercicio parecido pero tratando de medir la respuesta de las tasas de interés domésticas al riesgo país, el riesgo país medido como los “spreads” en los bonos Brady sobre los treasuries (Gráfica 2). Y lo que encontramos es bastante parecido, en el caso de Panamá, prácticamente no hay respuesta; Uds. saben que el riesgo país ha tenido una volatilidad muy importante últimamente y lo interesante es que esta volatilidad, es que la correlación en el riesgo país de los diferentes mercados emergentes ha sido altísima. Entonces, parecería ser que la virtud, o falta de ella de un país explica dónde está el país, si tiene un riesgo más alto o más bajo pero, las valuaciones relativas del riesgo país son bastante estables pero, muy volátiles, las valuaciones absolutas muy volátiles. Entonces, pareciera que el origen de estas fluctuaciones no refleja cosas que sucedan en el país, sino cosas que suceden en el mercado en general. Entonces, ¿cómo es la respuesta de las tasas domésticas a este riesgo país que es tan volátil y, de alguna manera, se puede considerar exógeno? Bueno, en el caso de Panamá no hay prácticamente respuesta; en el caso de Argentina hay una respuesta 1 a 1, y en el caso de Méjico que tiene un régimen flexible la respuesta es enorme.

¿Ha funcionado la tasa de interés como herramienta anticíclica? Si miramos la gráfica 3, es posible apreciar que las tasas de interés han sido pro-cíclicas tanto en regímenes fijos como en regímenes flexibles, en América Latina, pero han sido más pro-cíclicos en regímenes flexibles que en regímenes fijos. En un trabajo que hicimos con Ernesto Talvi y otros colegas miramos los países de América Central con mucha atención y, en un ejercicio que eventualmente vamos a hacer para el resto de América Latina y, a lo mejor, para más países, tratamos de ver cómo shocks en los términos de intercambio afectan las tasas de crecimiento; uno esperaría que, en países de tipo de cambio flotante, cuando hay un shock a los términos de intercambio, de nuevo, el tipo de cambio es el que ajusta, de tal manera de suavizar los efectos sobre la economía doméstica. Y básicamente no encontramos ninguna diferencia en ocho países de América Central y del Caribe, entre la respuesta de aquellos que tenían tipos de cambio fijos y flexibles.

Gráfica 2.-Elasticidad de las tasas de interés de corto plazo al costo del financiamiento externo



Gráfica 3.-Las tasas de interés tienden a ser más pro-cíclicas bajo regímenes flexibles...



**Cuadro 1.-Términos de intercambio y crecimiento del producto
(en América Central)**

| | Pooled OLS | | Panel, FE | | Panel RE | |
|------------------|------------|-----|-----------|-----|----------|-----|
| Δ TOT | 0.003 | *** | 0.003 | *** | 0.003 | *** |
| | (3.01) | | (3.38) | | (3.15) | |
| FIX | 1.658 | *** | 2.184 | *** | 1.736 | *** |
| | (2.30) | | (2.94) | | (2.40) | |
| Δ TOT*FIX | -0.0002 | | -0.0005 | | -0.0003 | |
| | (-0.21) | | (0.47) | | (-0.25) | |
| CONST | 2.074 | *** | 1.667 | *** | 2.003 | *** |
| | (3.27) | | (2.58) | | (3.09) | |
| R ² | 0.160 | | 0.160 | | 0.160 | |
| N | 248 | | 248 | | 248 | |

No hay diferencia entre fijos y flexibles

Hay una cosa para la cual sí nos parece importante la política monetaria, que es para evitar ajustes deflacionarios severos, tales como el que está pasando Argentina ahora. Cuando un país experimenta un shock adverso a los términos de intercambio por la devaluación de un vecino y tiene que procesar una depreciación real, hay dos maneras de hacer esto: a través de un movimiento en el tipo de cambio, o a través de una deflación. ¿Cuáles son las diferencias entre el ajuste deflacionario y el ajuste devaluatorio? Si hay precios domésticos que son inflexibles a la baja, entonces el ajuste devaluatorio va a procesar el ajuste mucho más rápido y a lo mejor, evitar una recesión prolongada y desempleo prolongado. Pero, hay otro aspecto, que nos parece muy interesante, que es el aspecto de los efectos sobre los balances financieros de las empresas. Y, en este caso, va a depender de la estructura de endeudamiento de las empresas; si las empresas están endeudadas en moneda doméstica, una devaluación va a licuar las deudas de las empresas al mismo tiempo que la depreciación real que hace falta licúa sus activos; entonces, las empresas se salvarían de la quiebra. Mientras que una deflación, al no ser contingentes los contratos de deuda, podría mandar a estas empresas a la quiebra. En cambio, si hay pasivos en moneda extranjera se restablece cierta simetría, la empresa

