

# REGÍMENES CAMBIARIOS EN CENTROAMÉRICA: ACTUALIDAD Y PERSPECTIVAS<sup>1</sup>

*Luis Morera\**

*Carmen Aída Lazo\**

*Escuela Superior de Economía y Negocios  
El Salvador, 2002*

---

1 Deseamos agradecer la colaboración de Manuel Sánchez Masferrer, Ivan Sanjinés, Aída Argüello, así como los comentarios oportunos de Daniel Wisecarver, Rafael Mercado y Oscar Ovidio Cabrera. Los errores y omisiones son responsabilidad de los autores.

\* Los autores son profesores de economía de la Escuela Superior de Economía y Negocios de El Salvador (Urbanización La Cima II, Avenida Principal Pasaje 7, Polígono "A", San Salvador, El Salvador). Correos electrónicos: lmorera@esen.edu.sv y calazo@esen.edu.sv.



## INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo se analizan las características de los regímenes cambiarios existentes en la actualidad en la región centroamericana, así como las perspectivas de futuros cambios en la política cambiaria. Para tal propósito, no solamente se analizan las ventajas y desventajas relativas a cada opción cambiaria, sino que también se documenta la opinión de sectores involucrados con el tema en cuestión.

Una conclusión del análisis es que los países centroamericanos llevan a cabo una fuerte intervención en los mercados cambiarios con el objetivo de impedir fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio nominal<sup>2</sup>. De hecho, la acumulación de Reservas que han experimentado todos los países evidencian los esfuerzos realizados en aras de poder actuar en defensa del tipo de cambio.

A pesar de la escasa volatilidad cambiaria, las autoridades monetarias de los países centroamericanos – con excepción de El Salvador que adoptó un sistema muy similar a la dolarización a partir de enero del 2001 – parecen no estar dispuestas aún a dar el siguiente paso hacia un *hard peg*<sup>3</sup>.

Aunque la mayoría de analistas de la región centroamericana comparten la tendencia actual de preferir regímenes cambiarios extremos (flexible puro o *hard pegs*), también consideran que alterar el régimen actual podría resultar demasiado difícil. Por una parte, un régimen flexible puro no suele tomarse como una alternativa realista para estos países, por otro lado,

una posible dolarización (la opción probablemente más estudiada) se ve todavía con mucho recelo.

La razón es que las autoridades temen adoptar un régimen cambiario irreversible tal como una caja de convertibilidad o dolarización, sin llevar a cabo previamente reformas que aseguren el éxito del nuevo régimen cambiario. En especial la fragilidad fiscal suele citarse como un elemento que impediría la adopción de regímenes cambiarios fijos del tipo *hard peg*.

Adicionalmente, existe la tendencia por parte de analistas de la región a considerar que el tema cambiario no requiere cambios urgentes y que no debiera formar parte de las prioridades de agenda de política económica.

Uno de los problemas inherentes al análisis de la dolarización es la falta de evidencia empírica con la que se cuenta. En Centroamérica, la experiencia de El Salvador es demasiado reciente para obtener resultados robustos, y en el resto de América Latina solamente Argentina, Ecuador y Panamá han adoptado *hard pegs*. A pesar de esta dificultad, se extraen algunas conclusiones a partir de información para toda la región.

Finalmente, en la encuesta se buscó documentar la opinión de los analistas de la región sobre la conveniencia de que los países centroamericanos eventualmente adopten un régimen cambiario unificado.

La metodología de análisis empleada a lo largo del trabajo consiste en apoyar y matizar las conclusiones y argumentos teóricos con la opinión de los analistas de la región; con evidencia empírica derivada de otros trabajos, y con análisis estadístico realizado por los autores.

Lo novedoso del trabajo, a nuestro juicio, es la incorporación de la opinión de los sectores de la economía involucrados en el tema, aspecto que como se verá, aporta mucha información sobre la posibilidad de llevar a cabo reformas en esta área.

El trabajo se distribuye de la siguiente manera: en el primer capítulo se hace una revisión de la literatura

---

2 A lo largo del trabajo el tipo de cambio se define como el número de unidades de moneda doméstica por dólar estadounidense

3 A lo largo del trabajo se utilizará el término *hard peg* para referirse a esquemas de tipo de cambio con fijación dura donde entrarían los esquemas de caja de convertibilidad y dolarización. Por el contrario, el término “*soft peg*” se refiere a un esquema de tipo de cambio fijo de facto, en el que la autoridad monetaria no asume un compromiso fuerte a mantener el tipo de cambio.

reciente sobre regímenes cambiarios, a continuación, en el capítulo 2 se revisa el desempeño macroeconómico de las economías latinoamericanas y se relaciona con los sistemas cambiarios elegidos. En el capítulo 3, se entra de lleno a estudiar las características de las economías centroamericanas, de sus regímenes cambiarios y de factores que se relacionan de forma estrecha con la elección cambiaria. En el capítulo 4 se analizan los resultados obtenidos de la encuesta.

## CAPÍTULO I

REVISIÓN DE LA LITERATURA  
SOBRE REGÍMENES CAMBIARIOS

*“Existe un viejo chiste que dice que las preguntas de los exámenes de economía son las mismas cada año – sólo las respuestas cambian. En realidad, el debate sobre el mejor régimen cambiario ha estado con nosotros siempre, pero nuevas respuestas siguen surgiendo<sup>4</sup>”*

El debate sobre el régimen cambiario apropiado para los países en desarrollo está lejos de ser resuelto, como lo muestra la literatura reciente sobre el tema. Las crisis financieras de los noventa han generado un interés renovado en las consecuencias macroeconómicas y en la sostenibilidad misma de los regímenes alternativos de tipo de cambio nominal. La experiencia de las crisis recientes ha mostrado que es necesario considerar, además de los aspectos tradicionales de la literatura sobre el tema (independencia de la política monetaria, rol del tipo de cambio como ancla nominal, costos de transacción), los aspectos financieros que se asocian al funcionamiento de los regímenes cambiarios, cuando se reconoce que una característica esencial de estas crisis ha sido la turbulencia financiera.

En esta sección nos enfocaremos en los desarrollos más recientes de la literatura sobre opciones cambiarias y en los análisis hechos sobre el tema que consideramos fuertemente relacionados con la situación de los países centroamericanos. Pero antes de comenzar, vale la pena resumir los aspectos típicos de la discusión de libro de texto sobre los regímenes cambiarios.

