

# Los regímenes cambiarios en América Latina\*

Susana Nudelsman\*\*

<https://doi.org/10.15446/ede.v27n51.69114>

## Resumen

Aunque el fin de los acuerdos de Bretton Woods inauguró la era de los tipos de cambio flotantes, el mundo muestra en la actualidad una diversidad de arreglos cambiarios. Las alternativas cambiarias extremas no son una panacea. Los regímenes de flotación administrada son una herramienta sensata de política económica. El tipo de cambio fue una pieza crucial en los programas heterodoxos de estabilización y de fijación total implementados en América Latina en las décadas de los ochenta y los noventa. A partir de los años 2000, la región se ha movido hacia una mayor flexibilidad cambiaria. Estas economías experimentaron los dilemas derivados del miedo a flotar y posteriormente del miedo a apreciar. La flotación con metas de inflación está en boga, pero los países también acuden a la intervención cambiaria. La apreciación de las monedas locales y la falta de flexibilidad cambiaria han sido factores adversos para estas economías.

**Palabras clave:** tipos de cambio, arreglos monetarios internacionales, macroeconomía de economías abiertas, impactos económicos de la globalización.

**JEL:** B22, E42, F02, F43.

## Exchange Rate Regimes in Latin America

## Abstract

Although the end of the Bretton Woods agreements inaugurated the era of floating exchange rates, the world currently displays a variety of exchange arrangements. Extreme exchange rate alternatives are not a panacea. Managed floating regimes are a sensible economic policy tool. The exchange rate was a crucial element in the heterodox stabilization and total fixation programs implemented in Latin America in the 1980s and 1990s. Since the 2000s, the region has moved towards greater exchange rate flexibility. These economies experienced the dilemmas derived from the fear of floating and, later, from the fear of appreciation. Floating cum inflation targeting is in vogue, but

---

\* **Artículo recibido:** 01 de abril de 2017 / **Aceptado:** 10 de agosto de 2017. El artículo es resultado del Proyecto de Investigación "América Latina en la Arquitectura Financiera Internacional", no contó con financiación.

\*\* Doctora en Economía por la Universidad de Buenos Aires (Buenos Aires, Argentina). Investigadora de la Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Investigaciones Económicas. Correo electrónico: snudelsman@gmail.com

countries also resort to exchange rate intervention. The appreciation of local currencies and the lack of exchange rate flexibility have been adverse factors for these economies.

**Keywords:** exchange rates, international monetary arrangement, macroeconomics of open economies, economic impacts of globalization.

**JEL:** B22, E42, F02, F43.

## Introducción

El mundo posterior a los acuerdos de Bretton Woods se propuso instaurar un nuevo paradigma cambiario a nivel global. En la medida que la movilidad de capitales aumentó, los países se encontraron con la necesidad de eliminar los controles a los mismos y flexibilizar los regímenes cambiarios. Sin embargo, el mundo actual presenta un amplio abanico de arreglos cambiarios. Los países desarrollados flotan o son parte de un área monetaria óptima. Muchos países en desarrollo también flotan, pero la mayoría de ellos acuden a la política cambiaria activa.

En un mundo globalizado, el tipo de cambio, en tanto expresa la relación de cambio entre la moneda de un país y las del resto del mundo, es un precio clave que afecta aspectos nominales y reales de las economías. El tema adquiere complejidad en la dinámica de las economías en desarrollo que están sujetas tanto a los retos de sus variables internas como a los de los ciclos de financiamiento externo y las fluctuaciones de los precios de los productos básicos. Además, en el proceso de globalización, los desalineamientos prolongados en los tipos de cambio han estado asociados a severas crisis financieras. No menor es el impacto del tipo de cambio sobre la marcha de los precios en estas economías.

La presente investigación tiene por objetivo realizar una revisión de la literatura existente sobre los regímenes cambiarios desde el punto de vista de las economías de América Latina. Las diversas secciones tratan una contextualización histórica de los regímenes a nivel global; el trilema de la economía abierta a los movimientos de capital; una clasificación de los diferentes regímenes cambiarios; las ventajas y desventajas de la fijación y flotación cambiarias; un análisis sobre las anclas cambiarias, las metas de inflación y el regreso de la política cambiaria; y, finalmente, se presentan las conclusiones.

## El contexto histórico

A fin de dilucidar la historia de los regímenes cambiarios, se requiere considerar la evolución de los mercados de capital. La globalización financiera o integración global de los mercados de capital, asociada con la movilidad internacional del capital, puede ser visualizada como la característica distintiva de la economía contemporánea (Olivera, 2004, p. 2). Aunque este fenómeno muestra en la era actual características específicas, algunas de ellas no difieren de las de la era global anterior.

Antes del siglo XIX, las finanzas internacionales tuvieron un alcance limitado en relación a la expansión colosal que sobrevino después. La progresiva evolución de los mercados de capital en los tiempos modernos muestra cuatro etapas. En la primera, entre 1870 y 1914, una proporción creciente de países se adhirió al patrón oro siendo Londres el núcleo del mercado internacional de capital. El régimen de tipos de cambio fijos implicaba estabilidad y credibilidad para los países participantes. Las tasas de interés pronto tendieron a converger y los capitales a fluir (Obstfeld y Taylor, 2002, pp. 2-5).

En la segunda etapa, entre 1814 y 1945, dos Guerras Mundiales y la Gran Depresión destruyeron este sistema global. El patrón oro se desacreditó y las políticas monetarias se orientaron hacia la consecución de objetivos políticos internos. Luego, la aplicación de los tipos de cambio flotantes permitió instrumentar las devaluaciones competitivas. A fin de proteger al sistema respecto a la irrupción de crisis cambiarias, se generalizaron los controles de capital. La economía mundial había pasado de la globalización a la autarquía en unas pocas décadas. El capital y las finanzas globales cayeron a niveles mínimos.

En la tercera etapa, más conocida como la era de Bretton Woods, entre 1945 y 1971, se implementaron tipos de cambio fijos, aunque ajustables. Se produjo una expansión significativa del crecimiento y comercio mundiales. En un inicio, los controles de capital se propusieron evitar corridas y crisis cambiarias al tiempo que los países contaron con cierta autonomía para efectuar políticas monetarias activas. Los mercados de capital sólo se recuperaron lentamente. A comienzos de los 70, los flujos crecientes de capital global llevaron al relajamiento de los controles sobre las actividades financieras globales.

La cuarta etapa, o era post-Bretton Woods, entre 1971 y nuestros días, inicia el sistema de tipos de cambio flotantes. La tendencia hacia el levantamiento de los controles de capital ha sido correlativa a la colosal movilidad del capital global. El movimiento hacia la flotación fue especialmente importante en los países desarrollados. El posterior establecimiento del euro surgió con la concepción de que la cooperación monetaria promueve las transacciones internacionales y la integración monetaria entre los estados miembros. En los países en desarrollo, el pasaje a la flotación cambiaria ha sido más lento. Ante la dificultad de conducir una política monetaria autónoma, los países más pobres han sido reacios a la adopción de este sistema. Tras las crisis cambiarias y financieras de los 90 y comienzos de los 2000, los países en desarrollo han preferido dotar mayor flexibilidad a sus políticas cambiarias e incluso muchos han optado por las metas de inflación.

El régimen de flotación surgió a partir de las motivaciones económicas y políticas de los países por proclamar la autonomía de sus políticas monetarias a fin de evitar el sometimiento a la de ningún otro país cuyo compromiso es incierto en un mundo caracterizado por shocks aleatorios ni a la de una autoridad monetaria sobre la que no tienen control alguno (Eichengreen, 2008, pp. 228-231). En este sentido, cabe destacar que los tipos de cambios están sujetos a las preferencias de las sociedades en relación a la economía política de factores tanto internos como externos (Broz y Frieden, 2006, p. 596).

