

LOS REGÍMENES CAMBIARIOS Y EL ÁMBITO DE LA COOPERACIÓN REGIONAL

A. Introducción

Los regímenes cambiarios de los países en desarrollo y las economías en transición han suscitado cada vez más atención en el debate reciente sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional en vista de su contribución a la vulnerabilidad exterior y a las crisis monetarias y financieras. En los países que están muy integrados en los mercados financieros internacionales, los regímenes de tipo de cambio ajustable (las llamadas paridades blandas) se consideran de forma creciente como la causa principal de los ciclos de auge y depresión de las corrientes financieras. En consecuencia, el consejo que más abunda es que esos países adopten tipos que floten libremente o que asuman con seriedad el compromiso de defender uno fijo, vinculándolo a una moneda de reserva mediante juntas monetarias o adoptando una de ellas como moneda nacional (dólarización); en otras palabras, se les recomienda que apliquen una de las soluciones llamadas “extremas” en contraposición con los regímenes intermedios de paridades ajustables¹. Según algunas estimaciones, casi dos tercios de las economías emergentes de mercado contaban en 1991 con sistemas cambiarios intermedios, pero en 1999 tal proporción había disminuido a 42%, y la de las que utilizaban paridades duras o alguna variante de flotación había aumentado a 58% (Fischer, 2001, fig. 2). Sin embargo, si bien muchos países afectados por crisis financieras en el pasado decenio adoptaron después tipos flotantes, la mayor volatilidad asociada a esos regímenes se ha convertido en un motivo de preocupación. De tal suerte que ahora parece haber mayor interés entre los países en desarrollo y las economías en transición por las paridades duras. Y cada vez más en un sistema financiero mundial muy integrado, se está poniendo en entredicho la

existencia de muchas monedas independientes (Hausmann, 1999).

En las economías emergentes de mercado, los regímenes de paridades ajustables resultan problemáticos cuando los capitales circulan libremente, ya que conducen a ciclos de auge y depresión y a reacciones excesivas de los tipos de cambio. No obstante, ni la flotación libre ni las paridades duras constituyen alternativas viables. Los desajustes monetarios y los vaivenes asociados a los sistemas de flotación pueden tener graves consecuencias para los países en desarrollo con economías pequeñas y abiertas y una deuda exterior relativamente grande denominada en monedas de reserva. Por otra parte, en casi todos los países en desarrollo y economías en transición, vincularse a una moneda de reserva y abandonar la autonomía de la política monetaria puede entrañar costos considerables en términos de crecimiento, empleo y competitividad internacional, costos que superan con mucho las ventajas que ese régimen brinda en estabilidad de precios y tipos de cambio. A estas conclusiones se llega también en un documento sobre los regímenes cambiarios de las economías emergentes de mercado preparado conjuntamente por personal de los Ministerios de Finanzas de Francia y el Japón, con ocasión de la reunión de los ministros del ramo europeos y asiáticos en Kobe, Japón, en enero de 2001:

Nada garantiza que el sistema de juntas monetarias no adolezca de las mismas deficiencias que los regímenes con monedas vinculadas... La estrategia de la flotación libre tiene sus propios costos en razón de la posible volatilidad excesiva y el riesgo de unos beneficiarios parásitos (Ministerio de Finanzas, Japón, 2001: 3-4).

Una consecuencia de esa opinión autorizada es que países en desarrollo con estructura de comercio exterior y una orientación del mercado similares podrían terminar en los extremos opuestos del espectro cambiario, esto es, unos con flotación y otros con tipos de cambio fijos frente al dólar, incluso si comercian mucho entre ellos. En consecuencia, no sólo estarían sus monedas flotando entre sí, sino también sus tipos de cambio bilaterales se verían muy influidos por la evolución general del dólar frente a otras monedas. Habida cuenta de los desajustes y fluctuaciones que caracterizan a los mercados monetarios, ello implicaría cambios erráticos e imprevistos en la posición competitiva recíproca de los países en desarrollo. Cuando hay mucho comercio bilateral, como entre el Brasil y la Argentina, esos cambios pueden influir bastante en sus economías, provocando tensiones en las relaciones comerciales. Dicho en pocas palabras, las soluciones unilaterales extremas pueden arrojar resultados incongruentes para los países en desarrollo considerados en su conjunto.

Lo fundamental es saber si existe un régimen cambiario viable y apropiado para las economías en desarrollo y en transición que están muy integradas en los mercados financieros mundiales cuando las principales monedas de reserva acusan vaivenes y desajustes frecuentes, y cuando la cuantía y celeridad de los movimientos internacionales de capital pueden desbordar muy rápidamente a las autoridades de esos países y acortar el margen de que disponen en su política económica. ¿Cabe esperar que esos países resuelvan sus problemas cambiarios unilateralmente cuando la magnitud, dirección, modalidades y condiciones de las corrientes de capital se ven muy influidas por las medidas adoptadas en los principales países con monedas de reserva, y cuando en los mercados monetarios y financieros internacionales predomina un comportamiento especulativo y gregario? Ciertamente, los controles de los flujos de capital facilitan una gestión prudente de los tipos de

cambio. A decir verdad, unos pocos países, como China, han sido capaces de proseguir con sus sistemas de paridades ajustables sin encontrar problemas serios. Sin embargo, varios mercados emergentes ya han hecho la opción política de integrarse lo más posible en el sistema financiero mundial y no quieren controlar las corrientes de capital. Además, podría ser muy difícil para un solo país resistir a la fuerte tendencia hacia la liberalización de los movimientos de capital, sobre todo si tiene vínculos estrechos con los mercados internacionales por conducto de la IED y el comercio exterior.

Si bien todo esto implica que habría que buscar en principio la solución en el plano mundial, las posibilidades de lograrlo no son muchas habida cuenta de la actitud de las principales potencias sobre los tipos de cambio. Como no es previsible en un próximo futuro un acuerdo mundial para arbitrar un sistema cambiario estable, hay que preguntarse si cabría encontrar soluciones viables en el plano regional. A este respecto, la experiencia posterior a Bretton Woods cuando Europa estableció unos mecanismos para introducir un patrón estable de tipos de cambio intrarregionales, que acabarían conduciendo a una unión monetaria, podría brindar lecciones útiles a las regiones en desarrollo, en particular el Asia oriental y Sudamérica. No obstante, si bien las medidas monetarias regionales y la cooperación en este particular entre los países en desarrollo reportarían ventajas, no resolverían el problema de qué régimen monetario habría que adoptar y cómo cabría lograr la estabilidad cambiaria respecto de las monedas del G-3. Aun con una integración mayor, los países en desarrollo no podrían dejar de prestar atención a sus tipos de cambio con esas monedas. Parece así que los acuerdos regionales entre países en desarrollo tendrían que implicar a los principales países con monedas de reserva o basarse en un régimen común de controles de capital con el fin de conseguir estabilidad y evitar costosas crisis.

Lo fundamental es saber si existe un régimen cambiario viable y apropiado para las economías en desarrollo cuando las principales monedas de reserva acusan vaivenes y desajustes frecuentes, y cuando los movimientos internacionales de capital son extremadamente inestables.

B. Regímenes cambiarios

1. Las paridades blandas

Hace tiempo que quedó establecido que una economía que acepta plenamente el libre movimiento de capitales (o que no consigue controlar de manera efectiva esos movimientos) no puede a la vez fijar su tipo de cambio (en un determinado valor o dentro de una banda estrecha) y aplicar una política monetaria independiente. Todo intento de hacerlo acabará en incongruencias que obligarán al país a abandonar uno de esos dos objetivos. Una opción consistiría en implantar tipos de cambio fijos mediante juntas monetarias o una dolarización sin más a expensas de la autonomía de la política monetaria. Otra sería pasar a tipos de cambio flotantes, eximiendo así a la política monetaria de tener que defender un determinado tipo de cambio (o una banda estrecha). El hundimiento del sistema de Bretton Woods de paridades ajustables, la crisis de 1992-1993 del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME) y los episodios recientes de crisis en mercados emergentes, todo ello se considera que es el resultado de la incompatibilidad entre la apertura de las cuentas de capital, el afán por unos tipos de cambio estables y una política monetaria independiente.

El sistema de Bretton Woods de paridades ajustables funcionó con muchos controles sobre los movimientos internacionales de capital. Así y todo, las desavenencias entre las modalidades cambiarias y la política monetaria interna de los principales países crearon serios desequilibrios de pagos e incentivos para que el capital se desplazara de unos a otros países, esquivando los controles. Esto acabó conduciendo al desplome del sistema y a la adopción de tipos flotantes. Incluso aunque los tipos de cambio ajustables del SME constituyeron un paso hacia la unión monetaria (paridades duras) y se vieron respaldadas por una amplia cooperación monetaria intrarregional, las incongruencias entre los parámetros macroeconómicos fundamentales y los tipos de cambio provocaron una crisis y el colapso del SME en 1992-1993. La implantación de paridades blandas también se considera que constituye una de las causas primeras de las recientes crisis financieras en economías emergentes de mercado tales como México, Tailandia, Indonesia, la República de Corea, la Federación de Rusia y Brasil.

El paso posterior de esos países a tipos flotantes se interpreta a menudo como el reconocimiento de que las paridades blandas no son viables en países muy integrados en el mercado financiero mundial.

El papel de las paridades blandas como coadyuvante de la fragilidad externa y del desencadenamiento de crisis financieras en economías emergentes de mercado está bien establecido². Casi todas esas economías ofrecen unos tipos de interés nominales superiores a los del mundo industrializado, en buena parte por causa de unas tasas de inflación más altas. Esto crea oportunidades de arbitraje a corto plazo para los inversores y prestamistas internacionales, así como incentivos a las empresas nacionales para que reduzcan sus costos de financiación endeudándose en el extranjero. Por otra parte, sin embargo, al proporcionar garantías implícitas a los deudores y acreedores internacionales, las paridades blandas pueden fomentar préstamos y endeudamientos imprudentes. El riesgo de depreciación no se tiene en cuenta por la estabilidad del tipo de cambio nominal y la confianza suscitada por la rápida liberalización y apertura de la economía. La credibilidad de las paridades así como las oportunidades de arbitraje se ven acrecentadas cuando el país aplica una política monetaria estricta con el fin de reducir la inflación o prevenir un recalentamiento de la economía.