Frankel (1999) señala que hay tres objetivos que persigue la política monetaria y cambiaria de un país, a saber, independencia monetaria, integración financiera y estabilidad cambiaria. Es decir, idealmente un gobierno desearía contar con independencia monetaria para poder tener un margen de maniobra en la demanda agregada (a través de cambios en la tasa de interés) y así “suavizar” las fluctuaciones económicas; integración financiera para que las empresas y los gobiernos

reduzcan sus costos de financiamiento con el acceso a créditos más baratos; y estabilidad cambiaria, para que las transacciones comerciales se hagan en un contexto de mayor certidumbre.

Sin embargo, no es posible tenerlos todos a un tiempo (Frankel los llama la “trinidad imposible”). Las tendencias a una mayor integración financiera internacional parecen haber reducido el dilema a dos alternativas: decidir si renunciar a la política monetaria o a la estabilidad cambiaria.

En la tarea de decidir entre conservar la independencia monetaria o la estabilidad cambiaria los aspectos a considerar son:

- La existencia de un ancla nominal creíble para la política monetaria:  
Históricamente la fijación del tipo de cambio ha sido una herramienta utilizada para darle credibilidad al compromiso de inflaciones bajas por parte de la autoridad monetaria. En el estudio del régimen cambiario conveniente habrá que analizar si existen alternativas para la consecución de inflaciones bajas.
- La efectividad de la misma política monetaria para estimular la producción:  
El argumento más importante en contra de la elección de un tipo de cambio fijo es que el país pierde la autonomía de su política monetaria la cual es deseable para atenuar fluctuaciones económicas, las que pueden ser causadas por shocks externos.
- Los costos de transacción asociados con las operaciones cambiarias y el costo de la volatilidad del tipo de cambio:  
Muchos autores han señalado que las economías con regímenes más flexibles tienden a mostrar mayor volatilidad en el tipo de cambio real, precio clave para una economía. Esto se traduce en mayor incertidumbre para una economía con la posibilidad de generar efectos adversos en el comercio y la inversión.

4 Berg y Borensztein (2000).

Adicionalmente, las dificultades de índole política constituyen otro factor importante que las autoridades deben considerar. Precisamente, la encuesta que se realizó en los países de Centroamérica busca identificar la opinión de los diferentes sectores con respecto al régimen cambiario apropiado.

Los estudios realizados a la fecha y resumidos en Edwards y Savastano (1999) no han encontrado una relación clara entre el desempeño de la economía de cada país y el régimen cambiario, al menos no en cuanto a la tasa de crecimiento del producto. Hay cierta evidencia sobre menores tasas de inflación y mayor volatilidad del producto asociada a los regímenes de tipo de cambio fijo (Ghosh y otros 1995, Bleaney y Fielding 1999).

Un punto que se repite en varios análisis inmediatamente posteriores a las crisis de 1994 y 1998 es que las opciones cambiarias intermedias (flotación sucia, fijación simple del tipo de cambio nominal) han dejado de ser practicables para las llamadas “economías emergentes”. A pesar de esto, muy pocos países muestran indicios de adoptar las opciones extremas como dolarización o flotación pura. Como ejemplos de la primera encontramos a Ecuador y El Salvador. Casos de flotación pura son más difíciles de identificar y únicamente Estados Unidos, Japón y Alemania<sup>5</sup> parecen acercarse a la definición de ésta (Frankel, 1999).

Calvo y Reinhart (2000) señalan que gran parte de la culpa de las crisis de la segunda mitad de la década de 1990 es atribuida (no necesariamente con razón) a la debilidad de los “soft pegs” o tipos de cambio fijos de facto que estaban en vigencia antes de estas crisis (en México y Brasil, por ejemplo). Sin embargo, la alternativa, que era dejar flotar el tipo de cambio, aparentemente era vista como el peor de los escenarios por estos países. De hecho, se observa una especie de “miedo a la flotación” por parte de las autoridades monetarias de los países en desarrollo. Específicamente, la elevada volatilidad de las tasas de interés, la también elevada volatilidad de las reservas internacionales (ambas sugerencias de una defensa del tipo de cambio nominal) y la escasa correlación de los movimientos del tipo de cambio nominal con respecto a los precios de las exportaciones indican que el tipo de cambio, en aquellos países que dicen contar con un régimen flexible, funciona en el mejor de los casos apenas como un mecanismo de ajuste parcial. Así, se excluye en la práctica la posibilidad de contar con un tipo de cambio totalmente flexible.

La razón de este “miedo a flotar” se basa en las consecuencias altamente negativas que se asocian con

### Recuadro No. 1 LA OPINIÓN DE ALGUNOS DE LOS ECONOMISTAS MÁS RECONOCIDOS

**Sebastian Edwards** (*The False promise of dollarisation, mayo 10, 2001*)

- Según Edwards no es cierto el argumento de que los países dolarizados serán incapaces de llevar a cabo malos manejos macroeconómicos. De hecho él argumenta que el crecimiento del PIB per cápita en 12 países que usaron la moneda de otro país entre 1970 – 1998 fue menor que en países que utilizaron su propia moneda. Además, según Edwards no existe evidencia de que aquellos países que adoptaron una moneda extranjera fueron fiscalmente más prudentes, lo mismo en cuanto al desempeño de desequilibrios de cuenta corriente. Tampoco cree que la dolarización por sí sola reduzca el riesgo país.
- Sin embargo admite que los países que renunciaron a su propia moneda han logrado menores inflaciones.
- Finalmente, Edwards considera que el enfoque de Mundell de las AMO’s es el correcto a la hora de analizar la posibilidad de dolarización. Mundell argumenta que existen buenas razones para pensar que los países que están altamente integrados en términos de movilidad de factores y de comercio se beneficiarán de tener una moneda común. Estos beneficios podrían compensar los costos, incluso de la pérdida de señoñiaje.