El mundo no ha abrazado de manera uniforme la flotación cambiaria. Actualmente, la economía global se caracteriza por la coexistencia de diversos sistemas. El número de países que han fijado sus monedas al dólar o a una canasta de monedas es alta. Frente a un aluvión de flujos de capital empleados en el arbitraje de tasas de interés y especulación de divisas, los países han buscado prevenir la creación de burbujas crediticias, así como evitar los efectos adversos no deseados de la apreciación de sus monedas. En suma, tras Bretton Woods ha habido un gradual, pero importante movimiento hacia los tipos de cambio flotantes. Sin embargo, actualmente los tipos de cambio intermedios combinando flotación con intervenciones en los mercados cambiarios representan una proporción importante del total.

### **El trilema monetario**

Una pieza central de la literatura tradicional en el tema en cuestión se refiere al trilema monetario o trinidad inconsistente para las economías abiertas en virtud del cual, la plena movilidad de capitales, la estabilidad cambiaria y la independencia monetaria son incompatibles simultáneamente. El trilema surge porque la política macroeconómica puede incluir, a lo sumo, dos de estos tres objetivos de política económica. En presencia de movilidad libre de capitales, los tipos de cambios fijos excluyen la independencia monetaria; esta es sólo alcanzable en presencia de tipos de cambios flotantes. Asimismo, los tipos de cambio fijos y la política monetaria pueden ser instrumentadas aplicando control de capitales (Obstfeld y Taylor, 2002, pp. 7-9).

La resolución del trilema ha variado en el tiempo. En efecto, la movilidad del capital ha sido un objetivo de política en los sistemas del patrón oro y también lo es en el actual de tipos de cambio flotantes, correspondiéndose con un amplio consenso hacia el objetivo de la estabilidad cambiaria en el primero, aunque con apoyo parcial en el segundo con excepción de los sistemas super-fijos. En cambio, en el sistema entre guerras, la movilidad del capital fue rechazada por varios países lo que se correspondió con una mayoría que prefirió renunciar a la estabilidad cambiaria. Por su parte, el sistema de Bretton Woods contó con una mayoría de países que rechazó la movilidad del capital y pocos que optaron por desistir de la estabilidad cambiaria.

La validez de las dos premisas claves del andamiaje teórico del trilema —la paridad del poder de compra y la paridad descubierta de tasas de interés— es cuestionada por Frenkel (2006). Bajo estas premisas, la tasa de interés que el banco central instrumenta para alcanzar su objetivo de inflación determina unívocamente el tipo de cambio de equilibrio. Se aduce que las mismas tienen poca capacidad explicativa - la primera, porque no puede explicar el comportamiento del tipo de cambio en el corto y mediano plazo, ambos relevantes a los fines de la política monetaria, y la segunda, porque no presenta evidencia capaz de validarla. La crítica concluye que, puesto que los mercados cambiarios y financieros parecen no funcionar bajo estas hipótesis, el tipo de cambio queda indeterminado, y que, más allá de lo que predicen los libros de texto en relación a la determinación del tipo de cambio, el banco central cuenta con cierto margen para controlar la oferta de dinero (Frenkel y Taylor, 2005). No obstante, el trilema, en tanto modelización, puede entenderse como una simplificación

de la realidad y constituye un esquema conceptual de referencia útil para el análisis de los regímenes cambiarios. Obviamente, este esquema no debe pasar por alto los diferentes contextos y circunstancias de las diferentes economías.

### **Clasificación de los regímenes cambiarios**

*Prima facie*, los regímenes cambiarios comprenden tres grandes grupos. Los regímenes fijos están definidos por el compromiso de la autoridad monetaria de mantener el tipo de cambio nominal a un nivel dado lo que se efectiviza a través de las compras y ventas en el mercado de cambios. Los regímenes de libre flotación permiten el movimiento del tipo de cambio en función de las fuerzas del mercado sin intervención de la autoridad monetaria. Los regímenes intermedios combinan diversos grados de flexibilidad restringida con intervención en el mercado cambiario.

La categorización fijación versus flotación es una dicotomía simplificada puesto que, en los hechos, se observa un continuo de flexibilidad de modo que, al principio del espectro yendo desde los regímenes más rígidos a los de creciente flexibilidad, es posible identificar tres grandes grupos. Los esquemas totalmente rígidos comprenden: a) la unión monetaria, que establece la circulación de una única moneda con paridad fija entre los países miembros, aunque con flotación contra el resto de las monedas; b) dolarización, que establece la adopción de una moneda extranjera como la única de curso legal; c) la caja de conversión, que implica el compromiso legislativo de fijar el tipo de cambio a una cierta paridad que se combina con restricciones al banco central en la emisión de moneda local contra moneda extranjera privando al banco central la autonomía de la política monetaria y el papel de prestamista de última instancia; y d) tipo de cambio fijo convencional, donde se fija la moneda a una moneda extranjera.

Los regímenes intermedios incluyen: a) el tipo de cambio ajustable, cuando la fijación respecto a la otra moneda se ajusta periódicamente según las circunstancias; b) el *crawling peg*, o tipo de cambio reptante, cuyo tipo de cambio se ajusta en montos pequeños ya sea en forma activa cuando el ajuste se realiza por debajo de la inflación esperada o pasiva cuando se realiza en respuesta a la inflación pasada; c) la canasta de monedas, que consiste en fijar el tipo de cambio a un promedio ponderado de varias monedas; d) la zona objetivo o bandas cambiarias, permitiendo la fluctuación del tipo de cambio dentro de una banda en torno a una paridad central que es ajustada periódicamente de acuerdo a un programa pre-anunciado; y e) la flotación administrada donde las autoridades intervienen en el mercado cambiario de acuerdo a su discrecionalidad. Al final del espectro se encuentran los regímenes de libre flotación, donde la autoridad monetaria no interviene en el mercado de cambios.

Esta clasificación dista de ser simple. Cada uno de los regímenes intermedios puede presentar un rango amplio de mayor o menor flexibilidad y rigidez. El parámetro relevante en las bandas cambiarias es el ancho de los márgenes; en el *crawling peg*, la velocidad del mecanismo *crawl*; en la canasta de monedas, el número de monedas en la canasta y la

medida en que las ponderaciones son anunciadas públicamente; en la fijación ajustable, la magnitud del *shock* necesario para originar el cambio en la paridad (Frankel, 2003, pp. 4-5). Asimismo, algunos sistemas cambiarios intermedios no son mutuamente excluyentes sino de tipo mixto como el así llamado BBC, que es la denominación que Williamson (2008, p. 19) ha dado a la expresión canasta-bandas-crawl por su sigla en inglés.

Por su parte, la flotación administrada es un concepto impreciso que dista de estar unívocamente definido. En general, esta se encuentra incluida en la categoría de los regímenes intermedios (Frenkel y Rapetti, 2010, p. 11; Ocampo 2016, p. 12). Para otros, esto es así sólo si existe un objetivo explícito alrededor del cual el banco central interviene. La intervención ocasional sin un objetivo anunciado puede ser considerada dentro de la categoría de libre flotación (Frankel, 2003, pp. 4-5; FMI, 2016, p. 48).

Otro aspecto que la literatura ha investigado se refiere a la distinción entre regímenes de jure y regímenes de facto. Se trata de distinguir entre los regímenes anunciados por las autoridades de los países y los arreglos que los países realmente ponen en práctica. La clasificación de los arreglos monetarios de facto del FMI registra que, en 2003, 36 países tenían un sistema de libre flotación mientras que en 2016 el número se redujo a 13. En esos mismos años, el número de países con arreglos super-fijos, que comprenden la dolarización y la caja de conversión- pasó de 35 a 25. En el presente, el grupo de los arreglos cambiarios que no flotan incluye varias alternativas con 14 correspondientes a la dolarización, 11 a cajas de conversión, 44 a fijaciones convencionales y a 40 flotación administrada (FMI, 2003; 2016, p. 8).

En suma, el mundo actual se caracteriza por la proliferación de diversos arreglos cambiarios haciendo del sistema un verdadero no-sistema (Ocampo, 2016, p. 19). El quiebre de los acuerdos de Bretton Woods ha ejercido un impacto menor al que se esperaba sobre los regímenes cambiarios (Reinhart y Rogoff, 2004, p. 1). Por cierto, ha habido una mayor flexibilidad cambiaria; pero los arreglos cambiarios de facto no confirman la total flotación. En años recientes, las autoridades de varios países de América Latina anunciaron oficialmente las metas de inflación, pero también recurrieron a fuertes intervenciones en el mercado cambiario.

