



Ensayos

La elección del régimen de tipo de cambio

Tony Latter

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

El presente trabajo ha sido tomado del Manual N° 2, de la serie *Handbooks in Central Banking*, publicado en inglés por el Centro de Estudios de Banca Central, Banco de Inglaterra, propietario del *copyright*. El autor y el Centro de Estudios de Banca Central no se hacen responsables de la exactitud de la traducción en español de este trabajo, cuya venta está prohibida en todo o en parte, ya sea como folleto individual o mediante su inclusión en otra publicación. © *Copyright in English language, Bank of England*.

Documento de distribución gratuita y exclusiva para los miembros asociados y colaboradores del CEMLA.

ENSAYOS

La elección del régimen de tipo de cambio

Tony Latter

57

Publicado en inglés por el Centro de Estudios de Banca Central,
Banco de Inglaterra, Londres EC2R 8AH, mayo de 1996.

Primera edición, 1997

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1997
Durango 54, México, D.F. 06700
Prohibida su venta

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

Índice

	<i>Pág.</i>
Resumen	1
1. ¿Qué es el tipo de cambio	2
2. El tipo de cambio como un indicador	2
3. El tipo de cambio como objetivo o instrumento	2
4. Evaluando el tipo de cambio	3
5. Ventajas y desventajas de los tipos fijos y los flotantes	5
6. Evolución en los años recientes	12
7. Polarización	13
8. Criterios para decidir si fijar o flotar	14
9. Criterios para la Unión Monetaria Europea (UME)	16
10. Regímenes de tipo fijo en la práctica; pasado, presente y futuro: algunos ejemplos	17
11. Intervención oficial en el mercado cambiario	19
12. Controles en las transacciones de divisas	22
13. Observaciones finales	23
Apéndice	24
Lectura adicional	28

Este Ensayo fue publicado por el
Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
Durango 54, Col. Roma, México, D.F., 06700
Tel. (525) 533-0300;
Telefaxes: (525) 514-6554, (525) 207-2847,
(525) 207-7024 y (525) 525-4432.
Se terminó de imprimir en marzo de 1997
México, D.F.
El tiraje fue de 300 ejemplares
Impreso por:
Editorial y Comunicación

RESUMEN

Este *Manual* revisa el papel del tipo de cambio en la política monetaria y los factores que pueden determinar la elección del régimen, en el espectro que va de la libre flotación a la fijación indefinida, o aun a renunciar a la moneda propia. Se reexamina el papel de la intervención oficial en el mercado cambiario, como es el caso de los pros y los contras de los controles de las transacciones en divisas.

En ocasiones se citan ejemplos de las experiencias de países particulares. Algunas de ellas, con el tiempo, pueden ser rebasadas por los acontecimientos, pero se espera que el análisis básico que se presenta, continúe siendo válido. No se hace ningún intento por ofrecer prescripciones de política para los países individuales, ya sea en general o en términos específicos. Este *Manual* habrá cumplido su propósito si ayuda a los responsables de tomar tales decisiones a hacerlo con confianza.

1. ¿Qué es el tipo de cambio?

El tipo de cambio es el precio al que se valúa la moneda nacional con relación a una moneda extranjera. Resulta de una importancia práctica directa para aquellos comprometidos en transacciones con el exterior, ya sea por comercio o por inversión. También ocupa una posición central en la política monetaria, en la que puede servir como un objetivo, un instrumento o simplemente un indicador (dependiendo del marco de referencia de la política monetaria que se haya escogido).

2. El tipo de cambio como un indicador

El tipo de cambio afecta en forma aritmética el precio de las importaciones cuando se expresa en moneda nacional y el precio de las exportaciones al convertirse en moneda extranjera. Tiene por lo tanto un vínculo con la inflación y, conjuntamente con otra información (tal como costos y precios en el país y en el exterior) puede servir como un indicador de la competitividad externa y, en consecuencia, de la evolución probable de la balanza de pagos. Sin embargo, el tipo de cambio, siendo el precio al que la moneda del país se cambia por moneda extranjera, es ante todo un indicador monetario. A menudo es una señal de la posición de la política monetaria. Por ejemplo, en ausencia de cualesquiera otros cambios en las circunstancias económicas, un debilitamiento del tipo de cambio (o una presión a la baja resistida sólo por la intervención oficial) puede sugerir que la política monetaria es demasiado laxa, o en todo caso lo es con relación a la política en el país de la moneda extranjera de referencia; y un fortalecimiento, o una presión a la alza, que la política es restrictiva, o relativamente restrictiva.

3. El tipo de cambio como objetivo o instrumento

El tipo de cambio puede ser por sí mismo un objetivo para la política, con un tipo definido que se establezca, o con la aplicación de una fórmula que sea claramente observable. Alternativamente, el tipo de cambio puede ser manejado activamente, en conjunción con otros componentes de la política monetaria, con el propósito de lograr los objetivos deseados en las áreas de inflación, actividad real, o balanza de pagos, pero sin que allí haya necesariamente un objetivo preciso de nivel para el tipo mismo. En una economía de mercado el tipo de cambio usualmente no puede ser manipulado sin ajustes consistentes a otros componentes de la situación monetaria, o sin que tenga consecuencias para éstos (tales como el acervo de dinero, la liquidez o las tasas de interés).

A corto plazo, las modificaciones en el tipo de cambio pueden influir sobre la economía real y la balanza de pagos. En un plazo mayor, esos efectos pueden compensarse hasta cierto punto por la retroalimentación del movimiento del tipo de cambio (y los cambios asociados en las condiciones monetarias internas) sobre el nivel de precios interno. El alcance y la oportunidad de tal retroalimentación es un tema para el debate académico y la investigación empírica. En el caso extremo, si la retroalimentación es completa, podría no ser posible controlar el tipo de cambio *real* (es decir, el tipo ajustado por las tasas de inflación relativas) en un estilo determinista más allá del corto plazo. Este punto de vista “monetarista”, que implica que la política monetaria no influye en la economía real a largo plazo, ha sido de gran influencia en el comportamiento de las políticas económicas en las décadas recientes.

4. Evaluando el tipo de cambio

Cuando se monitorea el tipo de cambio, o cuando se busca ajustarlo en los casos en que es considerado como un instrumento efectivo u objetivo de política, se pueden utilizar varias unidades de medida diferentes, con las cuales se juzgará lo adecuado del tipo. Algunos de estos conceptos más comúnmente discutidos, se esbozan en el cuadro que sigue. La lista no tiene el propósito de ser exhaustiva con respecto a todas las posibilidades.

En la práctica, en tanto que estos conceptos pueden ser útiles para el monitoreo o el análisis de los movimientos del tipo de cambio y de las implicaciones más amplias de tales movimientos, ninguno puede considerarse inequívocamente como el indicador apropiado del *equilibrio* para el tipo de cambio.