**Steve Hanke** (*A Tale of Two Pesos: A Comparison of Currency Policies in Mexico and Argentina, diciembre 12, 1995*).

- A juicio de Hanke, la mayoría de países en desarrollo han favorecido tipos de cambios fijos, pero ajustables. Este es un sistema intervencionista, y en principio debiera ser rechazado, por ello, no es sorprendente que en la práctica no funcionen bien. Estos tipos de cambios resultan en políticas contradictorias que invitan a ataques especulativos.
- Argumenta que el desempeño de los Bancos Centrales para casi todos los países en desarrollo ha sido bastante pobre después del rompimiento del Bretton Woods: la depreciación promedio que han sufrido las monedas de estos países con respecto al dólar ha sido de 79%, y Hanke asegura que esto ha tenido un efecto negativo en el crecimiento del ingreso per cápita (desde 1971 los países desarrollados han crecido al menos el doble que las naciones en desarrollo).
- Considera que, a diferencia de los sistemas de tipo de cambio fijos y ajustables, los tipos de cambios flotantes y fijos, son mecanismos de libre mercado.
- Cree que, aunque en principio no hay nada malo con la flotación, este régimen está plagado de problemas prácticos en los países en desarrollo, donde la mayoría de bancos centrales carecen de credibilidad. Consecuentemente, para lograr estabilidad de precios bajo un régimen flexible, un Banco Central debe imponer una política monetaria relativamente estricta y altas tasas reales de interés por un período prolongado.

5 Naturalmente, previo a la unificación monetaria de Europa.

- Por el contrario, Hanke considera que las cajas de convertibilidad tienen un historial rico y exitoso en los países en desarrollo. En definitiva, para Hanke, las cajas de convertibilidad ejercen una restricción sobre las autoridades monetarias, y precisamente, estas fuertes restricciones que imponen las cajas de convertibilidad motivan reformas económicas más liberales, así como ajustes automáticos deseados en la economía.

#### Jeffrey A Frankel

- "Es probable que las soluciones intermedias sean más apropiadas para muchos países, que las soluciones de esquina" (Frankel 1999. Fuente: Fischer 2001).

#### Milton Friedman.

- "Para los países en desarrollo, la razón para no utilizar la política monetaria como instrumento de estabilización de corto plazo es más poderosa que para los países desarrollados. El problema crucial que enfrentan los países en desarrollo es lograr crecimiento sostenido, y no la suavización de las fluctuaciones de corto plazo. Además, tales países no cuentan con las instituciones financieras y bancarias necesarias para llevar a cabo lo que se ha denominado (en forma incorrecta) "el calibramiento" de la política monetaria".
- ... Para la mayoría de esos países, creo que la mejor política sería descartar el ingreso proveniente de la creación de dinero, unificar su moneda con la moneda de un país desarrollado grande y relativamente estable, con el que mantengan fuertes relaciones económicas, y luego eliminar las barreras a los movimientos de dinero, precios, salarios o tasas de interés. Tal política implica evitar un Banco Central" (Friedman 1974, traducción libre. Fuente: Hanke 1995).

**Guillermo Calvo y Carmen Reinhart** ("*Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization*", *Finance & Development*, septiembre 1999)

"La dolarización puede ofrecer a las economías emergentes una alternativa más viable y amigable al mercado que la de los controles de capital". (traducción libre)

"Los grados adicionales de libertad provistos por la flexibilidad del tipo de cambio son falacias o pueden lograrse a través de la política fiscal... Aunque la dolarización no elimina los problemas del sector bancario, los puede aminorar ya que se reducen los problemas de descalce de monedas y plazos".

"A pesar de su heterogeneidad, los países emergentes tienden a compartir una característica común: parece que son adversos a dejar flotar sus monedas" (Calvo y Reinhart 2000. Fuente: Fischer 2001).

las grandes depreciaciones (y en menor medida, con las apreciaciones) del tipo de cambio nominal. De hecho, las depreciaciones, al contrario del caso típico del libro de texto, se asocian en los países en vías de desarrollo a recesiones y no a aumentos de la producción. Dentro de las causas de lo último están aspectos financieros como la dolarización de pasivos y la ausencia de oportunidades de cubrimiento del riesgo cambiario. Adicionalmente, la política monetaria pierde credibilidad y se generan expectativas de depreciación adicional, lo que obliga a las autoridades monetarias a elevar las tasas de interés. Finalmente, la transmisión de la depreciación del tipo de cambio hacia una mayor inflación es más rápida y fuerte en los países en vías de desarrollo. Todo lo anterior se resume en una política monetaria procíclica, en función de la estabilidad cambiaria.

El descalce de monedas y la transmisión de las depreciaciones a una mayor inflación son las razones que Hausmann y otros (2000) encuentran para justificar el argumento de Calvo sobre el miedo a flotar. De hecho, la volatilidad relativa del tipo de cambio, con respecto a la volatilidad de la tasa de interés o a la volatilidad de las reservas internacionales, es mucho más baja en los países en vías de desarrollo (PVD) con tipo de cambio flexible, particularmente en América Latina, comparada con la de los países desarrollados. De hecho, los PVD suelen acumular niveles muy altos de reservas como mecanismo de defensa del tipo de cambio.

Incorporar los flujos financieros al análisis de las crisis cambiarias ilustra otra parte de los costos de las devaluaciones: Calvo y Reinhart (2000b) mencionan el problema del cese repentino (*sudden stop*) de los flujos de capitales, como causante de una contracción en la producción; adicionalmente, se pierde acceso a los mercados internacionales de deuda y se observa un efecto negativo (aunque la investigación empírica no es del todo concluyente) sobre el volumen del comercio.

Por otro lado, debe reconocerse que varias crisis de devaluación han sido generadas precisamente por la falla de los regímenes de tipo de cambio fijo en imponer disciplina macroeconómica (Edwards y Savastano 1999). Es decir, el problema de credibilidad no se soluciona en forma automática al contar con un tipo de cambio fijo.

Una crítica muy importante que se hace al régimen de tipo de cambio fijo es que facilita la existencia de "desalineamientos" del tipo de cambio real que pueden mantenerse por largo tiempo. Sin embargo, no está en absoluto claro qué metodología debe usarse para definir cuál es el tipo de cambio real de equilibrio y la definición de los determinantes de éste es un tema muy discutido. Sin embargo, esta dificultad metodoló-

gica no significa que el problema del desalineamiento del tipo de cambio real no exista.