### ¿Fijar o flotar?

Un tema ampliamente analizado por la literatura tradicional plantea el tema en términos del *trade-off* entre credibilidad y flexibilidad a la luz del problema de la inconsistencia temporal. En virtud del trilema monetario, la subordinación de la política monetaria a los tipos de cambio fijos —impidiendo que los hacedores de política acudan a políticas discrecionales— resuelve el problema. La fijación provee un ancla nominal creíble para la política monetaria y, en consecuencia, para la estabilidad de precios.

Sobre la base de este esquema conceptual, la credibilidad del compromiso de la autoridad respecto a la estabilidad de precios es mayor en los regímenes de tipos de cambio fijos y lo opuesto ocurre en los flotantes. A su vez, las fijaciones cambiarias implican la renuncia a la

autonomía de la política monetaria mientras que las flotaciones la hacen posible. En ocasión de un shock, la política monetaria bajo tipos de cambio fijos es incapaz de atender el equilibrio interno la que, en cambio, puede ser instrumentada bajo tipos de cambio flotantes. Este no es un punto menor en tanto la autonomía monetaria representa una herramienta poderosa al proveer la flexibilidad necesaria para enfrentar vicisitudes internas y externas.

Otros aspectos también cuentan en la caracterización de ambos regímenes en el ámbito de la literatura tradicional. Los tipos de cambio fijos permiten reducir el riesgo cambiario del comercio internacional, facilitar los flujos internacionales de capital, prevenir las depreciaciones competitivas y excluir las burbujas especulativas. Los tipos de cambio flotantes permiten un ajuste automático de los *shocks* comerciales, retener el señoreaje y el papel de prestamista de última instancia por parte del banco central y minimizar la ocurrencia de ataques especulativos (Frankel, 2012, pp. 769-778).

A partir de las crisis en el este de Asia y las crisis subsiguientes en las economías emergentes, el debate acerca de las virtudes de ambos regímenes cambiarios se centró en los mercados financieros y la estabilización de la especulación. Por un lado, el apoyo a los tipos de cambio fijos deriva de la gran desventaja de la flotación, la tendencia hacia la volatilidad no siempre originada en los fundamentos económicos tales como las burbujas especulativas. Por el otro, el apoyo a los tipos de cambio flotantes surge por la gran desventaja de la fijación, la tendencia de los tomadores de préstamos a exponerse en moneda extranjera sin cobertura eficiente que desembocan en ataques especulativos y equilibrios múltiples. Por cierto, la excesiva volatilidad y la sobrevaluación cambiaria pueden ocurrir en ambos sistemas cambiarios

Los regímenes cambiarios totalmente rígidos suponen una estabilidad nominal mayor, aunque al costo de una mayor volatilidad real. No obstante, estos sistemas imponen demasiadas exigencias sobre la flexibilidad interna. Tienen la capacidad de impartir disciplina fiscal y monetaria, pero comprimen el margen de maniobra para las políticas monetaria, crediticia y fiscal. Al permitir la transmisión interna de los *shocks* externos, causan movimientos pendulares tanto en la actividad económica como en los precios de los activos que se manifiestan en una progresiva vulnerabilidad financiera interna. Aunque la total fijación puede coadyuvar a eliminar la inflación, también puede generar perturbaciones si no viene acompañada de un esquema de política económica que permita flexibilizar los precios si la marcha de las variables lo requiere. En el otro extremo, los regímenes de libre flotación son apropiados si las fluctuaciones de los mercados son de corta duración; en caso contrario, los beneficios de la total flexibilidad cambiaria se ven opacados por una gran inestabilidad financiera tal como se evidenció en el acceso de los países emergentes a los mercados de capital experimentados en la reciente era global (Ffrench-Davis, 2003, pp. 20-24; Ffrench-Davis y Larraín, 2002, pp. 18-19).

Al respecto, los ciclos de expansión y contracción asociados a los vaivenes en los flujos de capital han implicado una alta inestabilidad financiera, particularmente en los países en desarrollo. La evidencia sugiere que estos ciclos no están exentos de la posibilidad de

equilibrios múltiples y profecías auto cumplidas en el contexto de los modelos de segunda generación (Obstfeld, 1984, p.1). Los movimientos en los tipos de cambio no siempre responden a los fundamentos de la economía sino a los ciclos financieros globales lo que genera distorsiones en el lineamiento de los mercados cambiarios (Williamson, 2008, p.11). De este modo, las expectativas respecto a los flujos de capital tienen efectos pro-cíclicos sobre los tipos de cambio.

Las soluciones extremas plantean dilemas severos. El tipo de cambio constituye una variable clave en los países en desarrollo en términos del comercio y de las finanzas. Está sujeto a dos demandas en conflicto reflejando un *trade-off* entre la consecución de los objetivos también en conflicto, la flexibilidad de precios relativos y la estabilidad de precios nominales. La elección de los regímenes cambiarios resulta de las diferentes ponderaciones asignadas a los beneficios relativos de la estabilidad versus la flexibilidad lo que, a su vez, está determinado por condiciones internas y externas. La importancia de esta demanda dual es ignorada en la recomendación de las opciones extremas. La elección de regímenes intermedios es un intento por reconciliar ambas demandas (Ocampo, 2002, p. 12). Algunos de estos regímenes —en especial si están dotados de poca flexibilidad— acarrearán serias vulnerabilidades y muestran una gran propensión a crisis macroeconómicas y financieras. La evidencia empírica en los países emergentes muestra que, dentro de este grupo de sistemas cambiarios, principalmente los así llamados de flotación administrada no sólo gozan de mayor autonomía monetaria, sino que también reducen el riesgo de crisis. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que las flotaciones administradas —en tanto abarcan un rango amplio de opciones— no pueden contribuir a demarcar una línea divisoria sencilla entre flotaciones seguras y regímenes intermedios riesgosos (Gosh, Ostry y Qureshi, 2015, p. 17).

Aunque no exenta de costos, la evidencia también señala que la elección pragmática de los esquemas intermedios —lo que incluye intervenciones cambiarias a fin de corregir la desalineación cambiaria, el manejo contra-cíclico de las reservas externas y, en ocasiones, el uso de regulaciones de la cuenta de capital—constituye un herramienta sumamente ventajosa para el manejo de la política económica de los países en desarrollo (Ocampo, 2016, p. 21).

### **De las anclas cambiarias a la flotación**

Uno de los aspectos más críticos de las economías en desarrollo ha sido la batalla contra la alta inflación y la hiperinflación como ha sido el caso de América Latina e Israel. En las décadas de los sesenta y los setenta, las reiteradas políticas ortodoxas de estabilización aplicadas en la región fracasaron. A pesar de las fuertes reducciones de los déficits públicos, la inflación no dio señales de abatimiento poniendo en duda la eficacia de dicha terapia antiinflacionaria (Kiguel y Liviatan, 1988, p. 273). En particular, en los 70 los países del Cono Sur adoptaron políticas de estabilización basadas en el enfoque monetarista para una economía cerrada. Posteriormente, con la apertura de sus economías, este enfoque fue modificado ubicando a la política cambiaria en el centro de las políticas de estabilización (Ramos, 1985, p. 87).



Por cierto, en los 80, se popularizaron las políticas heterodoxas que intentaron combinar una política fiscal restrictiva con la fijación del tipo de cambio y el uso de políticas de ingresos controlando precios y salarios. La comparación de los programas ortodoxos *vis-à-vis* los heterodoxos —donde el ancla nominal fue desempeñada por la oferta de dinero y el tipo de cambio respectivamente— permite ver que, a diferencia de los primeros, los segundos no siguen la regla de Philips. Los primeros lograron reducir la inflación, pero produjeron recesión y desempleo; los segundos contribuyeron a reducir la inflación y a generar un *boom* de consumo temporario inicial cuyo desenlace fue una recesión económica y están asociados a una apreciación real, un incremento de los salarios reales y un deterioro de las cuentas corrientes y de capital (Kiguel y Liviatan, 1992, pp. 281-297).