Concepto	Argumentos a favor	Argumentos en contra^a
1. Tipo que generará equilibrio en la cuenta corriente externa.	Equilibrio de cuenta corriente aceptado generalmente como un objetivo razonable.	Carece de precisión: las respuestas de los flujos de cuenta corriente al tipo de cambio son inciertas y están sujetas a rezagos. La cuenta corriente con saldo en cero rara vez es apropiada: algunos países tendrían naturalmente (continúa)

Concepto	Argumentos a favor	Argumentos en contra^a
2. “Tipo de cambio de equilibrio fundamental”, definido como aquel que produce equilibrio para la cuenta corriente, más flujos de capital normales.	Mejoramiento de (1), que reconoce que lo óptimo puede incluir algunas salidas o entradas de capital estructural neto.	superávit (otros un déficit) acompañado de salidas de capital (entradas de capital), dependiendo de factores estructurales y otros, que también se modificarán con el tiempo. Carece de precisión como en (1). También dificulta el determinar cómo deberían ser los flujos de capital “normales”, y a menudo se dificulta medirlos.
3. Tipo de “paridad del poder de compra”, que iguala en general los niveles de precios internos e internacionales.	Es un concepto popular, y un punto de referencia útil para varios análisis económicos comparativos (verbigracia sobre niveles de vida).	No representa necesariamente el equilibrio externo, en especial porque grandes volúmenes de bienes y servicios en la práctica no son comerciables internacionalmente, y a causa de grandes retrasos de ajuste.
4. Tipo que iguala los precios de exportación con aquellos de los países competidores.	Parece definir el equilibrio.	La competencia internacional tiende a llevar los precios de exportación a niveles uniformes, pero posiblemente a niveles marcadamente variables de utilidad de exportación entre países –implicando desequilibrio en un contexto más amplio.

Concepto	Argumentos a favor	Argumentos en contra^a
5. Tipo que iguala los costos internos e internacionales (en total o, más comúnmente, los costos unitarios de la mano de obra); idealmente, los cálculos se ajustan para eliminar el efecto de diferentes posiciones en el ciclo económico.	Presenta equilibrio en términos de una medida de competitividad.	Problemas similares a (3), aunque quizás menos severos, pero también hay problemas de medición.
6. Tipo que iguala las tasas salariales reales internas e internacionales.	Concepto de equilibrio internacional en el mercado de trabajo. También podría ser atrayente en el contexto de la política social.	Dadas las rigideces estructurales dentro y entre los mercados de trabajo nacionales, puede no ser consistente con otros objetivos de política macroeconómica.
7. Trayectoria para el tipo nominal que es consistente con la apreciación gradual del tipo de cambio <i>real</i> .	Diseñada para salir de la inflación lentamente por medio de una progresiva restricción de la posición monetaria. Es aplicable en algunos casos de transición.	Más allá de cierto punto puede dañar la economía real y la competitividad hasta un grado inaceptable.

^a Estos son algunos de los argumentos contra los *conceptos*. Si se decidiera adoptar alguno de los conceptos como *objetivo*, surgirían preguntas adicionales sobre dónde y cuándo podría lograrse eso operativamente.

5. Ventajas y desventajas de los tipos fijos y los flotantes

El contraste principal en los regímenes del tipo de cambio es entre aquellos que se basan en un tipo flotante y los que se basan en un tipo fijo. A continuación se muestran los argumentos a favor del tipo flotante y aquellos en contra.

FLOTANTE

A favor

1. El tipo está determinado principalmente por las fuerzas del mercado. Un principio cardinal subyacente de la economía de mercado es que los mercados son exitosos al asignar eficientemente los recursos (incluido el financiamiento).

2. Si los mercados operan con eficiencia y el tipo flota libremente, no habrá oportunidades de que los especuladores obtengan beneficios a expensas del banco central.

3. La oferta y la demanda de moneda nacional frente a la moneda extranjera (y viceversa) se equilibrarán en el mercado. No hay obligación ni necesidad de que el banco central intervenga (para otra cosa que cumplir con las disposiciones a favor de sus propios clientes). Generalmente, en consecuencia, los agregados monetarios internos no se verán afectados por los flujos externos, y se puede proseguir con una política monetaria que sea independiente de la de otros países y no necesite tomarlas en cuenta.

En contra

1. Los mercados raramente operan con eficiencia perfecta; en consecuencia, existe el riesgo de sobrepasar el objetivo, lo que resultará en que el tipo de cambio esté a un nivel no garantizado por los “fundamentos económicos”, quizás por un periodo considerable.

2. La trayectoria futura del tipo de cambio será incierta, lo que puede crear dificultades para los negocios en la planeación y la fijación de precios. En ciertos casos puede ser posible asegurarse o cubrirse contra tal incertidumbre por medio de mercados de derivados (verbigracia títulos a plazos [*forwards*], futuros u opciones), pero ésto invariablemente implicará un costo.

3. Podría abusarse de la libertad para operar una política monetaria interna independiente: por ejemplo, el gobierno, al no verse presionado para evitar la depreciación del tipo de cambio, puede caer en la tentación de políticas monetarias y presupuestales inflacionarias.

Los argumentos a favor y en contra del tipo fijo son en alto grado la contraparte de aquellos relativos al tipo flotante.

TIPO FIJO

A favor

1. Un tipo fijo, si es duradero, y está considerado como duradero, provee negocios con una base segura para la planeación y la fijación de precios, ayudando así a desarrollar la inversión y el comercio internacional.

2. La tasa fija impone una restricción sobre la política monetaria interna: si su posición está significativamente fuera de línea con la del país con cuya moneda se fijó, pueden ocurrir afluencias o salidas inoportunas que requieren la intervención del banco central. Las afluencias pueden exacerbar la inflación; las salidas pueden agotar las reservas de divisas del país. Esta restricción en la política monetaria a menudo se considera como una disciplina útil contra las políticas adoptadas que divergen significativamente del país ancla.

3. Un tipo fijo será deseable si uno cree que es posible decidir cuál es el equilibrio apropiado y desea mantener el tipo allí.

4. Un régimen de tipo fijo que impone una disciplina directa sobre la política monetaria (verbigra-

En contra

1. Un tipo fijo, si carece por completo de credibilidad, puede ser vulnerable al ataque especulativo; ésto podría tener consecuencias perjudiciales para la estabilidad monetaria en la economía o para las reservas de divisas; finalmente, la especulación puede forzar a que se abandone el tipo fijo.

2. No hay forma segura de establecer si la tasa escogida es óptima, o sustentable; ni el gobierno ni el banco central pueden necesariamente presumir de conocer mejor que los mercados dónde está situado el equilibrio.