se iría a la quiebra tanto si hay una devaluación como si hay deflación, pero en este caso, la velocidad de ajuste puede jugar a favor de la deflación, en lugar de la devaluación, porque al ser la depreciación real más lenta, entonces puede permitir un proceso de negociación más ordenada entre los empresarios y los bancos. Entonces, un elemento clave evidentemente es si los pasivos están dolarizados o no, sabemos que en el Mercosur, en Brasil el grado de dolarización es bajo pero, en Argentina es elevado y en Uruguay es uno de los más elevados de la región. Entonces, ¿cuán valiosa ha sido la independencia monetaria? No muy valiosa para aislarse de los shocks a las tasas externas, no muy valiosa como herramienta anti-cíclica, potencialmente valiosa para evitar ajustes deflacionarios severos, dependiendo del grado de dolarización de facto y de la magnitud de los shocks que requieran ajustes en los precios relativos.

Bueno, voy a hablar un poquito de cómo flotan los que flotan. Vamos a ver que en diferentes países, los tipos flotantes han funcionado de manera muy diferente; voy a dar los ejemplos de Australia y Méjico: en la gráfica 4 vemos el caso de Australia, la línea amarilla es el tipo de cambio; Australia tuvo un shock adverso a los términos de intercambio que implicó una depreciación de la moneda, y ¿cómo respondió a esto? Con una baja en la tasa de interés que, no sé si la pueden ver desde atrás, es la línea que está en rosado, para absorber el shock adverso de los términos de intercambio, absorber los efectos sobre la economía doméstica. Entonces, esto es como el “text book case” de la flotación. En cambio en el gráfico 5 vemos que en Méjico, cada vez que hay un aumento en el tipo de cambio, en general viene acompañado por un aumento en la tasa de interés para evitar una depreciación aún mayor. Entonces, la tasa de interés está siendo utilizada constantemente para tratar de defender la paridad, aunque estemos en un sistema flotante. Entonces, vemos que hay dos formas de flotar: mientras Australia deja que la moneda flote libremente, Méjico y otros países en desarrollo están sujetos a otras restricciones por las cuales muestran los que Guillermo Calvo llama “miedo de flotar”. Flotan con salvavidas, como dice también Guillermo Calvo, en la gráfica 6 se ven la cantidad de reservas en proporción a M2, vemos que países como Perú, Chile, Colombia, Bolivia, tienen una cantidad de reservas enorme, en realidad muy semejante a la que tienen los países con tipos de cambio fijo, mientras que los países desarrollados que flotan: Nueva Zelandia, Alemania, Australia, Canadá, tienen niveles de reservas sobre M2, realmente mucho más pequeños y los países latinoamericanos utilizan las reservas y las tasas de interés para defender la paridad de una manera muy marcada. En la gráfica 7 vemos la