Asimismo, estos programas de estabilización requieren resolver los problemas de credibilidad y coordinación ya que, en estos, la solución al problema inflacionario necesita el compromiso del gobierno, así como de los fijadores de precios y salarios de mantenerse firmes en su propósito (Eichengreen, 2002, p. 110). Esta tarea no es sencilla en economías donde el componente inercial de la inflación había generalizado la indexación de los contratos con expectativas formadas, en parte, a la inflación pasada. La prolongada experiencia de alta inflación puso en evidencia una inercia institucional que no alcanzó a ser removida con la aplicación de los planes de estabilización (Frenkel, 1989, pp. 9-17).

El caso de América Latina es ilustrativo. Se consideraba que la combinación apropiada de una política de ingresos con políticas de demanda era capaz de generar una reducción significativa de las tasas de inflación con menos costos en términos del producto. Sin embargo, también se reconocía que la austeridad en materia fiscal y monetaria debía coadyuvar al tratamiento heterodoxo de la inflación (Modiano 1988, p. 291). Los programas heterodoxos de estabilización aplicados en la región lograron abatir los precios en una etapa inicial, pero la persistencia de la indexación, la puja distributiva y la dificultad en instrumentar disciplina en materia fiscal y monetaria junto al racionamiento del crédito externo malograron los resultados (Machinea y Fanelli, 1988, pp. 183-186). Tales planes de estabilización mostraron los límites de las anclas cambiarias en atender simultáneamente los objetivos antiinflacionarios y del sector externo en un escenario de elevada deuda externa. Además, pusieron de manifiesto la necesidad de integrar los aspectos fiscales y monetarios en el diseño de dichos planes (Cardoso, 1988, pp. 341-349). Cabe notar que paralelamente Israel también aplicó un programa heterodoxo de estabilización. En este caso, el programa fue exitoso en contener la inflación y activar la economía. La adecuada sincronización inicial de las principales variables nominales junto al fuerte recorte del déficit fiscal fueron claves en el resultado de dicho programa (Bruno y Piterman, 1987, pp. 30-35).

En los 90, algunos países de América Latina, al igual que otros tantos países en desarrollo, implementaron sistemas cambiarios fijos o semi-fijos. A fin de evitar el rebrote de la hiperinflación, la adopción de la caja de conversión en Argentina representó el caso más extremo donde la convertibilidad fijó la moneda por ley a una paridad de un peso por un dólar. Se aseguraba que las crisis financieras experimentadas por estos países mostraron las vici-

situdes de los regímenes intermedios en el contexto de una rápida globalización de los mercados de capital y una pobre regulación de los sistemas financieros domésticos. Entre otros, Obstfeld y Rogoff (1995, pp.1-2) argumentaban que la defensa de la moneda local se torna altamente costosa frente a un ataque especulativo y que la crisis del Tequila experimentada por México puso en evidencia el error de fijar los tipos de cambio. Se sostenía que una mayor flexibilidad hubiera evitado los ataques especulativos que llevaron a tales eventos de crisis. Otros, como Hausmann *et al.*, (1999, p. 3) encontraban que, en América Latina, la flexibilidad cambiaria no permitió la estabilización de la política monetaria, produjo un aumento de las tasas reales de interés, redujo los sistemas financieros y elevó la sensibilidad de las tasas de interés locales a los movimientos en las tasas internacionales. Se concluía que si los países hubieran adoptado tipos de cambio super-fijos, habrían logrado mejores resultados.

Otra perspectiva integrando ambas posiciones aseguraba que los regímenes estables sólo se alcanzan en los extremos dando lugar a lo que ha dado en llamarse la visión bipolar o soluciones de esquina. Hacia fines de los 90, se consolidó la idea de que la distribución de regímenes cambiarios tendía a la solución bipolar en desmedro de las soluciones intermedias. Las crisis de los países emergentes hacían suponer que estos regímenes son inviables a largo plazo, especialmente para países integrados o en proceso de integración a los mercados internacionales de capital (Fischer, 2001, pp. 9-10).

A la sazón, el debate sobre los tipos de cambio giraba alrededor de dos puntos de vista. Por un lado, la visión bipolar combinada con el “miedo a flotar” (Calvo y Reinhart, 2002, pp. 404-405), o más generalmente con el miedo a grandes fluctuaciones cambiarias, condujeron al polo totalmente fijo con la convicción de que este sistema cambiario era la única solución posible para economías caracterizadas por un alto grado de dolarización de pasivos y sustitución de moneda. El efecto contractivo que la flotación conllevaba haría que la flotación cambiaria amplificara el ciclo económico. Se argüía que, para ciertos países, las cajas de conversión y la dolarización podían ser efectivos no sólo para la estabilización del tipo de cambio y los precios sino también para el establecimiento de la confianza en los bancos centrales y, más generalmente, en las instituciones a cargo de la formulación de políticas macroeconómicas (Beckerman y Cortés Douglas, 2002, p. 120). En este contexto, Ecuador dolarizó su economía a comienzos del año 2000. El país mostraba un panorama crítico. Las cuentas externas, el sector público y el sistema bancario eran sumamente frágiles; la deuda externa en manos del sector público había alcanzado un nivel alto; las sucesivas devaluaciones del tipo de cambio habían provocado la dolarización parcial de la economía lo que afectaba la situación financiera de los deudores en dólares sin ingresos en esta moneda y, por ende, la situación financiera de sus acreedores bancarios; y el gobierno carecía de poder para enfrentar la crisis. La dolarización no hizo más que formalizar la realidad económica del país. Las repetidas depreciaciones del tipo de cambio habían producido la fuga de la moneda local y en la medida en que la riqueza se trasladaba a dólares, se redujo la base en dicha moneda sobre la cual podían actuar la política monetaria y la política del tipo de cambio. El esfuerzo por elevar las tasas de interés para neutralizar la fuga a dólares fue

inoperante y, con la aceleración de la crisis y la depreciación, la política monetaria y la del tipo de cambio fueron completamente impotentes (Beckerman, 2002, pp. 60-61). Al mismo tiempo, la operatoria del mecanismo de ajuste de la economía dolarizada, la pérdida del señoreaje y la ausencia del prestamista de última instancia constituían algunos de los serios desafíos a enfrentar (Solimano, 2002, pp. 9-11).

Por el otro lado, el fracaso con la caja de conversión en Argentina en el bienio 2000-2001 apuntaba a que la solución bipolar parecía ser una no-solución (Ito, 2003, p. 21). La convertibilidad puso en evidencia las limitaciones de este régimen cambiario super-fijo. La mera instrumentación del régimen no garantizaba el logro de la disciplina fiscal y monetaria y aunque el mayor compromiso con la estabilidad cambiaria tendría que haber promovido un mayor uso de la moneda nacional como reserva de valor, el proceso de dolarización financiera no pudo frenarse. Además, la falta de convergencia entre los precios de los bienes transables y los no transables acarreó una fuerte apreciación del peso ya sobrevaluado desde un comienzo del programa. La falta de alineamiento del tipo de cambio hacia el final del régimen, así como su corrección fueron elementos adversos para la economía de dicho país (Frenkel y Rapetti, 2010, pp. 31-33). Aunque la economía argentina había acumulado varios tipos de vulnerabilidades, la fuerte apreciación de la moneda y el rápido deterioro de la posición neta de divisas fueron factores claves en el estallido de la crisis de modo que la acumulación de deuda externa se tornó de difícil resolución (Perry y Servén, 2003, pp.1-3). Se ha enfatizado el tema del pecado original según el cual la mayor parte de los países que no pueden endeudarse en su propia moneda están destinados a atravesar inestabilidad macroeconómica y financiera y a experimentar el descalce total de moneda en sus hojas de balance (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2002, pp.1-6). Asimismo, la debilidad de la fijación cambiaria está asociada a las dificultades de su salida. Temiendo que el abandono de la fijación cause una fuga de capitales y una recesión, las autoridades generalmente tratan de mantenerla. Sin embargo, el mantenimiento de este régimen cambiario sólo logra acumular más vulnerabilidades en el sector financiero. Los eventos acontecidos en dicho país pusieron de manifiesto que la estabilidad basada en esta visión unipolar compró estabilidad presente al costo de inestabilidad futura (Eichengreen, 2002, p.111).