3. Mientras que un tipo fijo nominal puede ser importante para propósitos monetarios, éste no determinará el tipo *real*, que en algunos casos puede considerarse como un indicador importante o como un objetivo (véase también la nota 2 de pie de página a la vuelta).

4. El sostenimiento de un tipo fijo requiere que el banco central se mantenga preparado para intervenir

(continúa)

A favor

cia como con un consejo monetario) se puede preferir en situaciones en las que los instrumentos financieros y los mercados están insuficientemente desarrollados para la operación de una política monetaria basada en el mercado.

En contra

en el mercado cambiario para defender ese tipo; en tal caso se requieren decisiones sobre cómo hacer frente a las consecuencias monetarias internas (verbigracia, si “esterilizar” o no); aun cuando con la esterilización puede no ser totalmente posible aislar la economía interna de los efectos de la intervención.

5. Se requiere una cantidad adecuada de reservas de divisas.

6. La subordinación a la política monetaria de otro país no siempre puede ser beneficiosa.

De este modo, los partidarios de la **flotación libre** argumentan que el mercado cambiario es un mercado altamente transparente y eficiente, y que las fuerzas del mercado no deberían ser obstruidas. La política monetaria debería establecerse de forma autónoma, como se considere apropiado en el contexto interno (verbigracia para lograr estabilidad en el nivel de precios), y se debería permitir que el tipo de cambio siguiera cualquier trayectoria que parezca consistente con ello.

Entre tanto, los que propugnan los **tipos fijos** (significando la fijación contra una o más monedas o países principales con los que se mantienen relaciones comerciales) obtienen el respaldo de una mezcla de razones políticas, comerciales y económicas. El argumento económico se refiere al papel benéfico de un tipo de cambio ancla al imponer disciplina monetaria (a condición de que la moneda ancla sea fuerte); y se prefiere un tipo fijo a cualquier forma de flotación regulada, porque el tipo de cambio no está considerado como un instrumento útil independiente de política a largo plazo.¹ Ya sea por medio de la soberanía compartida (como presuntamente con la Unión Monetaria Europea) o en casos donde se ha renunciado

¹ *La habilidad para ajustar, de un golpe, el nivel de precios interno en términos de las divisas internacionales, a veces se ha considerado como un instrumento valioso de política (por ejemplo, con miras a influir en la cuenta corriente de la balanza de pagos), pero hoy en día el consenso es que puede ser difícil lograr un cambio duradero en la competitividad internacional de un país (o en el tipo de cambio real) por medio de la manipulación del tipo de cambio nominal, porque, por ejemplo, el impacto inflacionario de una depreciación en el nivel de precios interno con el tiempo cancela la ventaja inicial.*

efectivamente a la soberanía sobre la política monetaria (el caso del consejo monetario), se considera que los beneficios de la fijación pesan más que los costos.

La discusión se ha enfocado a menudo sobre el papel del tipo de cambio que permite al sistema económico mantener la producción frente a varios tipos de choques. De esta manera, se ha sugerido que un tipo de cambio flotante hace frente del mejor modo a los choques internos de la economía real, porque un movimiento en el tipo puede entonces ser la forma más efectiva de devolver la producción a su trayectoria de equilibrio; mientras que un tipo fijo hace frente del mejor modo a los disturbios monetarios internacionales, porque las entradas o las salidas de reservas pueden servir como amortiguador. También se ha argumentado, por una parte, que un tipo fijo sirve mejor a una economía altamente abierta, porque con un tipo flotante no sólo puede haber volatilidad considerable en el tipo nominal, sino que también las retroalimentaciones del tipo de cambio a los costos y precios pueden ser tan fuertes que no se podrían manejar cambios significativos en el tipo de cambio real aunque se quisiera; pero, por otra parte, se ha argumentado que una economía abierta necesita un tipo flotante para aislarla de las consecuencias monetarias de los muchos choques externos a los que con seguridad se expone una economía abierta.

Dadas tales prescripciones contrastantes, y la dependencia de cada prescripción de las circunstancias o de los objetivos particulares de política, no es sorprendente que la elección de la política en la práctica sea menos clara de lo que cualquier modelo teórico podría sugerir.

En la práctica, además, la elección del régimen no es una elección estricta entre, por un lado, una flotación completamente libre y, por el otro, una fijación permanente. Existe un espectro de opciones, como se observa en el cuadro.

Régimen	Descripción	Observaciones
Flotación libre	Libertad completa para las fuerzas del mercado.	Es posible en teoría, pero raramente sustentada por mucho tiempo en la práctica —el banco central usualmente desea intervenir hasta cierto grado.
Flotación regulada	Los bancos centrales intervienen, pero usualmente sólo como intento para suavizar las fluctuaciones.	Muy común; el problema es que el banco central no sabe si un movimiento en el tipo es una fluctuación a

(continúa)

Régimen	Descripción	Observaciones
Paridad de deslizamiento	El banco central interviene para lograr el objetivo específico del ajuste controlado del tipo, a menudo sobre una base continua.	corto plazo o la señal de una tenencia más fundamental. Bastante común, pero sólo es sustentable si el mercado coincide ampliamente con el parecer del banco en cuanto a la trayectoria adecuada del tipo; los ajustes pueden ser de acuerdo con alguna fórmula (verbigracia llevar a efecto la vinculación a una canasta de monedas, o reflejar el diferencial de inflación con los países competidores); habitualmente se divulga la fórmula o cualquier otra base de ajuste.
Fijo, con margen o zona objetivo	Se le permite fluctuar dentro del margen, pero el (los) banco (s) central(es) interviene(n) para evitar que el tipo se mueva más allá del margen.	Como con el Sistema Monetario Europeo, que ha operado con márgenes que varían del 2 1/2% al 15%. Si la tasa persiste en ese límite o cercano a él, el banco central se enfrenta a algunas opciones y desafíos como en el sistema de tipo fijo.
Fijo, pero ajustable	Fijo, (con el apoyo del banco central si es necesario) por periodos extensos, quizás dentro de márgenes muy estrechos, pero ajustado si está en desequilibrio o si hay una presión inaguantable.	El sistema “Bretton Woods” (donde el máximo margen de fluctuación permitido era de 1% a cada lado de una paridad declarada contra el dólar); muy extendido entre 1945 y 1972 cuando el FMI tenía que juzgar casos de “desequilibrio fundamental”. Puede resultar costoso en térmi-