La sostenibilidad de los *soft pegs* ha sido muy cuestionada desde las crisis de la segunda mitad de la década de 1990. Técnicamente, sin embargo, un país con suficientes reservas puede defender exitosamente su moneda si está dispuesto a sacrificar cualquier otro objetivo de política monetaria. El fracaso de los regímenes fijos puede verse, entonces, como que los gobiernos no están dispuestos a abandonar completamente sus otros objetivos de política monetaria. En particular, los gobiernos no están dispuestos a aceptar indefinidamente la contracción en la inversión, el producto y el empleo que sucede a las alzas en las tasas de interés necesarias para mantener el tipo de cambio. La mayor movilidad de capitales de los últimos años sólo magnifica el tamaño de las intervenciones necesitadas y la magnitud de los costos. El escaso número de países que han sostenido exitosamente tipos de cambio fijo por un período continuo de años es una ilustración de que soportar esos costos no entra en la agenda política de la mayoría de autoridades nacionales.

Un conjunto de criterios importantes en la elección del tipo de cambio son los aportados por la literatura sobre Áreas Monetarias Óptimas. Aun en este tema, se pueden encontrar diferentes versiones sobre la conveniencia de una integración monetaria. Por ejemplo, Kenen (1969) y el llamado criterio de Eichengreen-Krugman se basan en la idea de que las regiones más diversificadas son mejores candidatas para un tipo de cambio fijo, comparándolas con regiones más especializadas. Por el contrario, Frankel arguye que regiones con mayor grado de apertura comercial (eventualmente, con mayor grado de especialización con respecto al resto del mundo) son mejores candidatas para un Área

Monetaria Óptima, pues empíricamente, (Frankel y Rose 1998) se encuentra que la apertura comercial conduce a una mayor correlación de ingresos con el resto del mundo, que es el criterio principal de las Áreas Monetarias Óptimas. Adicionalmente, el cumplimiento de los criterios que indica esta literatura puede ser endógeno a las decisiones de integración comercial, de modo que debe ser analizado tomando en cuenta el marco temporal y político del comercio regional.

Este último análisis concluye en que la fijación del tipo de cambio puede ser deseable para economías pequeñas y abiertas (o para países con fuerte historial inflacionario, donde la necesidad de un ancla nominal creíble es muy fuerte y la política monetaria ha dejado de ser efectiva). Una economía grande, por el contrario, puede ser apropiada para un tipo de cambio flotante.

Otra línea de pensamiento enfatiza la irrelevancia del régimen cambiario; entre ellos, Mishkin y Savastano (1999) opinan que el debate apropiado de política monetaria para los países de América Latina no está en determinar si el tipo de cambio debe ser fijo o flexible, sino que el enfoque apropiado consiste en analizar si los países de la región tienen la oportunidad de establecer instituciones y mecanismos que restrinjan la discreción de la autoridad monetaria de forma eficiente y efectiva. Estos autores creen que se puede sacar más provecho enfocando la discusión de política monetaria de esta manera, ya que se puede recurrir a experiencias de países afuera de América Latina, algo que no se puede hacer con el debate actual de “fijo versus flexible”

Parte del debate inconcluso sobre la conveniencia de un régimen cambiario sobre otro, las pérdidas de instrumentos de política y la conveniencia de la dolarización, se presenta en el Recuadro 1.

## CAPÍTULO II

## EL DESEMPEÑO MACROECONÓMICO DE LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS BAJO DIFERENTES REGÍMENES CAMBIARIOS. ANÁLISIS DE LAS CIFRAS Y LECCIONES MOSTRADAS<sup>6</sup>

*“La experiencia de política monetaria de América Latina no ha sido una feliz. Las economías de esta región han pasado por episodios de extrema inestabilidad monetaria, oscilando desde inflaciones sumamente altas, fugas masivas de capitales, a colapsos en sus sistemas financieros. No es de sorprender que el resultado sea escasa credibilidad, bajo crecimiento, recesiones recurrentes y hasta depresiones. A pesar de todo, puede que una nueva era esté amaneciendo para América Latina<sup>7</sup>”*

Este capítulo se divide en tres secciones: en la primera se realiza un análisis del desempeño macroeconómico en América Latina, en la segunda se compara el crecimiento económico de la región con sus sistemas cambiarios y se mide la contribución de algunas variables seleccionadas en el crecimiento económico. En la tercera, se mide el peso o la relevancia de Centroamérica en América Latina.

Consideramos relevante la inclusión de este capítulo en vista que los países de Latinoamérica comparten un comportamiento macroeconómico bastante similar en las últimas décadas. De esta forma, al analizar una serie de variables para la totalidad de países de América Latina podemos extraer conclusiones oportunas para el caso de los países Centroamericanos.

### 2.1 EL ANÁLISIS MACROECONÓMICO

En esta sección se hace un resumen del desempeño macroeconómico en América Latina en el periodo de 1988 a 1999 para 26 países.

Vale la pena aclarar que la definición de Centroamérica que se utilizará en este capítulo difiere del resto del documento ya que ahora se incluirán a Belice y Panamá, por lo que la sigla a utilizar será “AC”. Ello por cuanto se hace un análisis por bloques regionales: los países de las Antillas, países de América Central y Resto de Países de América Latina. Las Antillas incluyen a: Bahamas, Barbados, República Dominicana, Haití, Jamaica y Trinidad y Tobago. El Resto de América Latina abarca: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Paraguay, Perú, Surinam, Uruguay y Venezuela.

El cuadro 2.1 presenta las siglas que representan a las variables que se utilizarán a lo largo de esta sección.

El énfasis en esta sección es el análisis del desempeño económico de un país, medido por su tasa de crecimiento del PIB per cápita, en relación con tres tipos de variables: capital humano, indicadores de estabilidad macroeconómica, e indicadores del sector externo.

#### 2.1.1 Crecimiento y capital humano

La primera parte del análisis se presenta a partir del cuadro 2.2, en el que se muestra un panorama general del desempeño económico de los países analizados. La información se presenta para cada uno de los países de América Central y luego por promedios regionales.

Los países aparecen ordenados de forma decreciente por tasas de crecimiento del PIB per cápita  $\hat{y}$ .