En total, las diferentes experiencias mostraron que la apreciación excesiva de la moneda deriva en devaluaciones abruptas generando, a su vez, crisis financieras y económicas costosas. Tras la experiencia argentina, la política económica fue tomando un curso en la dirección opuesta. En el contexto de una desdolarización declinante y un aumento de la credibilidad monetaria derivada de una inflación baja, el extremo de la flotación total de la perspectiva bipolar pasó a ser la alternativa preferida (Levy Yeyati, 2011, p.15). Se aseveraba que la flotación cambiaria era la única opción sostenible para economías en proceso de integración financiera. Una nueva clase de arreglos cambiarios fue ganando espacio, la flotación con metas de inflación.

## Metas de inflación

Este régimen monetario fue inicialmente instituido en Nueva Zelandia en 1990 y pronto se extendió a Canadá, Australia, Inglaterra, Suecia e Israel. En América Latina, este comenzó en Brasil, Chile, Colombia, Méjico, Paraguay y Perú y, más recientemente, en Argentina. Otros países en desarrollo, tales como Sudáfrica, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia y Turquía, entre otros, también lo están aplicando. Este enfoque se caracteriza por el anuncio por parte del banco central de la tasa de inflación en uno o más horizontes y por el reconocimiento explícito de que la inflación es el objetivo principal de la política monetaria. Otras características incluyen una mayor comunicación con el público sobre los planes y objetivos de los hacedores de la política monetaria y, a menudo, una mayor responsabilidad del banco central en la obtención de sus objetivos (Bernanke y Mishkin, 1997, p. 1). En la práctica, el banco central proyecta la trayectoria futura de inflación y la compara con la tasa de inflación objetivo, específicamente con la tasa que los hacedores de política creen apropiada. El ajuste de la diferencia resultante es la medida en que la política monetaria debe ser ajustada y se efectiviza usando herramientas tales como los cambios de las tasas de interés. Esta política puede ser entendida como una combinación de reglas proveyendo un marco regulatorio y discrecionalidad proveyendo dos elementos, un objetivo numérico preciso para la inflación en el mediano plazo y una respuesta a los shocks de la economía en el corto plazo (Jahan, 2012).

Bernanke (2003) agrega que el concepto de metas de inflación es objeto de interpretaciones falsas al sostener que este régimen involucra una política mecánica, focaliza exclusivamente en el control de la inflación ignorando otros objetivos de política y es inconsistente con la obligación del banco central de mantener la estabilidad financiera. En cambio, este régimen debe ser visto como un marco de política y no una regla donde lo relevante es el grado en que el marco de política monetaria se explicita. Asimismo, en el pasado, las autoridades monetarias tendían a adoptar la modalidad estricta del esquema mientras que posteriormente han optado por la modalidad flexible que presta atención al producto y el empleo. Finalmente, puede señalarse que las metas de inflación requieren el mantenimiento de la estabilidad financiera como parte del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica lo que excluye la posibilidad de conflicto entre este papel desempeñado por el banco central y la política monetaria.

La preferencia por las metas de inflación en su versión flexible *vis-à-vis* la estricta tiene amplia aceptación. Ingves (2011) asegura que cuando se debe decidir sobre la tasa de interés, se parte del marco teórico sobre la base de las metas de inflación flexibles con la premisa de que una política bien equilibrada se refiere a encontrar un equilibrio apropiado entre la estabilización de la inflación y la estabilización de la economía real.

Ocampo (2011, pp. 29-30) advierte que durante los auges las metas de inflación en sentido estricto pueden limitar las medidas contra-cíclicas. La experiencia del mundo en desarrollo durante los años 2000 puso en evidencia que la rápida expansión de la demanda requiere un aumento de precios en virtud de la apreciación de la moneda y del deterioro de la cuenta

corriente de la balanza de pagos que aquella conlleva. Asimismo, la crisis financiera global mostró la conveniencia de los bancos centrales de focalizar no sólo en el objetivo de la inflación sino en objetivos múltiples. Ello no implica que la inflación no importe, sobre todo en economías con altos niveles de inflación.

Según se comentó, Frenkel (2006) relativiza la validez del trilema de economía abierta al movimiento de capitales. Aunque en situaciones deficitarias del balance de pagos el trilema es válido, es falso en situaciones superavitarias. En estas, el banco central puede determinar el tipo de cambio a través de la compra de todo el excedente de divisas en el mercado de cambios y de la esterilización del efecto monetario de tales operaciones por la vía de colocación de papeles en el mercado de dinero sin afectar la tasa de interés. Es decir, el banco central dispone de dos instrumentos para cumplir sus dos objetivos, la intervención en el mercado cambiario para fijar el tipo de cambio y la intervención en el mercado monetario para fijar la tasa de interés, aunque esta no puede asumir cualquier valor. A diferencia de lo que ocurre en los países avanzados, las economías en desarrollo exhiben un proceso inflacionario sumamente complejo en un contexto de mercados financieros segmentados e intermediarios frágiles de modo que la política monetaria no debería subordinar el objetivo de nivel de actividad o tasa de crecimiento al logro de la meta de inflación como tampoco implementar la tasa de interés sin tomar en cuenta las características de dichas economías. La política monetaria debería atender objetivos múltiples cuyas prioridades son cambiantes.

En una posición asimismo crítica, Epstein (2007, pp. 34-36) plantea que los bancos centrales que aplican metas de inflación focalizan preponderantemente en el logro de la estabilidad monetaria. Preferentemente, estas instituciones deberían ser agentes de desarrollo y de creación de empleo a fin de compatibilizar sus objetivos de desarrollo con los de estabilización macroeconómica.

En cambio, según De Gregorio (2006, pp. 2-5), es erróneo suponer que el desempleo no está contemplado en el esquema de metas de inflación. En el largo plazo no hay *trade-off* entre inflación y desempleo de modo que cuando la economía se estabiliza, la tasa de desempleo se sitúa en la tasa natural y el producto alcanza su nivel de pleno empleo sin depender de la tasa de inflación. No obstante, en el corto plazo hay un conflicto entre inflación y desempleo. Cuando surge un *shock* de demanda, no hay conflicto para la política monetaria porque esta corrige en la misma dirección las desviaciones de la inflación respecto de la meta y del empleo respecto de la tasa natural de desempleo. Cuando surgen *shocks* de oferta, la respuesta inflacionaria depende de la duración de sus efectos, de la capacidad de la economía para absorberlos sin generar efectos inflacionarios adicionales y de la aversión relativa de la autoridad monetaria en relación a la volatilidad de la inflación y del producto. La credibilidad de la meta de inflación y la confianza del público en dicha autoridad son cruciales para la respuesta inflacionaria a tales *shocks*. En total, la gran ventaja de las metas de inflación consiste en la posibilidad de definir un objetivo cuantitativo para la inflación. La fijación de este régimen con un horizonte de uno o más años para lograr su objetivo y con un rango de tolerancia permite considerar los costos de la inflación y los del desempleo. El papel de la comunicación no es trivial en tanto puede neutralizar en parte los desvíos de la meta surgi-

dos por la no aplicabilidad del control o por la incoherencia de la política monetaria con su meta de inflación. Sobre la base del paradigma de la trinidad inconsistente debe permitirse que el tipo de cambio se ajuste evitando el “miedo a flotar”.

Según Schmidt Hebbel y Carrasco (2016, p. 22), las metas de inflación se distinguen respecto a otros regímenes alternativos en varios aspectos. Este régimen define claramente que el objetivo es la medición de la inflación, requiere mayor grado de independencia, transparencia y responsabilidad que los regímenes alternativos y focaliza con mayor énfasis en la proyección de la inflación. La aplicación de esta política monetaria permitió a los países emergentes y economías en desarrollo sortear con buen desempeño macroeconómico el impacto la crisis financiera global de 2007-2008. Es recomendable que los países que están en un camino convergente hacia una menor inflación y/o aplican este régimen de manera parcial mantengan su período de transición hacia un pleno establecimiento del mismo sin moverse de las metas de inflación fijadas en la medida de lo posible.