Sin embargo, una paridad nominal con una tasa de inflación más alta también ocasiona una apreciación de la moneda en términos reales y un incremento del déficit en cuenta corriente. Si se deja que aumenten los déficit y los pasivos externos, el riesgo monetario se redoblará rápidamente. Como no existe un compromiso firme de defender la paridad, el empeoramiento de los indicadores fundamentales acabará suscitando esperanzas de una devaluación y provocará una rápida huida de capitales. Esto no sólo crea penurias de liquidez; también obliga a las autoridades monetarias a endurecer su política y a restringir la liquidez aún más. Más pronto o más tarde, la paridad cambiaria se abandona, conduciendo a una caída libre que, juntamente con el alza de los tipos de interés, causa enormes perturbaciones en la economía.

A pesar del riesgo de unas costosas oscilaciones monetarias y de las crisis, muchos países con tasas de inflación relativamente altas se han mostrado a

menudo partidarios de estabilizar el valor interno de sus monedas afianzando su valor exterior al anclarse a una moneda de reserva con un buen historial de estabilidad. Esto es así no sólo en el caso de economías europeas pequeñas y abiertas como Austria, Bélgica y los Países Bajos, sino incluso en el de una gran economía como Italia, que tuvo que hacer frente a varios ataques especulativos contra su moneda y registró perturbaciones durante el proceso de convergencia hacia las tasas de inflación de los países de la UE con los que más comercia. Muchas economías emergentes de mercado, sobre todo en América Latina, también han recurrido a las paridades blandas para reducir la inflación. Aunque resultó difícil lograr una salida ordenada de esas paridades con miras a reajustar sus monedas, resulta notable que esos países consiguieran evitar el retorno de mucha inflación después de las crisis, a pesar de unos pronunciados declives de sus monedas. Por ejemplo, con la introducción en 1994 de un plan de estabilización basado en el tipo de cambio (Plan Real), el Brasil logró reducir su tasa de inflación desde un nivel de cuatro dígitos a otro de un solo dígito en 1998. A pesar de diversos ajustes en el valor del real y de un descenso relativamente rápido de la inflación, la moneda brasileña se había apreciado alrededor del 20% al final del proceso de desinflación. Sin embargo, no fue posible proceder a un reajuste ordenado del tipo de cambio, que se vio sometido a muchas presiones a finales de 1998, en parte por las secuelas de la crisis rusa. Pero después de un alza inicial, la inflación se estabilizó en niveles bajos a pesar de una pronunciada disminución del valor del real frente al dólar (véase *TDR 1999*, primera parte, cap. III, secc. B).

La apreciación suele ser inevitable en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio por causa de la resistencia de los precios internos. Fundamentalmente, forma parte de la lucha contra la inflación, ya que una mayor participación en el comercio internacional - que se traduce en precios más bajos de importación y una mayor competencia en los mercados de exportación - ayuda a disciplinar a los productores nacionales y sirve para frenar las demandas salariales. Sin embargo, tales programas se lanzan a menudo sin prestar la debida atención a los posibles problemas de una apreciación monetaria real y sin una clara estrategia de salida (esto es, cuándo y cómo alterar la paridad o el sistema cambiario y reajustar el tipo de cambio). Aunque desde el punto de vista académico puede parecer sencillo restablecer la competitividad internacional ajustando una sola vez el tipo de cambio, esta solución quizá sea políticamente difícil. A decir verdad, los problemas

que plantea encontrar una solución política tienden a subestimarse. Los gobiernos muchas veces son reacios a abandonar la paridad y devaluar después de desplegar muchos esfuerzos para intentar convencer a la gente de que el tipo de cambio fijo ha hecho más bien que mal. También tienen miedo a perder la confianza de los mercados y a tener que afrontar un agudo cambio de signo de las corrientes de capital y un desplome de su moneda.

Habida cuenta del comportamiento gregario de los mercados financieros, esos temores a un aterrizaje duro no siempre son infundados, aun cuando, como se dijo antes, unos acusados declives de la moneda rara vez se traducen en el retorno inmediato de la inflación. Prever una estrategia de salida es arriesgado, ya que no siempre resulta fácil calcular con qué rapidez la inflación disminuirá. El programa turco de estabilización basado en el tipo de cambio de diciembre de 1999 contaba con una estrategia de esa índole. No obstante, no logró cumplir su objetivo en materia de inflación y, después de una serie de crisis económicas y políticas, el Gobierno se vio obligado a abandonar la paridad y pasar al otro extremo, esto es, a una flotación, antes de la fecha de salida que se había anunciado (véase el recuadro 2.1 del capítulo II). En Europa, las disposiciones institucionales del SME que entrañaban una asistencia por parte de los países ancla han ayudado, en varias ocasiones, a introducir los ajustes necesarios en las monedas de los países con paridades vinculadas sin provocar inestabilidad ni contagio (véase *infra*). Sin embargo, esas disposiciones no tienen una réplica fácil en los mercados emergentes que establecen las paridades unilateralmente. El respaldo de las instituciones financieras internacionales podría ayudar a que se logaran salidas ordenadas, pero la experiencia hasta ahora no ha sido muy alentadora³.

Las paridades blandas se usan no sólo para combatir la inflación. En el Asia oriental, por ejemplo, la estabilidad cambiaria era un ingrediente importante de la estrategia de desarrollo de esos países orientada a la exportación y perseguía afianzar la división regional del trabajo en el contexto del progreso en forma de cuña. Por causa de la concentración de las exportaciones asiáticas en los mercados del área del dólar, los tipos de cambio nominales de la región, sin ser fijos, se habían mantenido generalmente estables dentro de una banda del orden del 10% en relación con el dólar desde finales del decenio de 1980. Habida cuenta de sus bajas tasas de inflación, en casi todas las economías del Asia oriental la apreciación de la moneda resultó moderada o casi nula. La

Los programas de estabilización basados en el tipo de cambio se lanzan a menudo sin prestar la debida atención a los posibles problemas de una apreciación monetaria real y sin una clara estrategia de salida.

combinación de tipos de cambio nominales estables, crecimiento económico rápido y tasas de interés nominales relativamente altas inspiró confianza y atrajo a inversores y prestamistas internacionales. Con todo, tal cosa hizo que se acumularan unos riesgos monetarios considerables y que hubiera fragilidad financiera externa, lo que acabó traducándose en una salida rápida de capitales, que se contagió a toda la región en razón de los comportamientos gregarios. Incluso en Indonesia, no fue posible un ajuste ordenado de la moneda a pesar de unos buenos indicadores macroeconómicos y de las medidas tomadas por el Gobierno en tiempo oportuno para ampliar la banda monetaria con el fin de detener la especulación contagiosa (*TDR 1998*, primera parte, cap. III; Akyüz, 2000b).

Una forma de sortear estos problemas es recurrir a los controles de las corrientes de capital sin perjuicio de mantener una paridad blanda. El gravar las entradas de capital y exigir unos depósitos de reserva con miras a suprimir las oportunidades de arbitraje a corto plazo puede ayudar a preservar la autonomía monetaria, y cabe aplicar una política de tipos de interés altos sin fomentar las entradas especulativas de capital y una acumulación excesiva de riesgos monetarios. No obstante, cuando la inflación interna sea alta, no podrá evitarse la apreciación monetaria. Esto ocurrirá en particular cuando las paridades se usen para combatir la inflación. En todo caso, una gran mayoría de países en desarrollo se ha mostrado reacia a imponer controles de las entradas de capital durante la fase de auge del ciclo financiero como medio para disuadir las corrientes de arbitraje a corto plazo, por los mismos motivos que es remisa a salir de los tipos de cambio vinculados después de lograr una desinflación. Y, tal como se explica en el capítulo siguiente, todavía están menos dispuestos a imponer controles a las salidas de capital con el fin de estabilizar los tipos de cambio y liberar a la política monetaria de las presiones en los mercados monetarios en momentos de ataques especulativos y crisis.

2. La flotación

¿Constituye la flotación una alternativa viable para los países en desarrollo y las economías de transición? ¿Pueden esos países realmente dejar el valor externo de sus monedas al albur de los flujos internacionales de capital y perseguir con la política monetaria exclusivamente objetivos internos tales como la estabilidad de los precios o el pleno empleo? ¿Hasta qué puntos esos objetivos se verían

menoscabados por la volatilidad excesiva y los desajustes que suelen acompañar a la libre flotación?

Al margen totalmente de cuán apropiado podría ser ese régimen, resulta por varios motivos especialmente inadecuado para los países en desarrollo y las economías en transición así como para los países industriales más pequeños. En comparación con las grandes economías industriales, los países en desarrollo y aquéllos con mercados emergentes dependen mucho más del comercio exterior, cuyas transacciones suelen hacerse en moneda extranjera. Por término medio, la parte del comercio internacional en su producción nacional es dos veces mayor que en los Estados Unidos, la UE o el Japón, de suerte que las repercusiones de la evolución de los tipos de cambio sobre sus condiciones económicas internas – como precios, producción y empleo – son mucho mayores. Además,

esas economías tienen un mayor endeudamiento exterior neto, con una parte mayor del mismo denominado en divisas. Por consiguiente, unos cambios pronunciados en su tipo de cambio tienden a generar dificultades en el servicio de la deuda, así como problemas de liquidez y solvencia. En acusado

contraste, un país como los Estados Unidos puede endeudarse en su propia moneda, transfiriendo así de una manera efectiva el riesgo cambiario a los acreedores⁴.

Se aduce también que casi todas las economías en desarrollo y en transición carecen de instituciones dignas de crédito, y esto por sí mismo ocasiona más volatilidad en los mercados y los tipos de cambio, cosa que se cree ha conducido a un “temor a la flotación” muy extendido entre los mercados emergentes. Por consiguiente, un gran número de esos países que afirma dejar que sus tipos de cambio floten en realidad aplica regímenes intermedios e interviene en las tasas de interés y el mercado monetario para influir en los tipos de cambio. Esta conclusión también contradice el aserto de que los mercados emergentes han ido alejándose de los sistemas de paridades ajustables (Calvo y Reinhart, 2000; Fischer, 2001; Reinhart, 2000).