<sup>6</sup> Todos los datos utilizados provienen de la misma fuente: [www.iadb.org](http://www.iadb.org) -la página web del BID-, se ha creado una base de datos a partir de la información disponible en abril de 1998 y de agosto 2001. Las variables capital humano y PIB per cápita ajustado por paridad de poder de compra, se obtuvieron de [http://www.undp.org/hdr2001/indicator/pdf/hdr\\_2001\\_tablen\\_1.pdf](http://www.undp.org/hdr2001/indicator/pdf/hdr_2001_tablen_1.pdf) -página web del PNUD-.

<sup>7</sup> Traducción libre, Mishkin y Savastano (1999).

En la primer columna se muestra la tasa de crecimiento del producto per cápita para el período en cuestión.

La siguiente columna, el ingreso per cápita que tenían en 1988 los países, en dólares constantes de 1990.

Cuadro 2.1 DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES UTILIZADAS	
Sigla	Descripción de la variable
$\hat{y}$	Tasa de crecimiento económico per cápita promedio en el periodo de 1988 a 1999.
$y_{90}^{88}$	PIB per cápita en dólares reales de 1990 para el año de 1988.
$y^{99}$	PIB per cápita ajustado por la paridad del poder de compra para 1999 –calculado por el PNUD-
$Kh^{99}$	Índice de Capital Humano, calculado como el promedio simple de los índices de la esperanza de vida y de educación utilizados por el PNUD para calcular el Índice de Desarrollo Humano. El dato corresponde a 1999.
RM	Variable proxy del riesgo macroeconómico, tiene un rango de valores posibles entre 1 y 5. La metodología de cálculo fue creada por el autor. Datos de 1988 – 1999.
$\frac{I}{Y}$	Mide el porcentaje de la inversión al PIB. Datos de 1988 – 1999.
$\sigma_{ti}$	Es la desviación estándar en el periodo 1988-1999 de los términos de intercambio.
$\sigma_{tc}$	Es la desviación estándar en el periodo 1988-1999 del tipo de cambio nominal
$\sigma_{tcr}$	Es la desviación estándar en el periodo 1988-1999 del tipo de cambio real
$\frac{X + M}{Y}$	Medida de la apertura económica como la suma de exportaciones e importaciones al PIB. Datos de 1988 – 1999.
$\frac{D^*}{Y}$	Mide el porcentaje de la deuda externa al PIB. Datos de 1988 – 1999.
$\frac{IED}{Y}$	Mide el porcentaje de la inversión extranjera directa al PIB. Datos de 1988 – 1999.
$\frac{D_{cp}^*}{Y}$	Mide el porcentaje de la deuda externa de corto plazo al PIB. Datos de 1988 – 1999.
$\frac{RIN}{Y}$	Mide el porcentaje de la Reservas Internacionales Netas al PIB. Datos de 1988 – 1999.

Cuadro 2.2  
CRECIMIENTO EN AC Y EL CAPITAL HUMANO  
1988 - 1999

País	$\hat{y}$	$y_{90}^{88}$	$y^{99}$	$Kh^{99}$
CR	3.5	1,865	8,860	0.86
PA	2.8	2,114	5,875	0.84
ES	2.6	1,040	4,344	0.74
BE	2.0	1,791	4,959	0.84
GT	1.4	883	3,674	0.64
HN	0.2	649	2,340	0.69
NI	-0.6	522	2,279	0.69
AC	1.7	1,266	4,619	0.75
ANT	-0.1	4,325	8,053	0.76
RAL	1.9	2,137	6,043	0.81

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes mencionadas.

La tercera columna muestra el ingreso per cápita en dólares que alcanzaron en 1999 los países, ajustados por el poder de compra<sup>8</sup>.

Finalmente la columna  $Kh^{99}$  (índice de capital humano) es un mejor indicador de la calidad de vida de los habitantes que utilizar únicamente el ingreso per cápita, y eventualmente, del potencial de crecimiento de un país.

Las últimas tres filas del cuadro presentan el promedio de las variables para tres regiones: América Central (AC), Antillas (ANT), y el resto de América Latina (RAL).

Algunos de los resultados que podemos extraer a partir de la información del cuadro son:

- América Central es una región relativamente pobre y heterogénea, en promedio sus índices de capital humano e ingreso per cápita son menores que para el resto de países analizados. El ingreso per cápita de Costa Rica en 1999 era aproximadamente cuatro veces mayor que el de Nicaragua según la estimación por Paridad de Poder de Compra.
- Para América Central, durante el período analizado, prácticamente el crecimiento del ingreso per cápita fue proporcional al ingreso con el que partieron en 1988. Así, los países con mayor ingreso per cápita en 1988 son los que crecieron más durante el período. Esto significa que, para el año 1999 la brecha en cuestión de ingreso per cápita al interior de la región centroamericana había aumentado.

<sup>8</sup> El ingreso per cápita ajustado por paridad de poder de compra elimina el problema de comparar ingresos entre países con diferentes niveles de precios. Se puede definir como el ingreso que en promedio tendría anualmente un habitante del país, en Estados Unidos.

- Las Antillas sin embargo, mostraron un pobre desempeño en materia de crecimiento económico durante la década analizada, partiendo de un ingreso alto, en comparación con el promedio de América Latina. Parece que las Antillas están “esperando” que las otras regiones las alcancen en lo que se refiere a niveles de vida.

### 2.1.2 El crecimiento y la estabilidad macro

Con el fin de analizar la relación entre crecimiento y estabilidad macroeconómica se construyó una variable denominada “Riesgo macroeconómico” (RM) que agrupa cuatro factores que ayudan a explicar la estabilidad macro de un país, éstos son: La razón de deuda externa al PIB, la inflación, el déficit de la cuenta corriente al PIB, y el déficit fiscal<sup>9</sup>.

El cuadro 2.3 presenta la metodología para calcular la variable RM:

Se obtuvo el promedio simple de la puntuación de cada indicador, resultando una variable proxy del riesgo macroeconómico, la que tendrá un valor más alto para aquellos países que presentan características de menor estabilidad en el ambiente macroeconómico<sup>10</sup>.

Adicionalmente se incluyeron cuatro variables más: la razón de Inversión Bruta a PIB, que se utiliza para medir el potencial de crecimiento que tiene una economía, así como la desviación estándar de los términos de intercambio,  $\sigma_{ti}$  el tipo de cambio  $\sigma_{tc}$  nominal y del tipo de cambio real  $\sigma_{ter}$ .