Por su parte, Calvo (2016) advierte que las monedas de los países emergentes, a diferencia de lo que ocurre con las monedas que constituyen las reservas de valor, son líquidas sólo localmente y por lo tanto proclives al fenómeno de sustitución de la moneda nacional. Puesto que los agregados monetarios aplicados aisladamente proveen anclas nominales débiles, cualquier opción que tienda a fortalecer dichas anclas —fijación a monedas de reserva, flotación con metas de inflación, manejo de los aspectos relacionados con las interrupciones súbitas de ingresos de capital— requiere instaurar una alta dosis de credibilidad y prevenir la existencia de equilibrios múltiples. En ausencia de credibilidad, las metas de inflación están asociadas al desempleo y la apreciación real de la moneda y, en estas condiciones, el uso de la tasa de interés como ancla puede agregar confusión y estimular el problema de inconsistencia temporal.

En particular, Ocampo (2011, p. 29) destaca que la incorporación del objetivo de inflación como aspecto central de la política macroeconómica en las economías de América Latina ha sido un avance significativo. García-Solanes y Torrejón-Flores (2012, p. 53) concluyen que la adopción de las metas de inflación en la región ha permitido reducir la variabilidad y niveles de la inflación y de las tasas de interés a corto plazo, así como la variabilidad del crecimiento. Sin embargo, no están claros los efectos sobre el crecimiento del producto.

En suma, los regímenes con metas de inflación ofrecen una alternativa interesante a regímenes monetarios alternativos. No obstante, los hacedores de política económica deberían evaluar la conveniencia de aplicarlos de la manera más apropiada según las características específicas de las respectivas economías.

### **¿El regreso de la política cambiaria?**

Aunque en años recientes la implementación de las metas de inflación se ha popularizado en el mundo en desarrollo, la intervención en el mercado de divisas también está presente. En la busca hacia una mayor flexibilidad cambiaria por parte de las economías de América

Latina, algunas de ellas han proclamado oficialmente el establecimiento del nuevo régimen. Sin embargo, ninguna de ellas lo ha aplicado siguiendo su concepción original.

En las postrimerías de las crisis financieras de los 90, la principal preocupación de los países en desarrollo fue el “miedo a flotar”. En los 2000, estos países han tenido que lidiar con presiones por intervención. Frente a un aluvión de flujos de capital, en muchos casos, la intervención ha tendido a limitar más la apreciación que la depreciación de las monedas locales. Se ha verificado una tendencia a depreciar o a posponer la apreciación de la moneda nacional que puede ser interpretada como la tendencia opuesta a la experimentada anteriormente- es decir, el “miedo a apreciar” y que, a su vez, se opone al paradigma de flotación con metas de inflación (Levy Yeyati y Sturzenegger, 2007, p. 2).

Asimismo, estos países han exhibido el “miedo a perder reservas”. Aunque en el período anterior a la crisis financiera global de 2007-2008, los países en desarrollo acumularon vastos *stocks* de reservas internacionales, en ocasión de la crisis, los países con obligaciones en moneda extranjera excediendo las reservas internacionales permitieron una mayor depreciación de su tipo de cambio y comparativamente una menor pérdida de reservas. Los países parecen haber estado restringidos más por el “miedo a apreciar” y por el “miedo a perder reservas” que por el “miedo a flotar” (Aizenman y Hutchison, 2010).

La persistente política de acumulación de reservas ha respondido a diversas motivaciones. Una de ellas es por carácter precautorio. Gran parte del atesoramiento constituye un auto-aseguro a fin de resolver los problemas de estos países en el acceso al financiamiento externo (Aizenman y Marion 2002, p. 23). Una interpretación alternativa de igual motivación consiste en la intervención con un objetivo cambiario más explícito para mitigar la apreciación de la moneda que acontece en las expansiones cíclicas lo que constituye una estrategia contra-cíclica en respuesta a los efectos pro-cíclicos de los flujos de capital y de los tipos de cambio (Levy Yeyati, 2011, p. 17).

Una motivación diferente de la acumulación de reservas surge como protección mercantilista. En este caso, los países buscan evitar la apreciación de la moneda a fin de proteger a su industria de los competidores internacionales. La devaluación de la moneda, en cambio, estimula el crecimiento económico, particularmente en los países en desarrollo siendo precisamente el sector transable —especialmente la industria—el canal operativo por el cual se realiza este proceso (Rodrik, 2008, pp. 404-409). Se observa que los incentivos y los efectos de la intervención difieren en el “miedo a flotar” y el “miedo a apreciar”. En la primera tendencia, la intervención focaliza en las crisis financieras de corto plazo mientras que, en la segunda, lo hace en el crecimiento económico de largo plazo pareciendo ser la devaluación de la moneda el canal operativo que impacta sobre los ahorros y la acumulación de capital (Levy Yeyati y Sturzenegger, 2007, p. 2).

No resulta sencillo definir si la demanda de reservas se debe a un motivo único. Es bastante probable que ambos motivos coexistan. Sin embargo, Aizenman y Lee (2006, p. 3) concluyen que el auto-seguro juega un papel más preponderante que la estrategia mercantilista en

los países en desarrollo. Desde la crisis asiática, estos países han llevado a cabo una acumulación sistemática de reservas externas. Entre los países más importantes de América Latina, Argentina es un claro ejemplo de acumulación de reservas por motivos mercantilistas mientras que la acumulación en la región ha respondido a motivos precautorios (Frenkel y Rapetti, 2010, p. 41).

La política de intervención a cargo del banco central en el mercado de cambios se presenta de formas diversas. La intervención tradicional consiste en compras de moneda extranjera en tiempos de ingresos y ventas de las mismas en tiempos de egresos. El gobierno efectúa transacciones cambiarias de signo contrario a las de los inversores privados estabilizando el precio de equilibrio lo que generalmente conlleva un costo fiscal. Otra modalidad de intervención consiste en elevar los costos de las transacciones entre divisas como es el caso de impuestos tipo Tobin, los requerimientos diferenciales de reservas o las restricciones cuantitativas sobre los flujos de capital hacia y desde la economía nacional (De la Torre y Levy Yeyati, 2013, pp. 56-58).

Respecto a la práctica tradicional de intervención, el banco central realiza compras esterilizadas de dólares en el mercado de contado donde el banco central emite bonos en moneda local a cambio de dólares cambiando la oferta y la demanda en el mercado de cambios sin cambiar la oferta monetaria, o en el mercado de futuros lo que no tiene efectos monetarios inmediatos y por lo tanto no requiere operaciones de esterilización. El banco central puede, a su vez, contar con las operaciones de la Tesorería a través de la gestión del crédito público invirtiendo los superávits externos o fiscales en activos externos tales como los casos del Fondo del Cobre o los fondos soberanos.

Respecto al segundo grupo de prácticas, este comprende controles de capital, tales como el impuesto Tobin o los equivalentes requerimientos de reservas no remunerados sobre determinado tipo de ingresos de capital, topes cuantitativos sobre flujos transfronterizos, medidas micro-prudenciales, tales como límites a las posiciones en moneda extranjera de los bancos y restricciones sobre préstamos en dólares a quienes no son perceptores en esta moneda, así como el levantamiento de restricciones de capital sobre los egresos.

En relación a los costos y beneficios de las políticas de intervención, abundan las opiniones. En una visión poco optimista, Rodrik (2006, p. 3) sostiene que la liquidez puede alcanzarse tanto con la acumulación de reservas como con la reducción de la deuda de corto plazo y que, aunque los países en desarrollo no han pagado un precio alto para asegurarse frente a las crisis financieras, una reducción aún mayor de sus obligaciones hubiera posibilitado alcanzar un mismo nivel de liquidez evitando el alto costo económico y social de tales crisis. Sin embargo, en general se encuentra que las intervenciones son efectivas, aunque la efectividad disminuye en economías cuyos niveles de inflación y obligaciones externas dolarizadas alcanzan niveles altos (Daude, Levy Yeyati y Nagengast, 2014, pp.18-19).