La experiencia de los principales países industriales con los tipos flotantes durante los años de entreguerras, así como desde que se vino abajo el sistema de Bretton Woods, sugiere que la volatilidad, los vaivenes y los desajustes de los tipos de cambio no pueden atribuirse sin más a la falta de instituciones que gocen de crédito. Más bien son rasgos sistémicos de unos mercados monetarios dominados por corrientes de arbitraje a corto plazo. La experiencia francesa en el decenio de 1920, por ejemplo, fue lúcidamente descrita en un informe de la Sociedad de las Naciones en 1944:

Los peligros de tales movimientos cumulativos y que se intensifican por sí mismos en un régimen de tipos de cambio que fluctúen libremente se advierte de forma clara en la experiencia francesa de 1922-1926. Los tipos de cambio en esas circunstancias no pueden por menos de ser muy inestables, y la influencia de factores psicológicos resultará a veces abrumadora. Los economistas franceses quedaron tan impresionados por esa experiencia que desarrollaron una "teoría psicológica" especial de las fluctuaciones cambiarias, poniendo el acento en el carácter indeterminado de los tipos de cambio cuando se deja que encuentren su propio nivel en un mercado plagado de anticipaciones especulativas... La experiencia del franco francés entre 1922 y 1926 y de aquellos vaivenes con fluctuaciones incontroladas, como los registrados en ciertas monedas en los años treinta, demuestra no sólo la dificultad de mantener un tipo de cambio que fluctúe libremente sin sacudidas... también muestra cuán difícil puede ser para la balanza comercial de un país ajustarse por su parte a variaciones amplias y violentas. (Sociedad de las Naciones, 1944: 118, 119).

Hablando en 1937 de esa misma experiencia, von Hayek explicó los altibajos no sólo en términos de las corrientes de capital a corto plazo; también sostuvo que los tipos flotantes fomentaban esos flujos de capital:

Es en razón de que los movimientos de los fondos a corto plazo se deben con frecuencia, no a cambios en la demanda de capital para inversión, sino a modificaciones en la demanda de dinero contante como reserva de liquidez, por lo que los movimientos internacionales de capital a corto plazo han tenido tan mala reputación como causa de perturbaciones monetarias. Y esta reputación no es totalmente inmerecida...

Soy totalmente incapaz de ver por qué en un régimen de tipos de cambio variables el volumen de los movimientos de capital a corto plazo haría otra cosa que no fuera aumentar. Toda sospecha de que los tipos de cambio se modificarán en un próximo futuro crearía un poderoso motivo adicional para mover fondos desde el país cuya moneda es probable que baje al país cuya moneda es probable que suba... Esto significa que si la causa original es ya un movimiento de capitales a corto plazo, la variabilidad de los intercambios tenderá a multiplicar su magnitud y puede convertir lo que inicialmente habría sido un inconveniente menor en una gran perturbación (von Hayek, 1937: 62-64).

La experiencia de los principales países industriales con los tipos flotantes sugiere que la volatilidad, los vaivenes y los desajustes de los tipos de cambio no pueden atribuirse sin más a la falta de instituciones que gocen de crédito.

A pesar de una convergencia apreciable de las tasas de inflación y de las tendencias de los costos laborales unitarios durante el pasado decenio, los tipos de cambio del G-3 han seguido acusando desajustes persistentes y grandes altibajos.

Como ya se examinó con algún detalle en anteriores informes de la UNCTAD, desde el hundimiento de los acuerdos de Bretton Woods la volatilidad, unos desajustes tenaces y los vaivenes han sido también los rasgos predominantes de los tipos de cambio de las principales monedas de reserva⁵. A pesar de una convergencia apreciable de las tasas de inflación y de las tendencias de los costos laborales unitarios durante el pasado decenio, los tipos de cambio del G-3 han seguido acusando desajustes persistentes y grandes altibajos. Este comportamiento desordenado ha causado serios problemas a los países en desarrollo en la gestión de sus monedas y de su deuda exterior, y constituido a menudo un factor importante de las principales crisis de los mercados emergentes. Sin embargo, tales problemas han sido ignorados casi siempre por los principales

países industriales que, en su mayor parte, se han guiado en su política monetaria por objetivos nacionales, concretamente por la lucha contra la inflación. Sólo en contadas ocasiones los Estados Unidos y el Japón, por ejemplo, que practican la libre flotación, recurrieron a intervenciones y a una coordinación ad hoc de la política económica cuando la inestabilidad monetaria y los desajustes plantearon serias amenazas a sus perspectivas económicas, como ocurrió en la segunda mitad del decenio de 1980 al tenerse que reajustar y estabilizar el dólar frente a crecientes presiones proteccionistas asociadas a grandes desequilibrios comerciales, y como sucedió una vez más a mediados del decenio de 1990 al subir el yen a niveles sin precedentes frente al dólar.

Los países en desarrollo se ven animados a adoptar una flotación con el argumento de que la incertidumbre cambiaria resultante suprimiría las garantías implícitas y desalentaría los préstamos y los endeudamientos imprudentes. No obstante, la experiencia muestra que es tan probable que las crisis ocurran con tipos flotantes como con paridades ajustables (Banco Mundial, 1998). Cuando existe liberalización financiera y una movilidad sin trabas del capital, los tipos de cambio nominales no logran moverse de un modo ordenado para ajustar las diferencias en las tasas de inflación (es decir, la paridad del poder de compra no se mantiene), mientras que el ajuste de los tipos de interés a la inflación es sumamente rápido. De resultados de ello, las monedas de los países con inflación alta tienden a

apreciarse a corto plazo. Con paridades blandas, unas entradas grandes de capital (esto es, unas entradas que superen las necesidades de la cuenta corriente) atraídas por las oportunidades de arbitraje aumentarían las reservas internacionales, mientras que con una flotación conducirían a apreciaciones nominales que reforzarían – en lugar de frenar – las entradas de capital y agravarían la merma de competitividad causada por la elevada inflación. Aunque las apreciaciones también acrecientan los riesgos monetarios, los mercados pueden ignorarlas cuando obedecen a un comportamiento gregario. Por ejemplo, si las monedas del Asia oriental se hubieran dejado flotar a principios del decenio de 1990, cuando las entradas superaban a las necesidades de las cuentas corrientes, el resultado podría haber sido mayores apreciaciones y más desequilibrios en los pagos. A decir verdad, frente a esas entradas tan grandes de capital a principios de ese decenio, muchos gobiernos del Asia oriental optaron por intervenir con el fin de prevenir la apreciación (TDR 1998, recuadro 2).

Como ya se dijo, la experiencia de los mercados emergentes con la flotación durante el período de posguerra es más bien limitada y se concentra, en cambio, en las etapas posteriores a los recientes episodios de crisis financiera. No obstante, muestra varios rasgos que desautorizan las premisas de sus partidarios. En América Latina, por ejemplo, los tipos de interés internos han sido más sensibles a los cambios en los tipos estadounidenses, y más variables en países con regímenes de flotación que en aquéllos con tipos fijos o semifijos, lo que se tradujo en menos – más bien que en más – autonomía monetaria y mayores riesgos para el sistema financiero (Hausmann, 1999). La flotación parece promover las políticas monetarias procíclicas cuando los tipos de interés tienden a subir durante la recesión. También conduce a una mengua de los mercados financieros internos y a tipos de interés más altos al incrementar el riesgo de tener activos internos.

3. Las paridades duras

Parece así que los mercados emergentes con cuentas de capital abiertas no pueden lograr una estabilidad económica y financiera sostenida tanto si vinculan sus monedas como si las dejan flotar. Quedan las opciones de paridades duras, juntas

monetarias o dolarización completa. A finales del decenio de 1990, había paridades duras en 45 economías, miembros del FMI, de las que 37 (incluidos los entonces 11 países de la eurozona) no contaban con un órgano de intervención legal independiente, y el resto (como Argentina, Hong Kong (China) y las economías en transición de Bulgaria, Estonia y Lituania) tenía juntas monetarias (Fischer, 2001). Con la excepción de la UME, casi todas las economías que se encontraban en el primer caso eran pequeñas. Más recientemente, el Ecuador y El Salvador han adoptado el dólar como moneda nacional y Guatemala está en vías de hacerlo.

Tales regímenes se consideran particularmente apropiados para países con una larga historia de desórdenes monetarios, rápida inflación y falta de disciplina fiscal (es decir, donde existe una “desconfianza excepcional en la política monetaria discrecional”) (Eichengreen, 1999: 109). Suponen abolir el banco central y descartar toda política monetaria propia y la posibilidad de un prestamista de última instancia. No sólo prescinden del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste externo, sino también subordinan todos los demás objetivos de la política económica a mantener un tipo de cambio nominal fijo o la dolarización. Sin embargo, esos mismos rasgos también proporcionan la credibilidad necesaria para el éxito de esos regímenes, ya que implican que los gobiernos están dispuestos a someterse a la disciplina de fuerzas exteriores, en particular de un banco central extranjero con un buen historial en materia de política monetaria. Entre los beneficios económicos que se esperan figuran una inflación pequeña, unos tipos de interés estables y bajos, un costo reducido de los préstamos exteriores y, cuando hay una dolarización completa, la capacidad de endeudarse en el extranjero en la moneda que circula en el país. Además, se espera que la dolarización refuerce al sector financiero, amplíe los vencimientos de los activos financieros internos y fomente la financiación a largo plazo. Suele contar con el apoyo de la empresa privada de los mercados emergentes porque aumenta la predictibilidad y reduce los costos de transacción.

Algunas de esas ventajas pueden ser apreciables. En una economía pequeña que esté muy integrada con la de un país con una gran moneda de reserva y dependa de ella, esos beneficios pueden también contrarrestar los costos potenciales que

Es tan probable que las crisis ocurran con tipos flotantes como con paridades ajustables.

No sólo las paridades duras prescinden del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste externo, sino también subordinan todo los demás objetivos de la política económica a mantener un tipo de cambio nominal fijo o la dolarización.

supone no poder usar los tipos de interés y de cambio en respuesta a perturbaciones internas y externas, no gestionar los ciclos económicos y no percibir el señoreaje que produce imprimir billetes. Sin embargo, en casi todos los países en desarrollo, las juntas monetarias y la dolarización no son alternativas viables a la larga, aun cuando pueden ayudar a restaurar rápidamente la credibilidad después de un largo período de desórdenes monetarios, indisciplina fiscal y alta inflación. En particular, unos movimientos grandes e imprevisibles de los tipos de cambio de las principales monedas de reserva hacen que la opción de vincularse unilateralmente a ellas y flotar a la par resulte especialmente poco atractiva⁶.