El cuadro 2.4 presenta los indicadores antes expuestos. Nuevamente se ordenaron los países por el crecimiento del ingreso per cápita.

A priori esperaríamos que los países con mayor volatilidad en sus principales precios crezcan menos

9 En la medida que los valores de estos cuatro indicadores sean menores para un país, éste logrará un menor riesgo macroeconómico.

10 Los criterios para definir el riesgo macroeconómico surgen por decisión propia, en el caso del nivel de riesgo 1 se usan las reglas de prudencia ya establecidas. El índice puede mejorarse incorporando más variables –como reservas a importaciones, M2 a PIB, etc- y haciendo más fina la clasificación, al pasar de una escala de 1 a 5 por otra de 1 a 10 por ejemplo. No obstante con las 4 variables utilizadas y la escala definida se llega a los resultados esperados.

11 El t-calculado para la dummy es -3.21, con 24 grados de libertad.

Nivel de Riesgo	Deuda externa al PIB	Inflación	Déficit de Cuenta Corriente al PIB	Déficit Fiscal al PIB
1	0 –25	0 - 5	Menor que 3.5	Menor que 3.5
2	25.01 – 50	5.01 - 20	3.51 a 5	3.51 a 5
3	50.01 – 100	20.01 - 50	5.01 a 10	5.01 a 10
4	100.01 – 200	50.01 - 100	10.01 a 20	10.01 a 20
5	200.01 o más	100.01 o más	Mayor que 20.01	Mayor que 20.01

a causa de los efectos dañinos de la mayor incertidumbre en la actividad económica.

Algunas conclusiones que podemos extraer:

- La relación entre menor crecimiento y más riesgo macro resulta clara en Honduras y Nicaragua.
- Paradójicamente, la razón I/PIB resulta mayor precisamente en los países que menos crecen, la razón puede deberse a la inclusión de inversión en estructuras residenciales, el peso de la inversión pública para reponer stock de capital destruido por desgracias naturales y el bajo retorno de los proyectos de inversión.
- Otra relación que parece insinuarse de ese cuadro es que en los países con sistemas cambiarios más fijos de AC tienen los menores indicadores de riesgo macro. De hecho en América Latina es posible identificar 7 países con sistemas cambiarios fijos, para el período de análisis 1988 – 1999; en ellos el riesgo macro es menor respaldado por un nivel de significancia del 95%<sup>11</sup>. El promedio de

País	$\hat{y}$	RM	$\frac{I}{Y}$	$\sigma_{ti}$	$\sigma_{tc}$	$\sigma_{ter}$
CR	3.5	2.1	20.9	7.0	72.5	4.4
PA	2.8	1.9	22.1	3.2	0.0	6.7
ES	2.6	1.7	16.5	28.0	1.5	10.7
BE	2.0	1.7	25.2	2.8	0.0	3.7
GT	1.4	1.9	15.0	5.6	1.4	9.4
HN	0.2	2.7	28.7	11.1	4.5	17.2
NI	-0.6	3.8	25.9	12.0	4.3	13.9
AC	1.7	2.3	22.0	10.0	12.0	9.4
ANT	-0.1	1.8	19.0	11.2	3.7	12.1
RAL	1.9	2.4	21.3	8.4	292.5	17.3

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes mencionadas.

riesgo macro en AL es 2.23 y en esos 7 países es 1.7. Pero como se aprecia en las últimas filas del cuadro -del efecto regional- esa relación puede estar sesgada por los países de las Antillas, con una mayoría de países con tipos de cambio fijo y con el menor índice de riesgo macro.

- Las variables de términos de intercambio, tipo de cambio nominal y real presentadas como la desviación estándar del periodo, pretenden transmitir la idea de que la volatilidad de los precios -relativos, nominales y reales respectivamente- tienen un efecto negativo en la actividad económica. Esa relación se trata de cuantificar en la siguiente parte del documento. La desviación estándar en Costa Rica del tipo de cambio nominal aparece en el primer lugar<sup>12</sup>, pero con la segunda menor variabilidad del tipo de cambio real, lo que refleja el uso de la política cambiaria como el instrumento para minimizar tal variabilidad. En Panamá y Belice, con un sistema cambiario mucho más fijo, también la variabilidad del tipo de cambio real es muy baja, que se debe en ambos casos, a inflaciones muy cercanas a la internacional de referencia -la de Estados Unidos-.
- La desviación estándar del tipo de cambio nominal es mucho menor para el promedio de América Central cuando se compara con el resto de América Latina. Lo mismo ocurre con el tipo de cambio real. Este punto se abordará nuevamente en el siguiente capítulo.

### 2.1.3 Crecimiento económico y desempeño del sector externo

La comparación del crecimiento y los indicadores del sector externo se presenta en el cuadro 2.5. Los indicadores utilizados son: apertura económica, evolución de los activos y pasivos internacionales y la confianza internacional que un país puede estar recibiendo, y que se traduce en mayores flujos de inversión extranjera directa.

La apertura económica se midió de la forma convencional, como la suma de exportaciones e

12 En realidad ese primer lugar corresponde a Nicaragua por que en el periodo de análisis se ha cambiado de moneda dos veces, una en febrero de 1988 y otra en abril de 1991 debido a la hiperinflación.

13 Hay que considerar sin embargo que la sustitución de deuda interna por externa podría resultar conveniente en algunos casos, por ejemplo, si permite acceder a menores tasas de interés. Otro factor a considerar es la posición inicial de deuda externa que tenga un país.

importaciones al PIB (el promedio del periodo) variable  $\frac{X+M}{Y}$ .

También se calcularon las tasas de crecimiento promedio en el periodo para: la relación deuda externa al PIB -  $\frac{D^*}{Y}$ , la inversión extranjera directa al PIB-,  $\frac{IED}{Y}$  la deuda de corto plazo al PIB -  $\frac{D_{cp}^*}{Y}$  y las reservas internacionales netas al PIB -  $\frac{RIN}{Y}$ .

El indicador de apertura refleja que AC es la región que en promedio depende más del comercio (en promedio 92%, versus 62% para el resto de América Latina).