Régimen	Descripción	Observaciones
Fijo, por el banco central	Una versión más estricta de “fijo pero ajustable”.	<p>nos de intervención si se retrasa el ajuste necesario. Menos común en la actualidad, ya que el capital internacional móvil exige los ajustes cuanto antes.</p> <p>Se intentó la fijación indefinida, pero no puede ser garantizada; los ajustes pueden ser necesarios, aun cuando no se admita abiertamente la posibilidad; de lo contrario la intervención requerida puede ser prohibitivamente grande. Es raro en la actualidad, pero puede surgir como preludio a la Unión Monetaria Europea. Algunos ejemplos históricos de fijación prolongada cuando el capital era menos móvil o estaba sujeto a controles (verbigracia la libra británica y la libra irlandesa hasta 1979).</p>
Fijo, por el consejo monetario (o el patrón oro)	Base monetaria (= el circulante más los balances de los bancos en el banco central) debe estar completamente respaldada por moneda extranjera (u oro) a tipo fijo.	<p>Disciplina estricta y automática que asegura la convertibilidad de la base monetaria a tipo fijo y en consecuencia, por arbitraje asegura el seguimiento riguroso por el tipo de cambio de mercado. Sin embargo, las presiones resultantes en otra parte de la economía (verbigracia en los bancos, en la actividad, o en los precios) puede dar origen a presiones políticas para que se cambie el tipo, o para que se</p>

(continúa)

Régimen	Descripción	Observaciones
Moneda unificada	Se abandona la moneda independiente y se adopta alguna otra moneda.	abandone por completo el sistema de consejo monetario. Surge la interrogante de si un país se subordina por completo a otro en términos de determinar la política monetaria y recolectar su señoreaje, o si se le concede una participación. La “dolarización” contrasta (el abandono parcial de hecho de la moneda nacional –sin influencia sobre Estados Unidos) con la moneda única europea propuesta (toma de decisiones conjunta y participación en los beneficios).

6. Evolución en los años recientes

En los años recientes el mundo ha sido testigo de una diversidad notable de enfoques de la política del tipo de cambio, que incluyen:

- (a) Las decisiones tomadas por los países de la antigua Unión Soviética para establecer monedas independientes. Estas decisiones estuvieron inspiradas en parte por consideraciones políticas y dificultades operativas, y en parte por el deseo de separarse de lo que fue, en su tiempo, un rublo altamente inestable y en depreciación constante (no obstante el hecho de que la mayoría de las monedas recientemente independizadas se depreciaron, al menos inicialmente, en medida mucho mayor).
- (b) El trabajo preparatorio continuo en la Unión Europea para una moneda única en medio de desarrollos contrastantes en los Estados miembros: por ejemplo, los tipos de cambio de un grupo substancial, incluyendo Alemania y los Países Bajos, han permanecido muy estables, mientras que varios otros (Italia, España, el Reino Unido) se han desviado considerablemente de márgenes estrechos anteriores. Entre tanto, algunos miembros aspirantes a la Unión Eu-

ropea están conscientes de la conveniencia de estabilizar sus monedas en relación con las monedas principales de la Unión Europea.

- (c) Un número pequeño de países (verbigracia Argentina, Estonia, Lituania) han optado por un tipo fijo respaldado por un consejo monetario.
- (d) Las tres monedas líderes del mundo (el dólar, el marco y el yen) han continuado la flotación contra cada una de ellas, con periodos de intervenciones oficiales ocasionales, cuando se ha considerado que los tipos estaban seriamente fuera de línea de los fundamentos. La situación quizás pueda describirse como una flotación regulada, pero no está claro si los bancos centrales han podido ejercer una influencia duradera por medio de la intervención, además de los efectos atribuibles a los ajustes de otros instrumentos de política, tales como las tasas de interés o la política fiscal.
- (e) Varios países en desarrollo se han movido hacia monedas de flotación más libre. Esta tendencia es evidente, aun después de tomar en cuenta monedas completamente nuevas, como se observa en el siguiente cuadro, basado en las clasificaciones del FMI.

REGÍMENES DE TIPO DE CAMBIO

	 finales de 1989	 finales de 1995
	Número de países	
Vinculados a una moneda única o a una canasta de monedas	94	67
Flexibilidad limitada en términos de moneda única o grupo de monedas	13	14
Más flexible (ajustado de acuerdo con un conjunto de indicadores, o flotación regulada o independiente)	46	99
	153	180

FUENTE: Fondo Monetario Internacional

7. Polarización

En los años recientes la opinión ha tendido a polarizar la elección: o flotar libremente o adoptar un régimen fijo tan estricto como sea posible. El razonamiento es que cualquier curso intermedio es más vulnerable al ataque especulativo y a la inestabilidad, y en consecuencia requeriría de la acción

discrecional frecuente del banco central; pero el banco central se presume no necesariamente apto para emitir juicios superiores a aquellos del mercado.

Un curso medio que en ocasiones ha atraído la consideración seria de algunos responsables de la política, así como en algunos círculos académicos, ha sido algún tipo de zonas objetivo o márgenes regulados, en particular para las monedas principales –véase la sección 6 (d) anterior. Sin embargo la idea nunca ha ganado el consenso suficiente como para ser puesta en práctica extensivamente. El Sistema Monetario Europeo (SME) ha demostrado que un sistema regulado de bandas con ajustes periódicos de los tipos centrales puede ser viable en algunas circunstancias, pero aun allí sólo un pequeño núcleo de las monedas se ha estado conformando continuamente con los márgenes estrechos originales; y el SME ahora se considera generalmente como un paso transitorio en el camino a la unión monetaria, más que un mecanismo preferido para siempre.

8. Criterios para decidir si fijar o flotar

A lo largo de los años ha habido mucho debate entre los académicos y los profesionistas sobre cuáles son los criterios apropiados para juzgar si países particulares constituyen un área monetaria óptima y, por lo tanto, pueden contemplar realísticamente el fijar los tipos de cambio o, finalmente, unificar sus monedas. Los siguientes factores han sido diversamente sugeridos como relevantes:

Tamaño relativo e integración comercial

Un país pequeño puede encontrar más fácil ensamblarse con uno más grande de lo que lo harían dos países de tamaño similar, especialmente si comercia en amplia medida con el más grande. Véase también la sección 5 anterior.

Flexibilidad de las estructuras económicas

En la medida que el tipo de cambio se considere capaz de desempeñarse como un instrumento de ajuste macroeconómico que altera la competitividad del país (muchas personas argumentan, sin embargo, que esto no es posible más allá del corto plazo), un país que abandona esa opción para adoptar un tipo fijo necesitará un mecanismo alternativo eficiente para ajustar los precios relativos. Esto significa, en la práctica, que la economía tiene que tener flexibilidad interna en sus estructuras de precios y costos. En particular, esto puede requerir flexibilidad en el mercado laboral, si se va a sostener la actividad frente a la competencia externa.