Las paridades duras no aíslan a las economías de los choques reales y financieros externos, como tampoco lo hizo el patrón oro. A menos que el país ancla registre perturbaciones muy similares y responda de una manera que resulte también apropiada para el país anclado, los costos de abandonar una política monetaria independiente y defender una paridad dura pueden resultar muy elevados en pérdidas de producción y empleo. Por razones estructurales e institucionales obvias, una combinación de países en desarrollo e industriales no constituye una zona monetaria óptima, y a menudo esos países están sujetos a choques asimétricos, especialmente si los primeros dependen mucho de exportaciones primarias. Asimismo, al no haber una estrecha integración económica, es poco probable que los ciclos económicos del país ancla y del país anclado estén sincronizados, con lo que una determinada política monetaria aplicada por el primero quizá resulte inadecuada para el segundo. Así, un país con una paridad dura puede ver cómo suben su moneda y sus tipos de interés en un momento en que su economía está sufriendo ya una recesión y cómo merma su competitividad en los mercados internacionales, tal como ha ocurrido en la Argentina en el último bienio (véase el recuadro 2.2 del capítulo II).

A menudo se sugiere que las perturbaciones asimétricas y los ciclos asíncronos no importan siempre que salarios y precios sean plenamente flexibles. En este particular, hay un cierto grado de ambivalencia en la doctrina ortodoxa sobre la política cambiaria, ya que uno de los primeros argumentos a favor de los tipos flotantes fue que unos salarios y unos precios resistentes impedían un ajuste rápido a los choques internos y externos sin sacrificar el crecimiento y el empleo (Friedman, 1953). Incluso

cuando los salarios y los precios sean razonablemente flexibles, el proceso de ajuste puede entrañar grandes costos porque no es instantáneo. Con un tipo de cambio totalmente fijo, el único instrumento a mano para corregir una apreciación real es disminuir los salarios nominales, cosa que, sin embargo, no cabe hacer sin reducir la demanda interna agregada y sin aumentar el desempleo. Además, por los motivos explicados por Keynes hace más de 60 años, esas disminuciones, a su vez, reducirán la demanda agregada y se sumarán a las presiones deflacionarias cuando se traduzcan en unos salarios reales más bajos. En tales circunstancias, resultaría muy difícil restablecer la competitividad sin deflación. La austeridad fiscal destinada a reducir los déficit externos sólo ahondaría la crisis, conduciendo a lo que Robert Mckinnon describió hace 40 años como “una cola que mueve al perro” (McKinnon, 1963: 720). Resulta, por tanto, sorprendente que el argumento más importante esgrimido a favor de los tipos de cambio flexibles, a saber, combatir la lentitud de los ajustes de los salarios y precios nominales se soslaye por quienes propugnan juntas monetarias o la dolarización.

Un régimen de junta monetaria hace menos probables las crisis de pagos sólo porque hace más probables las crisis bancarias, y los costos que entraña defender una paridad dura quizá excedan a los de los países que experimentan un desplome de sus paridades blandas.

Tampoco las juntas monetarias garantizan que los tipos de interés internos se mantengan al nivel del país al que la moneda esté vinculada. Cuando la economía sufre una pérdida de competitividad y grandes déficit de pagos, el declive consiguiente de las reservas hace que se reduzca la liquidez, empujando al alza los tipos de interés y amenazando con desestabilizar el sistema bancario. En realidad, se ha visto que un régimen de junta

monetaria hace menos probables las crisis de pagos sólo porque hace más probables las crisis bancarias (Chang y Velasco, 1998). Los inversores internacionales no consideran un regalo las paridades duras y pueden demandar una prima de riesgo grande, como demuestran los sustanciales márgenes que casi todos los países con junta monetaria han tenido que pagar en los últimos años. Los ataques especulativos contra una moneda pueden darse tanto con un sistema de junta monetaria como con cualquier otro régimen cambiario, y los costos que entraña defender una paridad dura quizá excedan a los de los países que experimentan un desplome de sus paridades blandas. Por ejemplo, en términos de menoscabo de la producción y el empleo, la Argentina y Hong Kong (China) sufrieron tanto o más que sus vecinos que vieron declinar mucho sus monedas en las últimas crisis en mercados emergentes. Para unas economías financieramente abiertas, las diferencias entre tales regímenes se deben menos a su capacidad para prevenir los daños

a la economía real y más al modo en que esos daños se infligen.

Históricamente, las salidas de las juntas monetarias se han producido en el contexto de la descolonización, cuando la libra esterlina era a menudo la moneda ancla. A diferencia de los modernos sistemas de ese tipo, la razón de ser de aquellos regímenes no era obtener credibilidad; más bien, eran impuestos por la potencia colonial con miras a reforzar los lazos comerciales con sus colonias. En principio, al mantener una moneda nacional, los regímenes de junta monetaria – a dife-

rencia de la dolarización – permiten una devaluación e incluso una salida. No obstante, no existe ningún régimen moderno de junta monetaria con una estrategia conocida de salida; a decir verdad, dar a conocer esa estrategia impediría que se cumpliera su propósito mismo. Por tal motivo, parece difícil una salida ordenada de un sistema de junta monetaria, especialmente cuando los costos económicos de la adhesión militan a favor del cambio. En cambio, cuando el régimen funciona bien, los gobiernos no sentirán la necesidad de una salida.

C. Los acuerdos regionales: la experiencia europea

Habida cuenta de las dificultades de los países en desarrollo para encontrar soluciones unilaterales al problema de dirigir sus monedas e impedir crisis financieras, y dada la resistencia de las principales potencias a una reforma genuina de la arquitectura financiera internacional, cada vez se ha prestado más atención a las soluciones regionales (Chang, 2000; Mistry, 1999; Park y Wang, 2000). En este contexto, existe un creciente interés por las lecciones que brinda la experiencia europea con sus acuerdos regionales de cooperación monetaria en la era posterior a Bretton Woods, que culminó en la unión monetaria de finales del decenio de 1990.

La primera respuesta de Europa al hundimiento del sistema de Bretton Woods a principios del decenio de 1970 consistió en las llamadas “serpiente” monetaria y “serpiente en el túnel” que se proponían estabilizar los tipos de cambio intraeuropeos con unas bandas relativamente estrechas en una situación de extrema volatilidad. A esto siguió la creación del SME en 1979 con la participación de los miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE), y finalmente la introducción del euro y el establecimiento de la Unión Monetaria Europea (UME) en 1999⁷. Treinta años tuvieron así que transcurrir para que se pasara de paridades blandas a paridades duras.

Después del colapso del sistema de Bretton Woods, los países europeos fueron capaces de evitar el contagio inflacionario desde los Estados Unidos

apreciando sus monedas respecto del dólar, y considerándose la flotación frente a este último compatible con el objetivo de estabilizar el valor interno de las monedas. Sin embargo, habida cuenta del grado relativamente alto de integración regional, el paso hacia la libre flotación entre las monedas europeas suponía una amenaza potencial de inestabilidad y perturbaciones en el comercio intrarregional y la asignación de recursos, particularmente para las economías pequeñas y abiertas. Se pensaba que la política de establecer un patrón estable de tipos de cambio intrarregionales y de flotación colectiva frente al dólar era una solución apropiada, ya que el comercio de la región en su conjunto con el resto del mundo era relativamente pequeño. De esta suerte se arbitró una integración regional y una cooperación monetaria con miras a que Europa constituyera una única e importante economía – semejante a la de los Estados Unidos – con una dependencia limitada del comercio internacional (extraeuropeo).

Aunque la decisión de sumarse a esos acuerdos (o, a juicio de Austria, de “encontrarse con las manos atadas” en asuntos monetarios) se tomó unilateralmente por cada país, el sistema que emergió entrañó compromisos multilaterales en el plano regional. Como el marco alemán había sido la moneda más estable después de la guerra y Alemania era el mayor mercado de la región, la moneda de ese país fue el ancla natural para muchos países después

Aunque los países europeos menores sacrificaron parte de su autonomía monetaria, se vieron muy reforzados respecto de los mercados monetarios y se volvieron menos dependientes de las instituciones financieras internacionales.

del colapso del sistema de Bretton Woods. Habida cuenta de la voluntad política de los países participantes de moverse hacia una mayor integración, Alemania no sólo proporcionó una moneda ancla; también asumió responsabilidades respecto de los países anclados al conferir estabilidad a los acuerdos mediante acciones tales como la intervención en los mercados monetarios y el suministro de una financiación de última instancia, aunque esto último nunca se manifestó explícitamente. En cuanto a los países menores, aunque sacrificaron parte de su autonomía monetaria, se vieron muy reforzados respecto de los mercados monetarios y se volvieron menos dependientes de las instituciones financieras internacionales.

En el proceso conducente a una moneda común, las paridades ajustables adoptadas diferían crucialmente de las paridades blandas unilaterales usadas en los últimos años por los mercados emergentes en que tanto los países anclados como el país ancla compartían el objetivo común de lograr una convergencia monetaria y la estabilidad interna y externa de sus monedas. El sistema también se proponía reducir las apuestas unilaterales, que podrían verse fomentadas por las diferencias en la inflación y los tipos de interés, estableciendo para ello bandas en torno a las llamadas "parrillas de paridad". Imponía obligaciones de intervención simétrica así como facilidades crediticias y limitadas a corto plazo entre los bancos centrales destinadas a mantener los tipos de cambio bilaterales dentro de la banda. También ponía a disposición de los países miembros diversos tipos de apoyo a los pagos externos para permitir a los participantes en el MTC mantener sus monedas dentro de los límites de fluctuación prescritos y a la vez hacer frente a circunstancias que pudieran poner en peligro un buen desenvolvimiento en el mercado de la moneda de un país miembro⁸. Además, establecía procedimientos concretos para reajustar las bandas. Asimismo, la integración europea disponía de medidas especiales en el MTC para los países menos avanzados – España, Grecia, Irlanda y Portugal – incluida una compensación tributaria considerable, que contribuyó mucho a que pudieran alcanzar la convergencia monetaria y fiscal y cumplir los criterios de estabilidad de la UME.