En cuanto al crecimiento de la deuda externa y de la deuda de corto plazo, son deseables tasas negativas, es decir, que los países reduzcan su nivel de endeudamiento, ya que esto se traducirá en una mejora de su posición externa, y por ende en menor riesgo país<sup>13</sup>. Una limitación de considerar únicamente las tasas de cambio es que no se consideran los montos con los que partieron las variables consideradas.

Con el stock de Reservas al PIB, podría argumentarse que hasta cierto punto sería conveniente una tasa de crecimiento positiva, en cuanto ello significa que el país se encuentra en una posición favorable para hacer frente al pago de obligaciones en moneda extranjera. Sin embargo, la existencia de costos cuasi-fiscales que suelen acompañar a una política de acumulación de reservas pone en tela de juicio las bondades de tal objetivo.

Finalmente, los países ven con buenos ojos el crecimiento de la inversión extranjera directa, ya que se interpreta como un voto de confianza del resto del mundo hacia el país receptor y una oportunidad de

**Cuadro 2.5**  
**CRECIMIENTO EN AC E**  
**INDICADORES EXTERNOS 1988 - 1999**

País	$\hat{Y}$	$\frac{X+M}{Y}$	$\frac{D^*}{Y}$	$\frac{IED}{Y}$	$\frac{D_{cp}^*}{Y}$	$\frac{RIN}{Y}$
CR	3.5	80.4	-11.4	6.7	-4.2	-4.2
PA	2.8	180.2	-6.0	25.4	-15.2	16.8
ES	2.6	52.3	-4.6	32.2	7.4	10.5
BE	2.0	117.6	3.9	-10.6	25.9	-9.0
GT	1.4	42.6	-5.1	-6.3	7.7	5.6
HN	0.2	82.8	2.0	6.2	6.7	28.5
NI	-0.6	87.8	-3.7	38.7	-1.5	16.7
AC	1.7	91.9	-3.6	13.2	3.8	9.3
ANT	-0.1	86.7	-5.4	0.6	-5.0	5.6
RAL	1.9	61.9	-3.1	18.8	1.5	12.6

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes mencionadas.

creación de fuentes de empleo y de transferencia tecnológica.

Del cuadro 2.5 queda en evidencia que el comportamiento de estas variables ha sido bastante heterogéneo para los países de la región.

Al observar el desempeño para los países de la región, claramente en Belice todos los indicadores siguieron un comportamiento no deseado, aumentando el endeudamiento de corto plazo, la deuda externa, y experimentando caídas tanto en la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB como en la proporción de Reservas al PIB. A pesar de estos factores adversos, el crecimiento de Belice estuvo por encima del promedio de la región, lo cual nos puede estar indicando que es importante considerar las condiciones iniciales, y que

### Recuadro No. 2 LA INTEGRACIÓN FINANCIERA DE CENTROAMÉRICA

Con respecto a los flujos de capitales hay que admitir que Centroamérica se ha encontrado en los últimos años prácticamente en el anonimato, en el sentido que como receptor de inversión extranjera directa su participación ha sido muy modesta. A excepción del tan bien documentado caso de INTEL en Costa Rica, la inversión extranjera directa en el resto de países ha provenido en la mayoría de los casos de los procesos de privatización. En la comparación con Latinoamérica los grandes protagonistas siguen siendo Brasil, Argentina, México, y Chile.

Un detalle a considerar con la Inversión Extranjera Directa en la región, es que el auge en los últimos años proviene de los mismos países de Centroamérica. Así, tenemos que empresas locales tratan de consolidarse a nivel de región y se expanden a los demás países, en algunos casos, estableciendo alianzas con otras empresas o grupos. Ejemplos de este tipo de inversión los encontramos en el sector financiero, de alimentos, construcción, hotelería, centros comerciales, tiendas de departamentos y supermercados.

También ocurre que las últimas ventas de bonos al mercado mundial por parte de algunos países centroamericanos se han colocado dentro de la misma región, los principales actores parecen ser los inversionistas salvadoreños y costarricenses. Al respecto en julio de 2001, de los \$353 millones que vendió el Gobierno de El Salvador en Nueva York, los puestos de bolsa costarricenses compraron al menos \$20 millones, aunque el presidente del Banco Central de Costa Rica –Eduardo Lizano– estimaba que esa cifra podría ser de \$50 millones<sup>2</sup>. Luego en octubre de 2001 los salvadoreños estaban comprando eurobonos ticos, “En solo dos días, el mercado salvadoreño logró negociar \$6.7 millones correspondientes a dos emisiones de eurobonos ticos...”<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Tomado de la página web de La Nación del 28 de julio de 2001, “Ticos apetece bonos salvadoreños”.

<sup>2</sup> Tomado de la página web de La República del 29 de octubre de 2001, “Salvadoreños negocian eurobonos ticos”.

el crecimiento de los países depende de muchos otros factores de distinta índole.

En El Salvador y Guatemala parece que ocurre una sustitución de deuda de largo plazo por deuda de corto plazo, al tiempo que ambos acumulan más reservas, pero en el caso de Guatemala la tasa de crecimiento de la  $\frac{IED}{Y}$  es negativa, a diferencia de El Salvador. En Honduras aumentan tanto los pasivos como los activos internacionales y la tasa de crecimiento de la  $\frac{IED}{Y}$  es positiva. En Costa Rica se disminuye en mayor porcentaje la deuda externa, también disminuye la deuda de corto plazo –ambas en relación al PIB– y aumenta la  $\frac{IED}{Y}$ .

Podemos concluir pues, que el comportamiento de los países de América Central en sus indicadores externos también resulta heterogéneo.

En la comparación por regiones se aprecia que el resto de AL tiene una mayor tasa de crecimiento de la  $\frac{IED}{Y}$  y mayor acumulación de  $\frac{RIN}{Y}$ .

En general, no pareciera que existen vínculos muy evidentes entre estos indicadores de vulnerabilidad externa y el crecimiento económico para el período en cuestión.

En el recuadro 2 se presentan algunas generalidades de la inversión extranjera directa en Centroamérica y de la movilidad de capitales entre los mismos países del área.

## 2.2 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN AL Y LOS REGÍMENES CAMBIARIOS

En esta sección analizamos si la elección de régimen cambiario tiene algún efecto en el crecimiento económico de los países de América Latina.