El factor movilidad	El ajuste encontrará apoyo si el trabajo y el capital son móviles entre los países en cuestión. En particular, el movimiento potencial del trabajo hacia áreas de salarios mayores puede precipitar o acelerar los ajustes necesarios a las tasas salariales. En la práctica, sin embargo, no es probable que el trabajo sea lo suficientemente móvil para amortiguar los choques de corto plazo, que pueden revertirse.
Habilidad para absorber o sobrevivir a los choques	La flexibilidad o movilidad, descrita arriba, puede ayudar a la economía a sobrevivir a los choques (tal como una elevación repentina en los precios internacionales de los productos), sin poner bajo presión el tipo de cambio fijo. En la medida que los choques impongan condiciones dolorosas o creen otras dificultades económicas o políticas, la elasticidad de la población y las instituciones será un factor para determinar la viabilidad del tipo fijo a largo plazo.
Homogeneidad de las economías	La capacidad de resistir los choques depende también de la similitud de la estructura económica de los países entre los que se fija el tipo de cambio. Cuanto más homogéneas sean las economías, más parejo será el impacto de los choques económicos y en consecuencia el tipo de cambio será más duradero.
Disponibilidad de transferencia de recursos para respaldo	Si, a causa de la falta de flexibilidad, ausencia de homogeneidad, o por cualesquiera otras razones, se desarrollan las presiones contra el tipo de cambio más allá de los límites de tolerancia, de manera que su sustentabilidad sea cuestionada, el régimen sólo podrá sobrevivir, en términos económicos y políticos, si hay un respaldo sustantivo de un país al otro en el sentido de transferencias de recursos reales (por ejemplo, transferencias presupuestarias) para compensar el desempleo que resulta de un tipo de cambio sobrevaluado o un mercado laboral inflexible.
Estabilidad absoluta: confiabilidad de la moneda ancla	Finalmente, si los países van a estar vinculados por un tipo de cambio fijo, es importante que la posición colectiva de la política monetaria exhiba, ya sea que efectivamente esté dictada por el socio dominante o se decida conjuntamente, una estabilidad adecuada y sea dirigida hacia meta(s) que sean acordadas o al menos sean aceptadas por ambos (verbigracia mantener la inflación a raya). De otra manera, uno u otro socio querrá romper el vínculo.

9. Criterios para la Unión Monetaria Europea (UME)

La Unión Europea ha establecido un conjunto de consideraciones bastante diferentes, a fin de juzgar si se ha conseguido un grado suficientemente alto de “convergencia” para calificar a un país miembro individual de modo que se una a la moneda única propuesta. Estos criterios son diferentes porque se proponen *medir* si en realidad ha ocurrido la convergencia adecuada, más bien que *describir las condiciones esturcturales* que podrían facilitar tal convergencia. Y son criterios esencialmente financieros, sin referencias a la condición de la economía real. Contienen elementos de flexibilidad para permitir algo de albedrío a los ministros en las decisiones finales.

Los criterios de la UME

Medida	Razonamiento	Comentario
Restricción del tamaño del deficit corriente del gobierno relativo al PIB (3%), o avanzar satisfactoriamente hasta ese nivel, sobrepasándolo sólo por razones excepcionales o temporales.	La indisciplina fiscal se consideraría amenazadora para la disciplina monetaria.	Beneficioso para la disciplina monetaria, aunque no esencial. Ayuda a otros objetivos de la integración europea.
Restricción de la deuda pendiente del gobierno relativa al PIB (60%), o declinación del porcentaje y aproximación a ese nivel a paso satisfactorio.	Es necesario respaldar el tipo de cambio fijo o unión monetaria.	Es necesario algo de convergencia, pero algunas divergencias en la inflación pueden no ser inconsistentes con el tipo de cambio estable en ciertas circunstancias.

Medida	Razonamiento	Comentario
Registro de seguimiento de la estabilidad del tipo de cambio dentro del Mecanismo de Tipo de Cambio	Se requiere el registro de seguimiento antes de dar un paso final irrevocable.	–
Convergencia de la tasa de interés a largo plazo (cerca de la de mejor desempeño).	Evidencia para lograr credibilidad en los mercados financieros.	–

10. Regímenes de tipo fijo en la práctica; pasado, presente y futuro: algunos ejemplos

En esta sección se examinan varios casos prácticos que involucran los tipos fijos, con atención particular a las circunstancias que puedan haber determinado (o pueden determinar a su debido tiempo) la durabilidad de la disposición.

Zonas de moneda unitaria

No es extraordinario que ningún país maneje más de una moneda dentro de sus propias fronteras. A pesar del hecho de que las condiciones económicas pueden variar considerablemente de región en región, no existen casos de provincias o regiones diferentes dentro de un país que tengan monedas diferentes independientes (aunque a veces las regulaciones monetarias pueden variar –en el caso de zonas económicas especiales, por ejemplo).

El alto grado de interdependencia, comercio mutuo y (aunque quizás menos marcado) el factor movilidad que usualmente existe entre las regiones de un país, junto con las consideraciones obvias de conveniencia práctica y de política, ayudan a explicar la universalidad de las monedas únicas. Pero quizás el factor más importante que finalmente sustenta tal práctica y excluye cualquier consideración seria de monedas regionales separadas, es el alcance de las transferencias de recursos que pueden estar disponibles entre regiones, a través, por ejemplo, del proceso presupuestario, a fin de mitigar las consecuencias de la flexibilidad insuficiente en las estructuras de precios de costos. El electorado normalmente está deseoso de apoyar transferencias de riqueza entre regiones de su país en una escala mucho mayor de lo que la transferiría a otro país.

Esquemas de moneda unitaria o convenios de tipo fijo que han sido modificados

A continuación de la disolución de la Unión Soviética, los Estados sucesores escogieron introducir sus propias monedas independientes. En algunos casos la ruptura con el rublo ruso se precipitó por las dificultades operativas en la obtención de billetes de banco o en el sistema de pagos, o por la incapacidad o renuencia de Rusia a pagar los billetes de banco (los nuevos Estados deseaban conservar el señoreaje para ellos); o simplemente por consideraciones políticas. Pero en un contexto a más largo plazo está claro que el rublo no era una moneda estable (aunque muchas de las monedas nuevas inicialmente evidenciaron ser todavía menos estables). Por otra parte, se discontinuaron o se redujeron los mecanismos explícitos o implícitos preexistentes, para la ayuda económica entre Estados; y la interdependencia en el comercio, etc., aunque todavía considerable, estaba destinada a reducirse. Por todas estas razones también, una unión monetaria ya no parecía ser deseable o viable.

Un ejemplo un tanto diferente se puede encontrar en las antiguas colonias francesas en Africa, que se agrupan en dos zonas, cada una con una moneda individual, las que lograron por muchos años sostener sus tipos fijos frente al franco francés.