Estas disposiciones se vieron también respaldadas por un régimen de la Comunidad Europea para los movimientos de capital, que hasta una directiva de 1988 dejaba cierto margen a los gobiernos para restringir diversas categorías de transacciones, junto con algunas obligaciones de liberalización que eran menos estrictas para las

transacciones a corto plazo y potencialmente especulativas. La directiva de 1988 abolió las restricciones a los movimientos de capital entre residentes de los países de la Comunidad Europea, con unas cláusulas, sin embargo, que permitían controlar los movimientos a corto plazo en períodos de tensiones financieras⁹. La directiva también indicaba que los países de la Comunidad Europea deberían intentar que los movimientos de capital respecto de terceros países gozaran del mismo grado de liberalización que los registrados entre ellos. No obstante, los gobiernos conservaban la facultad de tomar medidas protectoras frente a ciertas transacciones de capital en respuesta a movimientos perturbadores a corto plazo. Cuando se estableciera la moneda única, esas medidas sólo podrían adoptarse para los movimientos de capital hacia países terceros o procedentes de ellos.

Las disposiciones monetarias se vieron también respaldadas por un régimen de la Comunidad Europea para los movimientos de capital, que hasta una directiva de 1988 dejaba cierto margen a los gobiernos para restringir diversas categorías de transacciones.

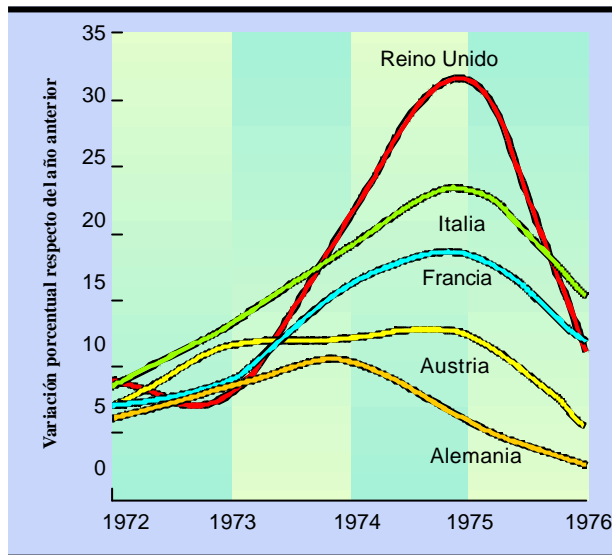
A pesar de que se contara con instituciones que apoyaban las disposiciones cambiarias y la integración, la vía hacia la unión monetaria no ha sido un camino de rosas; abundaron las perturbaciones y los errores de política económica. En algunos casos, los trastornos fueron similares a las crisis monetarias experimentadas por mercados emergentes con paridades blandas. Al igual que en ellos, aparecieron en ocasiones presiones como consecuencia de diferencias en las tasas de inflación subyacente: en un extremo del espectro de la inflación estaba Italia, (y después el Reino Unido), seguida de Francia con una inflación moderada, mientras Alemania y Austria se encontraban en la cota más baja. En los países de inflación alta, por tanto, era menester hacer de vez en cuando reajustes monetarios para que sus tasas de inflación convergieran hacia la del país ancla. En muchas ocasiones los diferenciales de inflación se vieron acrecentados por choques externos o internos que realmente pusieron a prueba la resistencia del sistema y los compromisos de los países participantes con la estabilidad interna y externa. El primer choque se produjo poco después del final de los acuerdos de Bretton Woods en forma de un alza de los precios del petróleo. En el Reino Unido e Italia los costos laborales unitarios crecieron mucho más aprisa, y la inflación persistió más tiempo que en Francia, Austria y Alemania (gráfico 5.1). En consecuencia, las paridades entre las monedas de esos países se volvieron insostenibles, necesitando reajustes.

Sin embargo, estos últimos no siempre se hicieron de un modo ordenado. Los acontecimientos que condujeron a la crisis del SME de 1992-1993 proporcionan lecciones útiles sobre cómo unos acuerdos monetarios regionales, incluso con unas

Gráfico 5.1

COSTOS LABORALES UNITARIOS EN ALGUNOS PAÍSES EUROPEOS DESPUÉS DE UN CHOQUE NEGATIVO DE LA OFERTA, 1972-1976

(Variación porcentual respecto del año anterior)



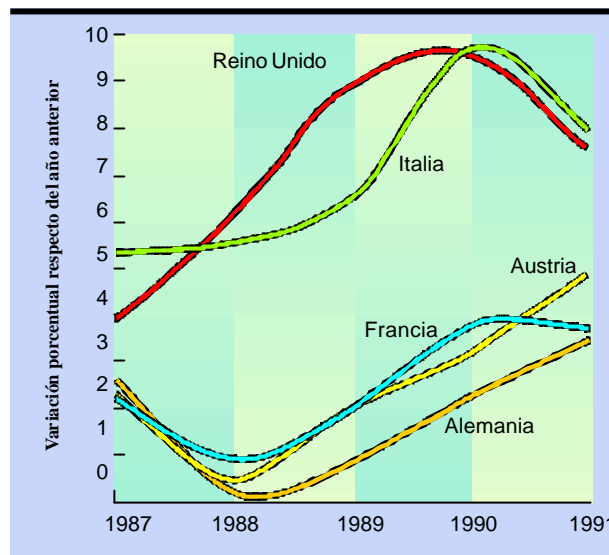
Fuente: Base de datos de AMECO, Comisión Europea, 2000.

instituciones de apoyo, pueden venirse abajo cuando los tipos de cambio son incompatibles con la inflación subyacente y los tipos de interés. El comienzo de esa crisis se produjo con la respuesta de la política económica al desplome de 1987 de los mercados bursátiles mundiales, cuando los bancos centrales bajaron en los Estados Unidos y Europa los tipos de interés a mínimos históricos. Esto brindó un fuerte estímulo monetario en una etapa más tardía de la recuperación, elevando las tasas de crecimiento en Europa a 4% o más, figurando a la cabeza el Reino Unido a finales del decenio de 1980 y Alemania en los primeros años del de 1990 (por causa también del efecto de la unificación). La aceleración del crecimiento, sin embargo, fue acompañada de mayores divergencias en las tasas de inflación; los costos laborales unitarios subieron drásticamente en Italia y el Reino Unido, en comparación con Alemania y Francia (gráfico 5.2). No obstante, el tipo de cambio nominal de la lira frente al marco alemán se mantuvo prácticamente estable desde 1987 hasta 1992, implicando una apreciación real del 23%. En el Reino Unido, que había entrado en el MTC en 1990 con una moneda ya sobrevalorada, la cuantía de la apreciación fue aún mayor. En ambos países, la pérdida de competitividad se reflejó en un cambio de signo de la cuenta corriente desde un excedente a un déficit. Hasta que se desencadenó la crisis, esos déficits se sostenían con grandes entradas de capital, procedentes sobre todo de Alemania, en razón de los

Gráfico 5.2

COSTOS LABORALES UNITARIOS DESPUÉS DE UN CHOQUE POSITIVO DE LA DEMANDA, 1987-1991

(Variación porcentual respecto del año anterior)



Fuente: Véase el gráfico 5.1.

apreciables diferenciales en los tipos de interés. Así, la crisis del SME que forzó a Italia y al Reino Unido a abandonar el MTC y devaluar en septiembre de 1992 fue similar en muchos aspectos a las crisis de los mercados emergentes. En esos dos países, un ajuste como el que se hizo en los tipos nominales fue ciertamente preferible a mantener las parrillas e intentar restaurar la competitividad mediante un ajuste deflacionario. En cambio, tal como se decía en el *TDR 1993* (Segunda parte, cap. I, secc. B), el ataque al franco francés no significaba que el mercado estaba imponiendo una disciplina, ya que los indicadores fundamentales básicos de la economía francesa eran tan sólidos como los de Alemania.

Esta experiencia muestra que, al igual que cuando se establecen unilateralmente tipos de cambio semifijos o fijos, las disposiciones monetarias regionales, aun con instituciones que las respalden, pueden acusar problemas cuando no se toman medidas apropiadas para que los tipos de cambio se conformen a los parámetros fundamentales básicos. Hay que insistir en que, si bien es cierto que la hegemonía de un país ancla en unos acuerdos regionales se ve equilibrada por responsabilidades que no existen en las acciones cambiarias unilaterales, la política económica aplicada por ese país puede resultar demasiado restrictiva para otros miembros. En realidad, las rígidas medidas monetarias parecen haber sido una de las causas del

ataque especulativo al franco francés durante la crisis del SME.

Con el paso a una moneda única, se espera que los miembros menores de la UME ejerzan una influencia algo mayor en la política monetaria común. Además, los fuertes vínculos comerciales pueden ser un factor de estabilidad y convergencia, al facilitar unas economías en expansión una demanda adicional y mercados de exportación para aquellos miembros que experimenten una desaceleración. Incluso aunque unos choques asimétricos y

diferencias estructurales pueden todavía producir divergencias apreciables en el desempeño económico de países con un grado distinto de desarrollo, esas diferencias no necesitan causar graves dilemas de política económica si los países están dispuestos a usar los diversos instrumentos que siguen teniendo a su disposición. Sin embargo, en ciertas circunstancias, las restricciones impuestas a la política fiscal por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento podrían obstar la capacidad para suavizar diferencias intrarregionales en los resultados económicos.

D. Opciones para los países en desarrollo: ¿dolarización o regionalización?

A pesar de los retrocesos temporales de 1992-1993 y de las deficiencias en el diseño de la política económica y de las disposiciones institucionales que limitaron las opciones, la cooperación monetaria europea ha logrado asegurar la estabilidad de los tipos de cambio intrarregionales, conteniendo el contagio financiero y afrontando las fluctuaciones respecto del dólar y el yen. ¿Hasta qué punto pueden esos acuerdos repetirse en los países en desarrollo como medio de defensa colectiva contra la inestabilidad sistémica?

¿Podrían esos países establecer disposiciones regionales entre ellos sin implicar a los países del G-3, y seguir una vía similar a la de Europa, desde unas bandas cambiarias garantizadas en el plano regional hasta una unión monetaria? ¿O, como otra posibilidad, podrían implantar directamente una unión monetaria adoptando una divisa regional?