Debe tenerse en cuenta que el costo marginal de acumular reservas externas neto del retorno proveniente de la tenencia de reservas suele seguir al *spread* soberano del país por su tasa libre de riesgo. Puesto que las reservas líquidas a menudo comprimen el riesgo soberano pagado por el total de deuda, el costo marginal puede ser bastante menor que dicho *spread* en las economías con obligaciones en moneda extranjera (Levy Yeyati, 2011, p. 19). En este sentido, las intervenciones oportunas pueden mejorar la liquidez del mercado de divisas y la tenencia de reservas actuando como amortiguadores conlleva una ganancia de credibilidad en países con ratings de crédito bajos (Domanski, Kohlscheen y Moreno, 2016, p. 77).

En un mundo de abundante liquidez y libre movilidad de capital, resulta difícil establecer un nivel adecuado de reservas. La literatura sugiere que la estrategia de acumulación de reservas, aunque sumamente útil, también puede ser sumamente costosa (Silva Jr., 2011, p. 25). La intervención cambiaria genera pérdidas cuasi-fiscales que son particularmente cuantiosas en economías con una prima riesgo-país alta y está sujeta a las ganancias y pérdidas de capital asociadas a las variaciones en los tipos de cambio entre las principales monedas de reserva (Ocampo, 2009, p. 204). No obstante, en ocasión de la reciente crisis financiera global, los países en desarrollo se han beneficiado con la implementación de esta política. La acumulación de reservas en moneda extranjera junto a la drástica reducción de los coeficientes de deuda externa en relación al producto interno bruto en los países de América Latina proveyó un espacio significativo para la instrumentación de políticas contra-cíclicas. La decisión de no dejar que tipo de cambio refleje totalmente el auge de los flujos de capital fue una pieza central en el manejo de dicha crisis (Ocampo, 2011, pp. 21-22).

El mejor manejo de la política cambiaria en manos de los hacedores de política económica de América Latina en ocasión de la reciente crisis financiera y económica global marca una diferencia con la de episodios de crisis anteriores. La adhesión a las metas de inflación junto al regreso de la política cambiaria parece instalarse en estas economías.

## Conclusiones

El mundo post Bretton Woods inauguró la era de los tipos de cambio flotantes. Con el aumento de la movilidad del capital, los países más avanzados adoptaron la flotación cambiaria. El euro mantiene tipos de cambio entre los estados miembros, aunque flota respecto al resto de las monedas. En los países en desarrollo el pasaje al nuevo sistema fue progresivo mientras que los países más pobres sin capacidad de conducir una política monetaria independiente son reacios a aplicar este sistema. En realidad, la era global actual se caracteriza por una diversidad de arreglos cambiarios.

En su afán de combatir la alta inflación y la hiperinflación, los países de América Latina acudieron a la implementación de tipos de cambio fijos o semi-fijos. Tras las diversas crisis financieras experimentadas en la región y en otros países en desarrollo, el entusiasmo por estos regímenes se redujo considerablemente. En particular, desde comienzos del nuevo milenio, los países de América Latina se han movido hacia una mayor flexibilidad cambiaria

y algunos de ellos anunciaron la implementación de las metas de inflación. Sin embargo, la flotación total de los tipos de cambio no está exenta de problemas en tanto puede generar una fuerte inestabilidad financiera y amedrentar la inversión impactando negativamente sobre el crecimiento. Aunque pueden resultar costosos, los sistemas intermedios, en particular los de flotación administrada, constituyen una opción ventajosa para estas economías.

En el pasado, la política cambiaria de América Latina se enfrentaba a los dilemas planteados por la depreciación de las monedas locales en términos de su impacto sobre las hojas de balance y el traspaso del tipo de cambio a precios. En los años 2000, en condiciones de inflación y desdolarización financiera en baja, esta se enfrentó a los dilemas derivados de la apreciación. Los países de la región han respondido a las limitaciones impuestas por el trilema monetario, siendo flexibles en cuanto a los objetivos a cumplir. Estos países han acumulado reservas internacionales principalmente por motivos precautorios y en menor medida por motivos mercantilistas. Aun los países que proclaman la flotación con metas de inflación han recurrido a la intervención en los mercados de cambios. Los dilemas derivados del miedo a dilapidar reservas también estuvieron presentes.

En total, las diferentes experiencias regionales en materia de regímenes cambiarios mostraron la importancia de evitar la apreciación de la moneda. La estabilidad cambiaria se torna conflictiva con otros objetivos de política económica acarreado crisis financieras y económicas costosas. A su vez, quedó claro que la falta de flexibilidad cambiaria es un aspecto crítico de estas economías. Actualmente, la mayor flexibilidad cambiaria abrazada por los países de América Latina constituye una herramienta poderosa en manos de los hacedores de política económica a fin de sortear los avatares externos tal como se evidenció en la reciente crisis financiera y económica global. Aunque la reversión de las condiciones globales benignas pone actualmente a la región en una situación difícil, esta cuenta con más instrumentos de política económica para encararlas.

Por cierto, no existen paradigmas que se apliquen unívocamente a todas las economías. En última instancia, los países de América Latina deberán revisar los aciertos y errores de sus diferentes experiencias y diseñar los regímenes cambiarios integrando los aspectos fiscales, monetarios y financieros de estas economías en su agenda de política económica. Obviamente, el marco institucional también importa.

### Referencias bibliográficas

- Aizenman, J. y Marion, N. (2002). International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection, *NBER Working Paper*, 9154, 1-32. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w9154.pdf>
- Aizenman, J. y Lee, J. (2006). Financial Versus Monetary Mercantilism Long Run View of Large International Reserves Hoarding. *NBER Working Paper*, 12718, 1-25. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w12718.pdf>

- Aizenman, J. y Hutchison, M. H. (2010). Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss during the 2008-09 Crisis. *NBER Working Paper*, 16260, 1-22. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w16260.pdf>
- Beckerman, P. (2002). Longer-Term Origins of Ecuador's "Predollarization" Crisis. En P. Beckerman y A. Solimano (Eds.), *Crisis and Dollarization in Ecuador Stability, Growth and Social Equity* (pp. 17-80). Washington, Estados Unidos: The World Bank.
- Beckerman, P. y Cortés Douglas, H. (2002). Ecuador under Dollarization: Opportunities and Risks. En P. Beckerman y A. Solimano (Eds.), *Crisis and Dollarization in Ecuador Stability, Growth and Social Equity* (pp. 81-126). Washington, Estados Unidos: The World Bank.
- Bernanke, B. S. y Mishkin F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *NBER Working Paper*, 5893, 1-30. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w5893>
- Bernanke, B. S. (2003). *A Perspective on Inflation Targeting*. Ponencia presentada en Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, Estados Unidos.
- Broz, J. L. y Frieden, J. A. (2006). The Political Economy of Exchange Rates. En D. A. Wittman y B. R. Weingast (Eds.), *Handbook of Political Science* (pp. 587-597). Nueva York, Estados Unidos: Oxford University Press.
- Bruno, M. y Piterman, S. (1987). Israel's Stabilization. A Two-Year Review. *NBER Working Paper*, 2398, 1-68. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w2398.pdf>
- Calvo, G. (2016). *Stopping Inflation in a Fragile Global Context*. Banco Central de la República Argentina. [http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Institucional/JMB2016\\_Calvo.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Institucional/JMB2016_Calvo.pdf)
- Calvo, G. A. y Reinhart, C.M. (2002). "Fear of Floating". *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408. <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>
- Cardoso, E. (1988). Comentarios a la tercera parte. En M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer (Eds.), *Inflación y estabilización. La experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México* (pp. 341-349). Cambridge, MA, Estados Unidos: MIT Press.
- Daude, Ch., Levy Yeyati, E. y Nagengast, A. (2014). On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets. *CID Working Paper*, 288, 1-33. Recuperado de [https://stg.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/cid/files/publications/faculty-working-papers/288\\_Exchange\\_Rates\\_Yeyati.pdf](https://stg.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/cid/files/publications/faculty-working-papers/288_Exchange_Rates_Yeyati.pdf)
- de la Torre, A., Levy Yeyati, E. y Pienknagura, S. (2013). Latin America's Deceleration and the Exchange Rate Buffer: *LAC Semiannual Report*, Washington, DC, Estados Unidos: World Bank. Recuperado de <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/16107>
- Domanski, D., Kohlscheen, E. y Moreno, R. (2016). Foreign Exchange Market in EMEs: What Has Changed? *BIS Quarterly Review*, 73, 65-79. Recuperado de [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1609f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609f.pdf)