volatilidad relativa de tipo de cambio y reservas. Un valor alto significa que el tipo de cambio se movió mucho y las reservas se movieron poco. Entonces, Japón, Sudáfrica, Australia, están en la parte de arriba y Guatemala, Perú y Bolivia están al final. Entonces, Guatemala, Perú y Bolivia, realmente usan mucho las reservas para mantener la paridad cambiaria y lo mismo podemos ver cuando miramos la volatilidad relativa del tipo de cambio y la tasa de interés, que es el otro mecanismo para defender la paridad. ¿A qué se debe esta diferencia? A dos cosas, uno a los pasivos dolarizados y otro al “pass-through” elevado que hay de tipo de cambio, hay inflación. Con cualquiera de estos dos elementos el banco central tiene que demostrar una preocupación por la paridad, porque sino se le pueden quebrar empresas si es que deja ir el tipo de cambio y los pasivos están dolarizados, o si tiene una meta de inflación no va a poder cumplir con esa meta si se produce una devaluación. Entonces, la pregunta crucial es si estas características, los pasivos dolarizados y el pass-through son características que se pueden cambiar para mejorar el funcionamiento de los flexibles, o si son características propias de las economías. A mi jefe, Ricardo Hausmann le gusta decir que los países tienen un pecado original que es que no consiguen financiamiento de largo plazo en su propia moneda y entonces tienen que tolerar ciertos “descalces” financieros o, piden prestado en dólares a largo plazo, con lo cual hay un descalce de monedas o, piden prestado a corto plazo en moneda doméstica y ahí puede haber un descalce de madurez y esto genera fragilidad financiera. Entonces, una clave es estudiar cómo ciertos países se escaparon de este pecado original, si es que algunos lo han hecho, creo que va a ser importante ver cómo fue el proceso por el cual Australia pudo acceder al financiamiento de largo plazo en su propia moneda, de qué manera Sudáfrica pudo acceder a financiamiento a largo plazo en su propia moneda. Por el lado del pass-through, el mismo va a depender de cosas que se pueden modificar y otras que no se pueden modificar. Va a depender del grado de apertura de la economía, de la historia de inflación y de política monetaria errática entre otros. Se plantea entonces la pregunta de si conviene insistir en tener una política monetaria seria ¿cuánto dura la transición hasta que uno gana suficiente credibilidad para reducir el pass-through? ¿Es posible modificar el pass-through? Y creo que es muy importante al pensar en la elección del régimen cambiario, comparar no con el flotante ideal a lo Australia, sino comparar con el flotante posible, a la Latino Americana.

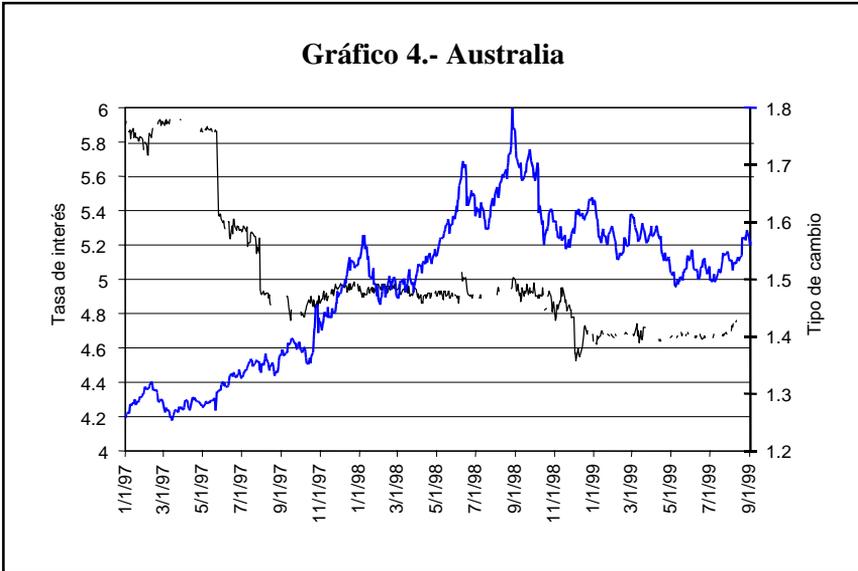


Gráfico 6.-Flotación con salvavidas
Reservas en proporción a m2

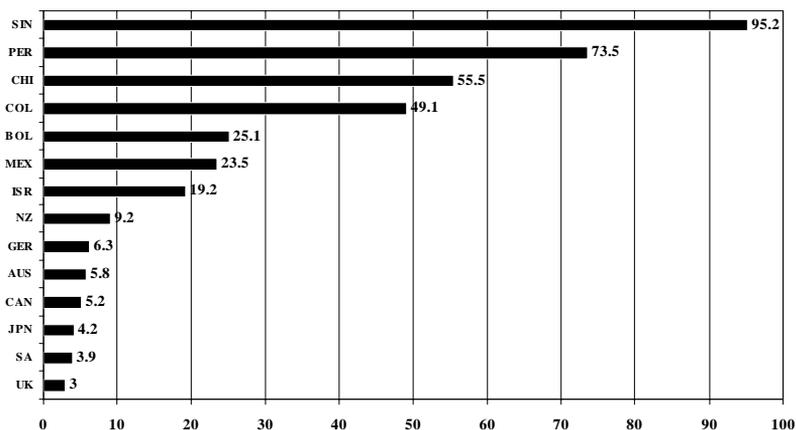
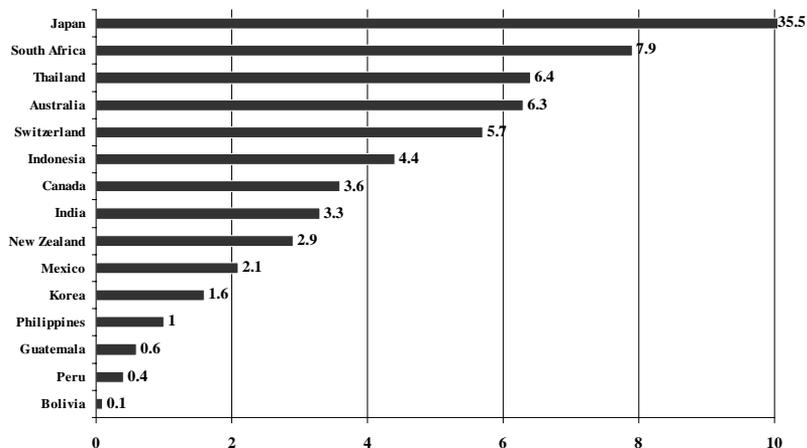