El interés por los acuerdos monetarios y la cooperación regional ha aumentado rápidamente en el mundo en desarrollo desde que estalló la crisis asiática. Por ejemplo, en las Reuniones Anuales de 1997 del FMI y el Banco Mundial, poco después de que se desencadenara la crisis, se propuso establecer un Fondo Monetario Asiático. Con posterioridad, en mayo del 2000 se lanzó una iniciativa para concertar acuerdos de permutas y recompras financieras entre los países miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), China, Japón y la República de Corea (véase el recuadro 5.1). Más

recientemente, el documento conjunto francojaponés citado *supra* en la sección A (Ministerio de Finanzas, Japón, 2001: 5-6) ha venido a prestar apoyo al fortalecimiento de la cooperación regional en el Asia oriental, recurriendo a la experiencia europea:

Una sólida cooperación regional es una vía para asegurar tanto la estabilidad como la flexibilidad... El proceso de la Unión Monetaria Europea constituye un útil ejemplo de cómo cabría lograr una mayor integración... A este respecto, en Chiang Mai se dio un paso importante el 6 de mayo de 2000 para establecer un acuerdo financiero regional que complementara las disposiciones que ya existen en el plano internacional... El marco regional de cooperación debería estar plenamente integrado en el sistema monetario y financiero general.

También ha habido interés por implantar monedas regionales, como alternativa a la dolarización, en América Latina. En una exposición reciente del Banco Interamericano de Desarrollo se decía lo siguiente:

La cuestión (de la dolarización) es muy controvertida y cuenta tanto con defensores como con detractores, pero no creemos que en la mayoría de los países concurren las condiciones apropiadas para seguir esa vía... Sí creemos, sin embargo, que se dan las condiciones básicas para pensar en monedas subregionales (publicado en SUNS, 11 de enero de 2000).

Si se establecieran, y se mantuvieran, unas monedas regionales en agrupaciones de países en

A diferencia de la crisis asiática, no se espera que la desaceleración estadounidense genere unos impulsos expansivos sustanciales en otras partes de la economía mundial. ¿Podrían los países en

Recuadro 5.1

COOPERACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA REGIONAL ENTRE PAÍSES EN DESARROLLO

Actualmente hay pocos acuerdos monetarios y financieros regionales entre países en desarrollo, aparte de los del Asia oriental descritos en el recuadro 5.2. Esos acuerdos cuando existen van desde disposiciones para poner en común las reservas de divisas, tales como el Fondo Andino de Reservas y el Fondo Monetario Árabe, a vinculaciones de la moneda (Área Monetaria del Rand) y una moneda regional (Unión Monetaria del Caribe Oriental). La Comunidad Financiera Africana (CFA) también cuenta con una moneda común, pero es única en el sentido de que contiene un acuerdo entre sus miembros y un gran país europeo sobre cooperación en materia monetaria y cambiaria.

El *Fondo Andino de Reservas* se estableció en 1976 por los miembros de la Comunidad Andina – Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela - y cuenta con un capital suscrito de 2.000 millones de dólares. El Fondo proporciona respaldo financiero a sus miembros en forma de préstamos o garantías para apoyar las balanzas de pagos, préstamos a corto plazo (liquidez), préstamos de emergencia, préstamos para sostener reestructuraciones de la deuda pública exterior, y crédito a la exportación. La condicionalidad para beneficiarse de esos servicios es más suave que la del FMI. El Fondo Andino también se propone contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros. Persigue así promover la estabilidad económica y financiera de la región e impulsar el proceso de integración en América Latina¹.

El *Fondo Monetario Árabe* se estableció en 1976 con una estructura similar a la del FMI y comprende a todos los miembros de la Liga de Estados Árabes (excepto las Comoras). Dispone de un capital suscrito de 326.500 dinares árabes de cuenta, que equivalen a unos 1.300 millones de dólares. El Fondo se propone promover la estabilidad cambiaria entre las monedas árabes y hacerlas así mutuamente convertibles, y proporciona apoyo financiero a los miembros que tengan problemas de balanza de pagos. También persigue ser un instrumento que fomente la cooperación monetaria entre sus miembros y una coordinación al afrontar problemas financieros y económicos internacionales. Su objetivo final es promover el establecimiento de una moneda común.

En el *Área Monetaria del Rand*, Lhesoto y Swazilandia, ambos muy integrados económicamente con Sudáfrica, vinculan sus monedas al rand sudáfricano sin comprometerse formalmente a coordinar la política monetaria.

La *Unión Monetaria del Caribe Oriental* es un acuerdo para establecer una moneda común entre los miembros de la Organización de los Estados del Caribe Oriental, que es un grupo de pequeños países en desarrollo insulares². La moneda está vinculada al dólar pero, a diferencia de Francia respecto de la CFA (véase infra), los Estados Unidos no desempeñan un papel activo en ese acuerdo de vinculación.

La creación de la *Comunidad Financiera Africana* se remonta a 1948, aunque los acuerdos por los que funciona actualmente la zona CFA se firmaron en 1973. Existen dos grupos regionales, cada uno con su propio banco central: la Unión Económica y Monetaria del África Occidental, y la Comunidad Económica y Monetaria del África Central³. Los 14 países que participan en ellas tienen una moneda común, el franco CFA, que no se cambia en los mercados de divisas pero que es convertible con el franco francés a una paridad fija. Dentro de la zona CFA hay libertad de movimiento de capitales, así como entre esos países y Francia, y las reservas en divisas de sus miembros se ponen en común. El Tesoro francés garantiza la convertibilidad del franco CFA en francos franceses a una paridad fija y asume el papel de prestamista de última instancia. Por otra parte, en el acuerdo figura un mecanismo que limita la independencia de los dos bancos centrales regionales, y el Tesoro francés puede influir en la política monetaria de la zona CFA así como determinar el tipo de cambio con el franco francés.

Los dos bancos centrales tienen sendas cuentas de operaciones con el Tesoro francés en las que tienen que depositar el 65% de sus reservas en divisas, pero que también facilita un servicio de giro en descubierto (a tipos de interés relacionados con el de mercado) que es, en principio, ilimitado. Por otro lado, en sus operaciones los bancos centrales tienen que observar dos reglas que sirven para frenar la oferta de francos CFA: i) su pasivo a la vista tiene que contar con una cobertura de divisas de al menos 20%, y ii) sus préstamos a cada Gobierno miembro están limitados al 20% del ingreso público de ese Gobierno en el año anterior. Además, Francia participa en los consejos de administración de los dos bancos centrales⁴.

Parece que la CFA ha ayudado a contener la inflación en los países que la componen bastante por debajo del promedio de otros países africanos; entre 1975 y 1985, el ingreso per cápita también creció más aprisa. Sin embargo, el sistema se vio sometido a tensiones crecientes después de 1985 por causa de choques externos y un debilitamiento de los parámetros macroeconómicos fundamentales (Hadjimichael y Galy, 1997). Los países de la CFA sufrieron graves mermas de su relación de intercambio cuando los precios del mercado mundial de algunos de sus principales productos de exportación (cacao, café, algodón y petróleo) bajaron mucho y el franco francés se apreció considerablemente frente al dólar a raíz del Acuerdo del Plaza de 1985. En consecuencia, el tipo de cambio efectivo nominal del franco CFA aumentó casi 7% anualmente entre 1986 y 1993. Las exportaciones de los países CFA perdieron competitividad en los mercados mundiales cuando no se pudieron frenar los costos internos; tanto la cuenta corriente combinada como el déficit fiscal de la zona CFA aumentaron en un 6,5% del PIB, y el límite del 20% de la monetización de la deuda pública fue superada con creces por varios países.

En 1994 se decidió ajustar la paridad del franco CFA con el franco francés, desde 50 a 100 francos CFA por cada franco francés (véanse también *TDR 1995*, cap. I, recuadro 1; Clément, 1996). Esta fue la primera – y hasta ahora la única – devaluación desde 1948, pero demostró la vulnerabilidad del acuerdo, especialmente al no haber un mecanismo que permita un ajuste gradual del tipo de cambio nominal a la luz de la evolución macroeconómica y de las balanzas de pagos. La probabilidad de que esa evolución diverja entre países en desarrollo que dependen de productos primarios y el país desarrollado cuya moneda sirve de ancla es relativamente alta, habida cuenta de su diferente exposición a perturbaciones externas.

La estabilidad y el ajuste adecuado de los tipos de cambio de los países de la CFA respecto de aquéllos con los que comercian y de sus competidores ejercen una gran influencia en su desempeño económico general. En primer lugar, el comercio representa en esos países una parte muy grande del PIB. En segundo término, el comercio dentro de la propia CFA es limitado, constituyendo, por término medio, sólo el 8% de los intercambios totales de sus miembros⁵. En tercer lugar, por causa de diferencias estructurales, la CFA y los países de la UE no constituyen una zona monetaria óptima. Incluso aunque la mitad del comercio total de los países de la CFA es con la UE, sus estructuras de exportación e importación son muy diferentes y los países de la CFA afrontan una competencia de países terceros en las exportaciones de productos primarios tanto a la UE como a otras partes. Así, sin perjuicio de acarrear una cierta disciplina monetaria y una protección frente a ataques especulativos, la política de vincularse al franco francés (y, por ende, acabar haciéndolo con el euro) y la consiguiente flotación frente a otras monedas plantea problemas para el comercio y la competitividad internacionales.

¹ Para información más detallada, véase FLAR (2000).

² Los Estados miembros son Antigua y Barbuda; Dominica; Granada; Montserrat; Saint Kitts y Nevis; Santa Lucía; y San Vicente y las Granadinas. Las Islas Vírgenes británicas y Anguila son miembros asociados.

³ La Unión Económica y Monetaria del África Occidental comprende Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo; y la Comunidad Monetaria y Económica del África Central comprende Camerún, Chad, Congo, Gabón, Guinea Ecuatorial y la República Centroafricana. Ambos grupos mantienen monedas separadas, pero como los dos tienen la misma paridad con el franco francés, están sujetos al mismo marco reglamentario. Y como existe una libre movilidad de capitales entre cada una de esas regiones, la zona del franco CFA puede considerarse como una sola área monetaria. Las Comoras tienen un acuerdo similar pero mantienen su propio banco central.

⁴ Para un tratamiento detallado de los aspectos institucionales de la CFA, véase Banco de Francia (1997).