Por mucho tiempo estos tipos de cambio se consideraron como inviolables, pero en 1994, después de una lucha progresiva contra la incompetividad, y ante la creciente renuencia de Francia a proveer recursos en la escala necesaria para respaldar esas economías en la situación difícil que se había creado, se devaluaron formalmente las monedas en un 50%. Sin embargo se mantienen vinculadas a los nuevos tipos de cambio.

Tipos fijos adoptados por medio de mecanismos de “consejo monetario”

Hong Kong se vinculó monetariamente al dólar de Estados Unidos en 1983, y en años más recientes Argentina y Lituania se vincularon al dólar y Estonia al marco alemán, todos ellos por medio de mecanismos de consejo monetario o de variaciones de esto.

En cada caso el tipo fijo se adoptó en un momento de crisis, con la esperanza de restaurar la estabilidad monetaria. Cada cual se ha afirmado en ello (al momento de escribirse esto), gracias a la determinación de las autoridades de mantener la disciplina monetaria, y también a que hubo tolerancia por parte de los negocios y los ciudadanos para lo que ha sido en algunos casos un proceso de ajuste bastante doloroso a corto plazo.

En Hong Kong, que posee quizás el grado más alto de flexibilidad en su economía, el ajuste fue el menos doloroso. Para los otros, con un regis-

tro de seguimiento más corto, la durabilidad de la disposición a largo plazo todavía se discute en algunas partes.

Cabe hacer notar que en ninguno de estos casos la economía satisfizo el tipo de condiciones de convergencia, con relación al país a cuya moneda se estaba fijando monetariamente, del tipo que se han establecido en la Unión Europea. Y han persistido las diferencias en las tasas de inflación con las monedas ancla, por razones estructurales, mucho después de que el tipo de cambio quedó fijado a paridad con la moneda ancla. También resulta de interés el hecho de que la elección de las monedas ancla (el dólar de Estados Unidos o el marco alemán) reflejaron la fuerza de las creencias de la política monetaria de Estados Unidos y Alemania, más bien que la cercanía de las relaciones comerciales o cualquier expectativa de recibir ayuda material de estos países.

Uniones monetarias en perspectiva: lo último en fijación

La experiencia dentro de la Unión Europea es que la estabilidad mayor de los tipos de cambio bilaterales se ha logrado entre países que poseen estructuras económicas relativamente similares o en los que uno está dominado por el otro en términos de tamaño y comercio. Así, por ejemplo, el tipo de cambio entre el marco alemán y el florín holandés ha demostrado una considerable estabilidad a largo plazo, a pesar de las divergencias en aquellas medidas presupuestarias que se están utilizando formalmente para juzgar la convergencia. Los países de la Unión Europea en general, no poseen la flexibilidad del precio de costo interno que es deseable como un sustituto al ajuste del tipo de cambio, en el mismo grado que las economías en otras varias regiones. Contra ésto, sin embargo, hay una fuerte voluntad política de tener éxito en la moneda única, cuando llegue el momento; y la cooperación en la política económica, incluyendo disposiciones que permitan transferencias limitadas de recursos entre miembros debería ayudar (una facilidad que en general no está disponible para otros países que desean mantener fijo su tipo de cambio) a apoyar la moneda unificada cuando se adopte.

11. Intervención oficial en el mercado cambiario

Bajo cualquier régimen de tipo de cambio que no sea el de la flotación enteramente libre, el banco central interviene en el mercado cambiario. El alcance de tal intervención depende de las circunstancias particulares.

Tal intervención, cualquiera que sea, tiene la posibilidad de afectar las condiciones monetarias en la economía. Considérese, por ejemplo, el caso en que hay una presión a la alza en el tipo de cambio, que el banco central decide resistir. Adquiere moneda extranjera en el mercado, y la moneda

local que crea a cambio (verbigracia abonando las cuentas de los bancos comerciales en el banco central) constituye una adición a la oferta monetaria (base monetaria); si esto no se empata por un incremento en la demanda de dinero implica una relajación (*easing*) en las condiciones monetarias y se asociará a una caída en las tasas de interés, que deberían impedir cualquier presión adicional a la alza sobre el tipo de cambio. En los casos en que hay una presión a la baja y el banco central vende moneda extranjera, las consecuencias son opuestas.

Puede haber ocasiones, sin embargo, en que el banco central interviene para influir en el mercado cambiario, pero no quiere que se afecte la oferta monetaria. En ese caso el banco central puede “esterilizar” el efecto de esa intervención en la base monetaria. Los medios por los que se puede lograr la esterilización de afluencias incluyen operaciones en el mercado de dinero o mercado de valores del gobierno para absorber liquidez, ventas de valores del banco central, elevar los requerimientos de reserva de los bancos, o transferir los balances del gobierno de los bancos comerciales al banco central.

Sin embargo, al restablecer de esta manera la base monetaria (con exclusión de cualesquiera requerimientos obligatorios de reserva) a su posición original, las presiones previas sobre el tipo de cambio pueden simplemente resurgir. Alternativamente, si la esterilización se efectúa simplemente por medio de la venta de instrumentos líquidos a los bancos, el potencial de la expansión subsecuente de la base monetaria, o más particularmente, del dinero en sentido amplio o de los indicadores de crédito, así como la relajación (*easing*) de las tasas de interés, puede ser significativa (en cuyo caso uno podría considerar que la esterilización en sí ha sido incompleta).

Hablando en general, la eficiencia de la intervención esterilizada depende del grado en que los agentes económicos perciban que los instrumentos financieros del país en cuestión pueden ser sustituidos por aquellos de otros países, y viceversa; cuanto más perfectos sean como sustitutos, menos efectiva será la intervención esterilizada.

En la práctica, las ineficiencias en los mercados financieros, las consideraciones del riesgo crediticio y, en algunas instancias, las restricciones oficiales sobre las transacciones de capital significa que la sustitución es menos que perfecta. Esto es más probable que sea cierto en el caso de las economías menos desarrolladas, para las que el balance de la opinión parece ser que la intervención esterilizada puede ser efectiva (pero no lo será necesariamente), en satisfacer el doble objetivo de tener el efecto deseado en el tipo de cambio sin perturbar indebidamente las condiciones monetarias internas a corto plazo; pero eso, aun así, puede no ser una estrategia viable a largo plazo.