Gráfico 7.- Volatilidades relativas: tipos de cambio y reservas
 $\text{std}(\text{dev})/\text{std}(\text{res}/\text{m}^2)$



Para terminar, unas reflexiones sobre convergencia, moneda única y dolarización; creo que la convergencia, obviamente, es fundamental para alcanzar la moneda única, por otro lado, las lecciones del euro son que la moneda única también es fundamental para alcanzar la convergencia. Sin la zanahoria de la moneda única, lo que pasa es que la zanahoria de pegarse al real puede no ser la misma que pegarse al euro. En todo caso en el gráfico 9 se muestra la convergencia de los países pequeños del euro en cuanto a sus tasas de interés, que fue realmente notable a medida que se iba acercando el momento de la unificación monetaria. Entonces, creo que en definitiva, en cuanto a moneda única, yo creo que las ventajas son mayores que las desventajas, la pregunta es ¿Cuál debería ser esa moneda única? Yo creo que hay dos posibilidades, una posibilidad es un proceso largo de tratar de ganar credibilidad y de alguna manera ir luchando contra este problema del pecado original y reduciendo el pass-through de los precios, que es un proceso un poco incierto; y la otra posibilidad es directamente la dolarización adoptando la credibilidad de la moneda norteamericana, evidentemente que hay un trade-off ahí, porque se resigna más política monetaria, pero estas son las dos opciones; digamos, la primera, que uno se pregunta si es posible generar esa credibilidad en el tiempo y es algo que hay que estudiar, la otra es dolarizar.

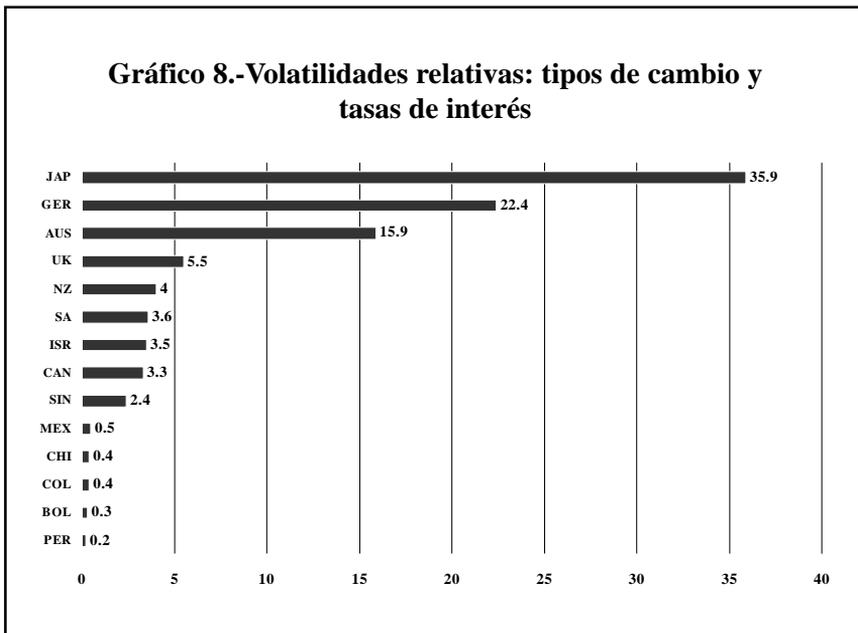


Gráfico 9.- La Convergencia de las Tasas Nominal de Interés en el Caso de la Unión Europea (Spreads con Respecto a Alemania)