⁵ El comercio con los demás países de la zona del franco CFA oscila desde 1,5% del comercio total en el Congo a 23,3% en Malí. En cambio, los vínculos comerciales con Europa son muy grandes. Son ligeramente mayores en los Estados miembros de la Comunidad Económica y Monetaria del África Central (50% de las exportaciones y 66% de las importaciones) que en los miembros de la Unión Económica y Monetaria del África Occidental (49,3 y 46,3%, respectivamente).

desarrollo podrían reportar muchas ventajas, similares a las previstas con la introducción del euro. Podrían reducir los costos de transacción de las empresas dentro de una región y eliminar los diferenciales de los tipos de cambio y las comisiones en las operaciones monetarias asociadas al comercio y la inversión intrarregionales. Por ejemplo, se estima que esos efectos elevarán el PIB conjunto de la zona del euro en alrededor de 0,5%. También se espera que la adopción del euro incremente el comercio intrarregional, principalmente por medio de una desviación de los intercambios (*TDR 1999*, primera parte, cap. III). Asimismo, un banco central supranacional puede reducir la influencia de políticas nacionales populistas sobre las disposiciones monetarias, sin perjuicio de rendir cuentas a los países miembros. A diferencia de la dolarización, ese proceder también acarrearía beneficios en términos de señoreaje (Sachs y Larraín, 1999: 89).

Unos acuerdos regionales – incluidas unas monedas también regionales – entre los países en desarrollo reducirían asimismo la posibilidad de unos ciclos sincrónicos y unos choques asimétricos en la medida en que haya semejanzas en sus estructuras e instituciones económicas. En otras palabras, una agrupación de sólo países en desarrollo es más probable que cumpla las condiciones de una zona monetaria óptima que otra en que participen países desarrollados.

Sin embargo, al extraer lecciones de Europa para los países en desarrollo, es necesario tener en cuenta ciertas diferencias entre ambos. La experiencia europea muestra que unas economías pequeñas y muy abiertas con vínculos comerciales regionales estrechos pueden establecer y sostener un sistema de tipos de cambio estables alrededor de una gran moneda de reserva en tanto en cuanto haya unas pautas claras sobre el mantenimiento y modificación de las bandas cambiarias de los miembros, una asignación adecuada de responsabilidades y unas instituciones y medidas de apoyo. Unos acuerdos de esa índole pueden funcionar durante mucho tiempo sin grandes perturbaciones y ayudar a que se profundice la integración (véase el recuadro 5.2). Unos grupos mayores y unos países de tamaño o poder económico iguales, sin embargo, podrían encontrar bastantes dificultades para establecer y mantener esos sistemas. Otra dificultad más sería la de que en el grupo no figurara ningún país con una gran moneda de reserva.

En consecuencia, a menos que se organicen en torno a un país con una gran moneda de reserva, los países en desarrollo de tamaño comparable pueden encontrar dificultades para formar un grupo que

implante y mantenga parrillas monetarias del tipo del MTC y asegure que las políticas monetarias y financieras aplicadas con independencia por cada país son mutuamente compatibles y congruentes con la estabilidad de los tipos de cambio. Además, si no participa un país con una gran moneda de reserva, podría ser difícil instaurar unos mecanismos de defensa eficaces frente a ataques especulativos a unas u otras monedas. En esas condiciones, si bien unos pasos rápidos hacia una unión monetaria mediante la adopción de una moneda regional podrían considerarse convenientes, tendrían que hacer frente en su aplicación a problemas similares a los que acarrea la introducción de un mecanismo de tipos de cambio. El reconocimiento de esas dificultades y la adopción de arbitrios apropiados para superarlas son fundamentales si los países en desarrollo quieren tener éxito en sus intentos de formar agrupaciones monetarias regionales encaminadas a lograr una mayor estabilidad cambiaria y financiera.

El que en los acuerdos regionales no haya un país con una gran moneda de reserva también suscita problemas de credibilidad. Puede resultar especialmente espinoso para países con un largo historial de desórdenes monetarios e inflación constituir una unión monetaria que goce de crédito sin que en ella participe un país con una moneda de reserva importante y con un buen palmarés de disciplina y estabilidad monetarias. En este particular, América Latina está claramente peor situada que el Asia oriental.

Para los países en desarrollo dirigir sus propios tipos de cambio regionales respecto de las monedas del G-3 es una muy difícil tarea, ya se haga dentro del marco de una unión monetaria o bien con disposiciones del tipo del MTC.

Un aspecto más fundamental es que para los países en desarrollo dirigir sus propios tipos de cambio regionales respecto de las monedas del G-3 es una muy difícil tarea, ya se haga dentro del marco de una unión monetaria o bien con disposiciones del tipo del MTC. No pueden dejar que sus monedas floten sin más y adoptar una actitud de desatención benigna hacia el valor de sus monedas respecto del resto del mundo, aun en condiciones de mucha integración regional. Por ejemplo, en el Asia oriental, aun cuando el comercio entre los países de la región (ASEAN, las NEI de la primera oleada y China) es importante y va en constante aumento, esos intercambios representan menos de la mitad de su comercio total (*TDR 1996*, segunda parte, cap. I, secc. E), en comparación con los dos tercios que suponen en la UE. Además, en proporción del PIB, el comercio de los países en desarrollo del Asia oriental con el resto del mundo es más del doble del de los Estados Unidos, la UE o el Japón. Por lo tanto, sus tipos de cambio respecto de las monedas del G-3 pueden ejercer mucha influencia sobre su desempeño económico. Tampoco los

Recuadro 5.2

LA INICIATIVA CHIANG MAI

Incluso antes de la crisis financiera de 1997, había un creciente interés en el Asia oriental por lograr en el plano regional una coordinación de la política económica y una cooperación monetaria. Se habían introducido varios acuerdos de permutas y recompras financieras, y esas iniciativas se intensificaron durante la crisis mexicana de mediados del decenio de 1990. Sin embargo, ninguno de esos hechos preparó a la región para los pánicos monetarios de 1997 y 1998.

En una declaración conjunta sobre la cooperación en el Asia oriental hecha pública en la cumbre de "ASEAN + 3" (los 10 miembros de la ASEAN más China, Japón y la República de Corea) de noviembre de 1999, se convino en "fortalecer el diálogo, la coordinación y la colaboración sobre cuestiones financieras, monetarias y fiscales de interés común" (Ministerio de Finanzas, Japón, 2000a: 8). Con ese trasfondo, los Ministros de Finanzas de la región lanzaron la llamada "Iniciativa Chiang Mai" en mayo de 2000, encaminada a implantar una cooperación financiera en varios niveles para ajustarse a la creciente interdependencia económica de los países asiáticos y enfrentar el riesgo consiguientemente mayor de que unos choques financieros pudieran acarrear un contagio regional¹. La Iniciativa se propone usar el marco de ASEAN + 3 para mejorar el intercambio de información sobre los flujos de capital y dar pasos hacia el establecimiento de un sistema de supervisión económica y financiera regional. El núcleo de la Iniciativa es un acuerdo financiero entre los 13 países que reforzaría el mecanismo de apoyo intrarregional frente a los pánicos monetarios. Esas disposiciones, que tomaron como base el anterior Acuerdo de permutas financieras (ASA) de la ASEAN, persiguen completar los mecanismos de cooperación financiera internacional existentes. También se espera que contribuyan a la estabilidad de los tipos de cambio en la región.

El ASA anterior, que se remonta a 1977, comprendía sólo cinco países (Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia). Los fondos totales comprometidos a tenor del acuerdo ascendían a 200 millones de dólares, lo que constituía una cantidad ridícula en comparación con la pérdida combinada de reservas en divisas de 17.000 millones de dólares que los cinco países registraron entre junio y agosto de 1997.

El nuevo ASA previsto en la Iniciativa Chiang Mai incorpora a Brunei Darussalam y permite el acceso gradual de los cuatro países que quedan de la ASEAN (Camboya, Myanmar, República Democrática Popular Lao y Viet Nam). Pero su elemento más importante es la inclusión de acuerdos bilaterales de permutas y recompras financieras entre los países de la ASEAN y China, el Japón y la República de Corea. Los fondos disponibles del nuevo ASA se cifran en 1.000 millones de dólares. No obstante, es probable que los compromisos de los tres países que no pertenecen a la ASEAN con los acuerdos bilaterales de permutas financieras sean sustancialmente superiores a esa cantidad; vendrán determinados por la cuantía de sus reservas en divisas y los montos que se involucraron en acuerdos anteriores entre el Japón y la República de Corea (5.000 millones de dólares) y el Japón y Malasia (2.500 millones de dólares). Las condiciones para beneficiarse de los servicios que se facilitan y también varios aspectos técnicos tienen todavía que concretarse en las negociaciones entre los países de que se trata, pero parece que la asistencia al amparo de los acuerdos bilaterales de permutas financieras estará en principio vinculada a un apoyo del FMI (Ministerio de Finanzas, Japón, 2000b).

¹ Para más información sobre la Iniciativa, véanse Ministerio de Relaciones Exteriores del Reino de Tailandia (2000); Ministerio de Finanzas, Japón (2000a y 2000b); "Asia finance: Central banks swap notes", *The Economist*, 16 de mayo de 2000.

acuerdos regionales los protegerían contra los choques financieros, ya que tienen grandes cantidades de deuda exterior en monedas del G-3.

Estos factores hacen así que una flotación frente a las monedas del G-3 sea poco atractiva y plantea la cuestión de qué constituye un régimen cambiario apropiado en el plano regional. Una opción es esta-

blecer una banda móvil, con el tipo central definido en términos de una cesta de monedas del G-3¹⁰. En el documento conjunto francojaponés citado antes se sugería que un régimen intermedio de esa índole podía ser un paso hacia una unión monetaria:

Una solución posible para muchas economías emergentes de mercado podría ser un régimen de tipo

de cambio flotante dirigido en el que la moneda se mueve dentro de una determinada banda implícita o explícita con su centro establecido con arreglo a una cesta de monedas... tales regímenes pueden ir acompañados durante algún tiempo y en determinadas circunstancias por medidas reglamentarias basadas en el mercado para frenar unas entradas de capital excesivas. (Ministerio de Finanzas, Japón, 2001: 3-4).