- Eichengreen, B. (2002). *Capital Flows and Crisis*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital*. Princeton, NJ, Estados Unidos: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. y Panizza, U. (2002). *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*. Ponencia presentada en Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin, Inter-American Development Bank, Washington, DC, Estados Unidos.
- Epstein, G. (2007). Central Banks, Inflation Targeting and Employment Creation. *Economic and Labour Market Papers*, 2007/2, 1-45. Recuperado de [http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed\\_emp/---emp\\_elm/---analysis/documents/publication/wcms\\_113901.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_emp/---emp_elm/---analysis/documents/publication/wcms_113901.pdf)
- Ffrench-Davis, R. (2003). Políticas económicas, desarrollo nacional y crisis financieras. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la UNMSM*, VIII (22), 7-32.
- Ffrench-Davis, R. y Larraín, G. (2002). How Optimal Are Extremes? *Wider Discussion Paper*, 2002/18, 1-21. Recuperado de <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/dp2002-18.pdf>
- Fischer, S. (2001). Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 1-24.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2003). *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*. Washington, DC, Estados Unidos: Fondo Monetario Internacional. Recuperado de <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2003/eng/0603.htm>
- Fondo Monetario Internacional (2016). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, DC, Estados Unidos: Fondo Monetario Internacional.
- Frankel, J. A. (2003). Experiences of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. *NBER Working Paper*, 10032, 1-39. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w10032.pdf>
- Frankel, J. A. (2012). Choosing and Exchange Rate Regime. En J. James, I. Marsh y L. Sarno (Eds.), *Handbook of Exchange Rates* (pp. 767-784). Nueva Jersey, Estados Unidos: Wiley Online Library. Recuperado de <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ExRRRegimes-MarshSarnoHdbkCh28.pdf>
- Frenkel, R. (1989). *El régimen de alta inflación y el nivel de actividad*. Buenos Aires, Argentina: CEDES.
- Frenkel, R. (2006). *El esquema de "inflation targeting" y las economías en desarrollo*. Buenos Aires, Argentina: Banco Central de la República Argentina. Recuperado de <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/BCRA/frenkelroberto2.pdf>
- Frenkel, R. y Taylor, L. (2005). *Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment: Economic Development in a Garden of Forking Paths*. Recuperado de <http://www.un.org/en/ecosoc/meetings/2005/docs/Frenkel-Taylor%20ppt%20050314.ppt>

- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2010). *A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America*. Center for Economic and Policy Research (CEPR). Recuperado de <http://cepr.net/documents/publications/exchange-rates-latin-america-2010-04.pdf>
- García-Solanes, J. y Torrejón-Flores, F. (2012). La fijación de metas de inflación da buenos resultados en América Latina. *Revista de la CEPAL*, 106, 37-55.
- Gregorio, J. de (2006). Esquema de metas de inflación en economías emergentes. *Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile*, 18, 1-10. Recuperado de <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-politica-economica/pdf/dpe18.pdf>
- Gosh, A. R, Ostry, J. D. y Qureshi, M. S. (2015). Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment. *IMF Economic Review*, 63(1), 238-276.
- Hausmann, R., Gavin, M., Pages Serra, C. y Stein, E. (1999). Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime. Washington, DC, Estados Unidos: Inter-American Development Bank. *IADB Working Paper*, 400, 1-35. Recuperado de <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-400.pdf>
- Ingves, S. (2011). Metas inflacionarias flexibles en la teoría y en la práctica. *Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, LVII (2), 69-79.
- Ito, T. (2003). Exchange Rate Regimes and Monetary Cooperation: Lessons from East Asia for Latin America. *LAEBA Working Paper*, 9, 1-32. Recuperado de <http://www19.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2007/00504.pdf>
- Jahan, S. (2012). Inflation Targeting: Holding the Line. *Finance and Development*. Recuperado de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>
- Kiguel, M. A. y Liviatan, N. (1988). Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review*, 2 (3), 273-298.
- Kiguel, M. A. y Liviatan, N. (1992). The Business Cycle Associated with Exchange Rate Stabilizations. *The World Bank Economic Review*, 6 (2), 279-305.
- Levy Yeyati, E. (2011). Exchange Rate Regimes. *CIF Document*, 02/2011, 1-26. Recuperado de <http://eduardoleyeyati.com.ar/wp-content/uploads/wpcif-022011.pdf>
- Levy Yeyati, E. y Sturzenegger, F. (2007). Fear of Appreciation. *The World Bank Policy Research Working Paper*, 4387, 1-37. <http://dx.doi.org/10.1596/1813-9450-4387>
- Machinea, J. L. y Fanelli, J. M. (1988). El control de la hiperinflación. En M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer (Eds.), *Inflación y estabilización La experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México* (pp. 141-188). Cambridge, MA, Estados Unidos: MIT Press.
- Modiano, E. M. (1988). El programa brasileño de estabilización de febrero de 1986. En M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer (Eds.), *Inflación y estabilización La experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México* (pp. 259-308). Cambridge, MA, Estados Unidos: MIT Press.
- Obstfeld, M. (1984). Rational and Self Fulfilling Balance of Payments Crises. *NBER Working Paper*, 1486, 1-23. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w1486>

- Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates Regimes. *NBER Working Paper*, 5191, 1-46. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w5191.pdf>
- Obstfeld, M. y Taylor, A. M. (2002). Globalization and Capital Markets. *NBER Working Paper*, 8846, 1-69. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w8846.pdf>
- Ocampo, J. A. (2002). Developing Countries' Anticyclical Policies in a Globalized World, *Informes y estudios especiales*, 4, 1-37, Recuperado de [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/7789/S026394\\_en.pdf;jsessionid=F6575D58EAA6B31B-21988722B874F943?sequence=1](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/7789/S026394_en.pdf;jsessionid=F6575D58EAA6B31B-21988722B874F943?sequence=1)
- Ocampo, J. A. (2009). Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual. *Ensayos Económicos*, 53-54, 191-215.
- Ocampo, J. A. (2011). ¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global? *Ensayos Económicos*, 61-62, 7-33.
- Ocampo, J. A. (2016). Global economic cooperation and the exchange rate system. *WIDER Working Paper 2016/49*, 1-25. Recuperado de <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/wp2016-49.pdf>
- Olivera, J. H. G. (2004). *Globalización, crecimiento económico y bienes públicos*. Buenos Aires, Argentina: Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- Perry, G. y Servén, L. (2003). The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special and What Can We Learn from It? *The World Bank Policy Research Working Paper*, 3081, 1-57. <http://dx.doi.org/10.1596/1813-9450-3081>
- Ramos, J. (1985). Stabilization and Adjustment Policies. *Cepal Review*, 25, 85-109.
- Reinhart, C. M. y Rogoff, K. S. (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 119 (1), 1-48.
- Rodrik, D. (2006). The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *NBER Working Paper* 11952, 1-25. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w11952.pdf>
- Rodrik, D. (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.
- Schmidt Hebbel, K. y Carrasco, M. (2016). *The Past and Future of Inflation Targeting*. Buenos Aires, Argentina: Banco Central de la República Argentina. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=274>
- Silva Jr., A. F. (2011). The Self-Insurance Role of International Reserves and the 2008-2010 Crisis. *Banco Central de Brasil Working Paper Series*, 256, 1-34. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps256.pdf>
- Solimano, A. (2002). Crisis and Dollarization: An Overview. En P. Beckerman y A. Solimano (Eds.), *Crisis and Dollarization in Ecuador Stability, Growth and Social Equity* (pp. 1-16). Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank.
- Williamson, J. (2008). Exchange Rate Economics. *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series*, 08-3, 1-24. Recuperado de <https://piie.com/sites/default/files/publications/wp/wp08-3.pdf>