Por lo que respecta a los países más desarrollados, la sustituibilidad probable más grande de activos internos e internacionales sugeriría un papel aún más débil de la intervención esterilizada. En esos mercados, sin embargo, la eficacia de cualquier clase de intervención depende mucho de si puede influir en la psicología de los participantes del mercado. Es posible hacerlo así, particularmente cuando la intervención se concierta entre más de un banco central. Aun entonces, sin embargo, un impacto duradero sólo puede obtenerse si las autoridades hacen los ajustes apropiados a los otros elementos de la política -y eso podría implicar alguna reducción de la esterilización misma. A menudo una variación en la estrategia de intervención puede señalar una variación importante en la política monetaria en conjunto.

La esterilización de las afluencias a menudo es costosa para el banco central (o, dependiendo de las disposiciones contables, para el gobierno), porque el banco central adquiere activos de bajo rendimiento en moneda extranjera a cambio de instrumentos internos o respaldados de rendimiento mayor. En el caso de la esterilización vía un incremento de los requerimientos de reserva no remunerados, se “grava” a los bancos en lugar de que el banco central o el gobierno carguen con el costo.

La discusión anterior ha sido presentada en términos de presión de afluencias de capital. En principio, lo contrario se aplica a las salidas. En la práctica, sin embargo, el banco central puede mostrarse menos listo para compensar (por esterilización contraria) el impacto monetario de las salidas que el de las afluencias, porque en el caso de las salidas es más a menudo necesario y deseable un ajuste de la política monetaria -por ejemplo la intensificación de la política monetaria restrictiva para combatir condiciones inflacionarias que pueden haber precipitado las salidas. Una excepción sería si la compresión monetaria fuese tan severa como para dar lugar a problemas de liquidez o aun de solvencia para los bancos; en esas circunstancias el banco central puede preferir esterilizar el impacto monetario de las salidas.

En contraste, el patrón oro o el consejo monetario es una versión muy estricta del tipo fijo, bajo el cual la intervención es automática “a solicitud”, hasta ahora en lo que respecta al cambio de base monetaria por moneda extranjera, pero la esterilización de hecho está prohibida. Las consecuencias de afluencias o salidas excesivas para las condiciones monetarias internas pueden ser extremas. El régimen también es bastante rígido, por ejemplo, en que ni siquiera puede acomodar un alza en la demanda de base monetaria asociada a un crecimiento en la economía real, a menos que esté respaldada por moneda extranjera.

El apéndice explora además el proceso de intervención y esterilización, y el funcionamiento del consejo monetario.

12. Controles en las transacciones de divisas

La mayoría de las economías de mercado aspiran a proporcionar a todos un acceso sin obstáculos al mercado de divisas. Algunas, no obstante, mientras declaran esto como su meta a largo plazo, mantienen en el presente cierto número de controles.

Donde los controles se ponen en práctica, usualmente se aplican a las transacciones de capital más bien que a las transacciones corrientes (la membresía del Fondo Monetario Internacional implica un compromiso grande para lograr la convertibilidad de la cuenta corriente). Algunos países desean evitar la depreciación de su tipo de cambio, y así imponen controles sobre las salidas de capital, usualmente, por lo que se refiere al grado en que a los residentes del país les está permitido exportar capital o conservar ganancias extranjeras en el exterior. Otros países pueden estar experimentando una presión a la alza sobre sus tipos de cambio y así imponer controles a las afluencias de capital (por ejemplo, imponiendo límites a lo que los extranjeros puedan invertir en el país). Los argumentos a favor y en contra de los controles de divisas pueden resumirse como sigue:

A favor

1. Reducir los alcances de la volatilidad a corto plazo en el tipo de cambio que surge de la actividad especulativa.
2. Reducir las oportunidades de un desalineamiento más persistente (reacción excesiva) como resultado de la perspectiva a muy corto plazo, en la que se concentran pretendidamente los mercados de divisas.
3. Aislar la economía de las consecuencias monetarias internas potencialmente serias de afluencias y salidas de capital considerables.

En contra

1. Se debería permitir que los mercados operaran sin impedimento; esto es lo mejor para la eficiencia a largo plazo de la asignación de recursos en la economía; también asegura que se vean las señales del mercado y se hagan los ajustes a la política en conjunto en tiempo oportuno.
2. El manejo de los controles puede ocasionar falta de equidad o distorsiones económicas entre diferentes empresas o sectores.
3. Los controles son escasamente efectivos por completo; y con el paso del tiempo se evitan progresivamente.

A favor

En contra

4. Hay un costo administrativo importante.
 5. Los controles pueden precipitar represalias de otros países.
-

La evidencia sugiere que los controles sobre las afluencias pueden ser más eficaces que aquéllos sobre las salidas. Esto es a causa de que puede ser más fácil monitorear y controlar los destinos del capital que entra al país que las fuentes de los fondos que salen fuera del país. Otra razón es que es más probable que las salidas sean asociadas con un tipo de crisis económica seria a que lo sean las entradas, con la gente adoptando quizás medios desesperados y tortuosos para evadir todos los controles.

A pesar de eso, y sin considerar las diferencias entre afluencias y salidas, el consenso actual es que en esta era de capital internacional móvil e instituciones financieras y mercados sofisticados, algunos controles son probablemente efectivos en el corto plazo, a lo sumo. Además, pueden alentar o facilitar la tardanza en la acción política necesaria en otros frentes. Los ciclos a mediano plazo de, por ejemplo, una aparente subvaluación inferior del tipo de cambio, seguido de una aparente sobrevaluación, en la práctica pueden ser inevitables, aun con la ayuda de controles estrictos.

13. Observaciones finales

El propósito de este *Manual* ha sido el de presentar los temas de discusión, más que llegar a conclusiones firmes. El hecho de que normalmente exista tal diversidad de prácticas de tipos de cambio alrededor del mundo parece indicar que no hay una simple prescripción universal. La elección debe depender de las circunstancias de cada país.

No obstante, se pueden observar unos cuantos puntos generales:

- un tipo fijo puede ser de utilidad para establecer un marco de referencia monetario basado en un ancla firme y en una disciplina visible, aunque, en una economía de mercado, necesariamente implica la renuncia de la autonomía sobre la política monetaria interna; es probable que la tolerancia a un tipo fijo sea más grande allí donde la economía muestre la más grande flexibilidad interna;
- un tipo flotante es el sostén de la independencia en la política monetaria interna, pero siempre existe el riesgo de que se abuse de la independencia, con consecuencias inflacionarias;

- si el tipo es “regulado”, puede existir más riesgo, que en los casos en que el tipo o flota más libremente o es fijado convincentemente, pues la incertidumbre con relación a las tácticas del banco central o sus intenciones a largo plazo dará lugar a disturbios especulativos;
- la intervención del banco central en el mercado de divisas, si no es esterilizada, afectará las condiciones monetarias en forma muy semejante a las operaciones de mercado abierto en el mercado de dinero interno, teniendo ambos la posibilidad, entre otras cosas, de influir en el tipo de cambio;
- la intervención esterilizada puede no ser muy efectiva en aliviar la presión sobre el tipo de cambio más allá del corto plazo, aunque su efectividad depende hasta cierto punto de la estructura de los mercados e instrumentos financieros;
- los controles de capital pueden ser un medio más efectivo para limitar las afluencias que las salidas; aun así, pueden no ser efectivos más allá del corto plazo; además interfieren con las fuerzas del mercado en la asignación del financiamiento, y van en contra de la tendencia global hacia el desmantelamiento de todas las formas de controles oficiales sobre la economía;
- sin embargo, en el contexto estrecho del manejo del tipo de cambio, la limitación de ciertos flujos de capital externo por medio de controles directos puede, en algunas circunstancias, ser más efectiva que permitir los flujos y luego tratar de esterilizarlos.