En el documento se aducía a continuación que un “grupo de países con estrechos vínculos comerciales y financieros debería adoptar un mecanismo que automáticamente hiciera mover los tipos de cambio de la región en la misma dirección y en porcentajes similares”. Esto implicaría unas bandas fijas para las monedas de los miembros, como en el MTC. Pero tal como muestra la experiencia europea, también sería menester alterar esas bandas con arreglo a los cambios en las tasas de inflación, por ejemplo. Tal régimen, aplicado colectivamente, puede tener que respaldarse con un sistema colectivo de control de los movimientos de capital. Por los motivos ya señalados, es más fácil convenir un control de las corrientes de capital – tanto de las que salen como de las que entran – cuando los países actúan de consuno más bien que por separado. En un acuerdo de esa índole, los flujos intrarregionales de capital pueden desregularse – como en la UME – pero aquéllos que se dirigen a países no miembros o que proceden de ellos tendrían que controlarse – como en los años formativos del SME – con el fin de restringir movimientos a corto plazo potencialmente desestabilizadores.

En todo acuerdo monetario regional tendrían que figurar mecanismos de respaldo de la moneda o las monedas comunes, al objeto de mantener los tipos de cambio acordes con las metas fijadas y desmontar los ataques especulativos. Desde la crisis del Asia oriental, se han hecho varias propuestas para establecer mecanismos regionales de respaldo de las intervenciones en los mercados monetarios y de suministro de liquidez internacional a países que han de hacer frente a unas rápidas salidas de capital. La propuesta de 1997 de establecer un servicio asiático de 100.000 millones de dólares se “hizo descarrilar rápidamente por el Tesoro de los Estados Unidos y el FMI por temer que menoscabaría el papel (y el poder) de este último y haría aún más difícil que la contribución de los Estados Unidos al último

incremento de las cuotas del FMI fuera autorizada por el Congreso de los Estados Unidos” (Mistry, 1999: 108)¹¹. Otra propuesta consistió en poner en común y usar las reservas nacionales para defender las monedas que sufran ataques especulativos y proporcionar liquidez internacional a los países sin las condiciones estrictas que acompañan a los préstamos de las instituciones financieras internacionales. Por ejemplo, en vísperas de la crisis tailandesa de 1997, las reservas netas conjuntas del Asia oriental – Japón incluido – superaban los 500.000 millones de dólares y en el año 2000 habían aumentado a alrededor de 800.000 millones (Park y Wang, 2000). El hecho de que se pongan en común las reservas también puede completarse con acuerdos regionales de préstamo entre bancos centrales regionales, tomando como modelos los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP) del FMI, tal como ha propuesto recientemente Singapur como forma de asistencia mutua.

Disposiciones tales como la aportación de las reservas nacionales a un fondo común o facilidades de permutas financieras entre bancos centrales pueden sin duda hacer mucho para estabilizar los tipos de cambio, incluso cuando sólo impliquen a países en desarrollo de una región. No obstante, es más probable que resulten más eficaces para suavizar la volatilidad a corto plazo y responder a presiones monetarias aisladas que para afrontar crisis sistémicas. Habida cuenta del comportamiento gregario de los mercados financieros, y de la rapidez e intensidad de los efectos de contagio, quizá sea imposible mantener una banda monetaria del tipo del MTC en tiempos de crisis simplemente recurriendo a ese fondo común de reservas nacionales, si no hay posibilidad de acudir a un prestamista regional de última instancia. Además, mantener un nivel elevado de reservas con tal fin sería una manera muy costosa de asegurarse frente a los pánicos financieros. Tal como se dice en el capítulo siguiente, una alternativa más viable sería recurrir a moratorias unilaterales y a controles cambiarios y de capital cuando se produzcan ataques especulativos.

En un mundo de inestabilidad financiera sistémica y global, todo acuerdo regional encaminado a lograr la estabilidad cambiaria y prevenir así las crisis, y a manejarlas mejor si a pesar de todo ocurren, debería también incorporar varios otros

En todo acuerdo monetario regional tendrían que figurar mecanismos de respaldo a las monedas comunes, al objeto de mantener los tipos de cambio acordes con las metas fijadas y desmontar los ataques especulativos.

Como ha demostrado la experiencia europea, avanzar hacia una unión monetaria puede ser un proceso largo y fatigoso, que requiere voluntad política y una “cultura” de regionalismo. Las iniciativas y propuestas recientes, por modestas que sean, constituyen un paso importante.

mecanismos, con el propósito de garantizar una vigilancia regional acrecentada, compartir información y disponer de un sistema de alerta rápida. Habría que seguir haciendo reformas internas en muchos de los aspectos examinados en el capítulo anterior con miras a disponer de una base adecuada de cooperación regional. Al igual que las medidas nacionales de política económica sin unos acuerdos internacionales apropiados no son suficientes para garantizar mayor estabilidad financiera, las disposiciones regionales pueden fallar si no cuentan con instituciones y políticas internas adecuadas.

Como ha demostrado la experiencia europea, avanzar hacia una unión monetaria puede ser un proceso largo y fatigoso, que requiere voluntad política y una "cultura" de regionalismo. Los acuer-

dos monetarios regionales que vinculen varias monedas nacionales mediante bandas cambiarias pueden encontrar serios problemas aun cuando cuenten con instituciones de apoyo. Para los países en desarrollo no sería fácil repetir la experiencia europea, con o sin la ayuda de los países del G-3. No obstante, la amenaza de crisis financieras virulentas, juntamente con la falta de progresos genuinos en la reforma de la arquitectura financiera internacional, ha creado en los mercados emergentes, sobre todo en el Asia oriental, el sentimiento de que es urgente implantar mecanismos de defensa colectivos en el plano regional. En este contexto, las iniciativas y propuestas recientes, por modestas que sean, constituyen un paso importante.

Notas

1. Por ejemplo, el informe de la Comisión Asesora de Instituciones Financieras Internacionales establecida por el Congreso de los Estados Unidos (conocido comúnmente como el "Informe Meltzer"), recomendaba "que los países eviten tipos de cambio semifijos o ajustables. El FMI debería aprovechar las consultas sobre política económica para recomendar o bien unos tipos firmemente fijos (con juntas monetarias o mediante la dolarización) o tipos fluctuantes" (IFIC, 2000:8). Opiniones similares han sido expuestas por el ex Secretario del Tesoro de los Estados Unidos sobre la elección de un régimen cambiario apropiado, "... que, para economías con acceso a mercados internacionales de capital, significa cada vez más abandonar el terreno intermedio de tipos de cambio semifijos pero ajustables hacia los dos regímenes extremos de o bien unos tipos de cambio flexibles o un tipo de cambio fijo respaldado, en caso necesario, por el compromiso de prescindir totalmente de una política monetaria independiente" (Summers, 2000b: 8).
2. Para estudios previos de este proceso, anteriores al incremento reciente de las corrientes de capital a los mercados emergentes, véanse *TDR 1991* (Segunda parte, cap. III, secc. F); *TDR 1998* (Primera parte, cap. III, secc. B); y *TDR 1999* (Segunda parte, cap. VI).
3. Por ejemplo, el programa brasileño de 1998 acordado con el FMI estipulaba una salida ordenada de la paridad del tipo de cambio mediante devaluaciones graduales a todo lo largo de 1999, así como una financiación de emergencia, pero ello no impidió la crisis.
4. La incapacidad de un país para endeudarse en su propia moneda ha sido designada con la expresión "hipótesis del pecado original" (Hausmann, 1999; Eichengreen y Hausmann, 1999). Un corolario de esa hipótesis es que "... el endeudamiento agregado neto en el exterior de un país ha de hacerse por definición sin cobertura. Admitir esa posibilidad equivaldría a suponer que los países pueden endeudarse en el exterior en su propia moneda pero prefieren no hacerlo, a pesar del hecho de que no parezca existir un mercado para ello (Eichengreen y Hausmann, 1999: 25).
5. Para una evaluación de la experiencia del decenio de 1980, véanse Secretaría de la UNCTAD (1987); Akyüz y Dell (1987); y también *TDR 1990* (Segunda parte, cap. I). Para la experiencia más reciente, véanse *TDR 1993* (Segunda parte, cap. I); *TDR 1994* (Segunda parte, cap. II); *TDR 1995* (Segunda parte, cap. I); *TDR 1996* (Segunda parte, cap. I); y *TDR 1999* (cap. III).
6. Para un debate sobre los costos y beneficios relativos de las paridades duras y los tipos flotantes, véanse Hausmann (1999) y Sachs y Larraín (1999).
7. La primera iniciativa política importante para establecer una unión monetaria europea se tomó en 1969 con la adopción del Informe Werner, que proponía lo siguiente: en la primera etapa, una reducción de los márgenes de fluctuación entre las monedas de los Estados miembros de la Comunidad; en la segunda, la implantación de una libertad completa de los movimientos de capital, con integración de los mercados financieros; y en la etapa final, una fijación irrevocable de los tipos de cambio entre las monedas. En su primer esfuerzo por crear una zona de estabilidad monetaria, la CEE intentó en 1971 que las paridades europeas estuvieran más cercanas entre sí que con el dólar, pero con alguna flexibilidad ("la serpiente monetaria"). La "serpiente" murió rápidamente con el colapso del sistema de Bretton Woods basado en el dólar, pero renació en 1972 con la "serpiente en el túnel", un sistema que acortaba los márgenes de fluctuación entre las monedas de la Comunidad (la serpiente) en relación con aquéllos que se daban entre esas monedas y el dólar (el túnel). Durante las turbulencias monetarias que acompañaron a la crisis del petróleo de 1973, esas disposiciones no podían

funcionar bien, lo que provocó varias salidas y flotaciones, hasta que se estableció el SME en 1979. El Reino Unido era un miembro del SME pero no participó en el MTC hasta 1990. Para la historia de la integración monetaria europea y el funcionamiento del SME, véase Bofinger y Flassbeck (2000).

8. Para un buen estudio de los mecanismos del apoyo a los pagos externos en la CEE, véase Edwards (1985: 326-346). Como parte del establecimiento de la Unión Económica y Monetaria, el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria – órgano que administraba los servicios financieros a corto plazo como parte del
9. Además, había la obligación de tomar las medidas necesarias para el funcionamiento adecuado del sistema fiscal, la supervisión cautelar, etc. Para más detalles, véase Akyüz y Cornford (1995).
10. Ese régimen se denominó BBC (*basket, band y crawl*, es decir, cesta, banda y deslizamiento) (Williamson, 2000).
11. Esta fuente también ofrece una discusión detallada de otras propuestas de acuerdos regionales.