Apéndice

El cuadro que se ofrece a continuación, es una presentación simplificada y estilizada de las consecuencias monetarias de la intervención y la esterilización del banco central. Supóngase, inicialmente, que hay un desequilibrio en el mercado de divisas al tipo de cambio vigente, con, por ejemplo, inversores que desean cambiar 100 unidades de moneda extranjera a moneda local.

Bajo un régimen de tasa flotante, ésto resultaría en un movimiento a la alza del tipo de cambio hasta que se restableciera el equilibrio entre la demanda y la oferta de la moneda local. Pero aquí se asume que el banco central está operando una política de tipo fijo.

Por consiguiente interviene para comprar 100 de moneda extranjera a cambio de 100 en moneda local; esta última se acredita en primera instancia a los balances de los bancos comerciales en el banco central, y los bancos entonces acreditan las cuentas bancarias de los inversores. Esto se representa en la posición A.

<i>Partidas selectas de la hoja de balance</i>	<i>Posiciones relativas a la posición inicial</i>		
	A	B1	B2
INVERSORES			
Activos			
Depósitos en moneda local	+100	+100	–
Valores en moneda local	–	–	-100
Activos en moneda extranjera	-100	-100	-100
BANCOS COMERCIALES			
Activos			
Balances en el banco central	+100	+100	–
Valores en moneda local	–	+100	–
Pasivos			
Depósitos en moneda local	+100	+100	–
BANCO CENTRAL			
Activos			
Valores en moneda local	–	-100	-100
Activos en moneda extranjera	+100	+100	+100
Pasivos			
Balances de los bancos comerciales	+100	–	–
OFERTA MONETARIA			
Base monetaria	+100	–	–
Dinero en sentido amplio	+100	+100	–

En A el banco posee liquidez acrecentada. Esto implicaría, siempre y cuando no ocurrieran cambios mayores, un relajamiento general de las condiciones monetarias y tasas de interés más bajas, que tenderían a eliminar el exceso de demanda de la moneda local y así devolver el equilibrio en el mercado de divisas al tipo fijo. Pero el banco central puede, por otras razones, querer impedir que las condiciones monetarias se relajen

(*easing*). En consecuencia puede vender valores de su propia cartera (las operaciones alternativas para absorber liquidez, tal como elevar los requerimientos de reserva en los bancos, conduciría a resultados finales claramente similares para el propósito de esta presentación). B1 muestra el caso en que estos valores son comprados por los bancos; y B2 donde son comprados por otros inversores.

B1 es quizás el ejemplo más común de la esterilización inmediata, cuando el banco central, en sus operaciones regulares de mercado de dinero, actúa para eliminar los balances excedentes de los bancos. Pero si los valores vendidos a los bancos son de la clase que también califica para la posible venta subsecuente al banco central, la esterilización puede no ser totalmente efectiva: y el dinero en sentido amplio todavía puede ser mayor que en el principio; de manera que las condiciones monetarias pueden permanecer más relajadas (*remain easier*). En B2 la esterilización es completa, pues tanto el dinero en sentido amplio como el dinero en sentido estricto son regresados a sus posiciones iniciales.

Sin embargo, cuanto más exitosa es la esterilización en restituir la posición inicial, es más probable que la presión a la alza en el tipo de cambio y las afluencias se repitan, poniendo en duda de esta manera la sagacidad de la operación completa. Qué tanto puede persistir la presión de las afluencias en tales circunstancias depende del grado de libertad de los inversores (particularmente los inversores extranjeros) para comprar o retener activos en moneda local y de qué tan pronto los inversores puedan considerar saturadas sus carteras (como se explicó en la sección 11).

En el caso de la intervención para detener la caída del tipo de cambio frente a la demanda excesiva de moneda extranjera, el análisis es exactamente lo contrario de lo antedicho.

En el caso de un sistema de “consejo monetario”, el consejo monetario (o el banco central) está obligado a intervenir para intercambiar base monetaria por moneda extranjera al tipo fijo y, si el sistema es manejado en su sentido más puro, la esterilización no es una opción. Así, el efecto de las afluencias (o con signos contrarios las salidas) está restringido a la posición A, con alimentación completa directa a las condiciones monetarias internas. En otras palabras, las afluencias llevan automáticamente a condiciones monetarias más relajadas y las salidas a condiciones más restringidas; un consejo monetario constituido estrictamente no se involucraría en transacciones internas de valores y no se debería permitir incrementar la base monetaria sin el respaldo de una moneda extranjera.

Es esta disciplina la que explica el éxito comparativo del consejo monetario en mantener el tipo fijo, pero también lleva a consecuencias internas potencialmente severas en términos de, en el nivel macro, inflación o deflación y, en el nivel micro, presiones extremas a los bancos. En la

práctica, sin embargo, los bancos centrales que operan un sistema de consejo monetario pueden tener cierta autoridad y medios para manejar la liquidez a través de operaciones del mercado de dinero. Tal vez el problema más serio es probable que surja si las salidas resultan en una compresión severa de la liquidez bancaria, que el banco central puede ser incapaz de aliviar con inyecciones directas de liquidez porque carece de los recursos de moneda extranjera contra los cuales crear base monetaria.

Lectura adicional

- Mark P. Taylor, 1994, “Sterilised intervention”; en *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, (ed.) Newman, Milgate y Eatwell.
- Kathryn M. Domínguez, 1994, “Foreign exchange market intervention”; en *New Palgrave...* op. cit.
- Robert P. Flood y Nancy P. Marion, 1994, “Exchange rate regime choice”; en *New Palgrave...* op. cit.
- Hong Kong Monetary Authority, 1995, “Monetary and exchange rate management with international capital mobility: experience of countries and regions along the Pacific rim”.
- International Monetary Fund. 1995, “International capital markets: development, prospects and policy issues”.
- Crockett, A.D., 1993, “Monetary policy implications of increased capital flows”; en *Bank of England Quarterly Bulletin*, noviembre de 1993.