En AL es posible identificar 7 tipos de esquemas cambiarios, tal como se presenta en el cuadro 2.6.

Para evaluar si existe algún desempeño superior con respaldo estadístico entre un régimen cambiario u otro, realizamos una regresión utilizando los datos promedio para el período en un análisis de corte transversal. Como única variable explicativa se utilizó una dummy para los países que tienen un sistema que podríamos llamar de tipo de cambio fijo<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Nótese que no estamos encontrando los determinantes del crecimiento, únicamente queremos determinar si el promedio de crecimiento de los países con tipos de cambio fijo es estadísticamente diferente al de los países con otros sistemas cambiarios –una simple prueba t–

**Cuadro 2.6**  
**REGÍMENES CAMBIARIOS EN AL EN 1999\***

Régimen cambiario	Sigla	Contador	Países
Sustitución de moneda	NS	1	Panamá
Caja de Convertibilidad	CBA	1	Argentina
Fijo de Facto	FP	5	Bahamas, Barbados, Belice, El Salvador y Trinidad y Tobago
"Crawling peg"	CP	3	Bolivia, Costa Rica y Nicaragua
"Crawling peg" y bandas cambiarias	CB	3	Honduras, Uruguay y Venezuela
Flotación sucia	MF	5	República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguay y Surinam
Flotación independiente	IF	8	Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, Guyana, Haití, México y Perú.

(\*) De 1999 a la fecha, únicamente tres países han cambiado su clasificación de régimen cambiario: Argentina, Ecuador y El Salvador.  
Fuente: Elaboración propia a partir de Fischer (2001).

**Cuadro 2.7**  
**DIFERENCIAS DE LOS PROMEDIOS DE CRECIMIENTO SEGÚN REGÍMENES CAMBIARIOS**

	Promedio de crecimiento económico per cápita	Valor del "t calculado o estadístico"	Probabilidad de no rechazar la hipótesis nula
Países con tipos de cambio fijos –los 7 anteriores–	1.7%	0.38	0.71
Países con otros regímenes cambiarios	1.3%		

Quienes cumplen ese criterio son los primeros 7 países que aparecen en el cuadro 3.6, Panamá, Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, El Salvador y Trinidad y Tobago<sup>15</sup>.

Los resultados de las diferencias de promedio de crecimiento para esos países respecto al resto de países de América Latina, se presentan en el cuadro 2.7:

15 Hay que reconocer que estamos incurriendo en el error de comparar el crecimiento en el periodo 88-99 con la información del sistema cambiario al 99, dado que en ese periodo tenemos países que cambiaron su sistema cambiario.

16 Por ejemplo, México se vio obligado a la flotación a raíz del efecto tequila en diciembre de 1994, lo mismo ocurrió con Brasil en 1999. Ecuador y Argentina adoptan dolarización y caja de convertibilidad, respectivamente, como un intento por arreglar sus desequilibrios macro, pero Argentina abandona la fijación a partir de diciembre del 2001.

Como se aprecia del cuadro 2.7, aunque el promedio de crecimiento para los países con sistemas fijos es mayor respecto a los países con otros sistemas cambiarios, esa diferencia no tiene respaldo estadístico, como lo refleja la alta probabilidad de no rechazar la hipótesis nula –en este caso que no existe ninguna diferencia entre ambos promedios-. Estos resultados se mantienen si hacemos la comparación en los países de Centroamérica.

Estos resultados coinciden con lo que la mayoría de autores han encontrado: el régimen cambiario por sí solo no tiene efectos significativos en la tasa de crecimiento de una economía. Además se debe reconocer que en algunas ocasiones la decisión del régimen cambiario no es el resultado de una decisión deliberada, sino que es el desenlace de eventos que precipitan cambios en la política cambiaria<sup>16</sup>.

En El Salvador, el paso de un sistema fijo de facto, a uno que prácticamente es dolarización, no ocurre por la presión de una crisis, sino por la percepción del Gobierno de que no se estaban aprovechando al máximo los beneficios de un sistema cambiario fijo y en cambio se tenían que afrontar todos sus costos.

### 2.2.1 Las fuentes del crecimiento económico

Una de las preguntas más relevante en macroeconomía es ¿Cuáles son las fuentes de crecimiento económico sostenido?. Si bien es cierto en la sección anterior concluimos que el régimen cambiario no guarda una relación directa con el crecimiento económico, en esta sección quisimos analizar otras variables que tienen el potencial de tener un efecto significativo en el crecimiento de los países.

Consideramos que las variables que se han utilizado en el capítulo: riesgo macro, I/PIB, apertura y términos de intercambio pueden ser variables relevantes en la explicación del crecimiento económico per cápita de cada uno de los países<sup>17</sup>.

Las hipótesis que se definen son: el riesgo macro tiene una relación negativa con el crecimiento –a mayor riesgo macro, la inestabilidad económica que eso conlleva provoca un entorno desfavorable a las decisiones de inversión y producción-; la inversión al PIB tiene un efecto positivo en el crecimiento puesto que funciona como indicador de una potencial mayor producción en el futuro dado el aumento del stock de capital.

La apertura tiene una relación positiva por las oportunidades de crecimiento que provienen de la inserción con el resto del mundo en el intercambio de bienes y servicios, esta relación se espera que sea más determinante entre “menores” sean las economías. Esperaríamos también una relación positiva con los términos de intercambio: al aumentar la relación de intercambio, aumentan los incentivos para la producción de bienes exportables además de generarse un aumento de la capacidad de compra real del país. También se espera que el impacto de los términos de intercambio sea mayor en las economías más pequeñas.

Las anteriores variables en las secciones previas se presentaron como promedios o como la desviación estándar para el periodo 1988-1999. En esta sección utilizamos estas series en un panel de datos definido por 24 países<sup>18</sup> latinoamericanos en un periodo de 12 años, con el fin de incorporar la información de cómo cambian esas variables en el tiempo y su relación con el crecimiento.

Además de cuantificar la contribución de esas variables al crecimiento, nos interesa separar el efecto regional según la clasificación de países de América Central (AC), Las Antillas (ANT) y el Resto de América Latina (RAL) que se ha venido utilizando en este capítulo. Los resultados de la regresión se muestran en el cuadro 2.8.

En la columna de resultados llamada “todos los países”, se presentan los coeficientes de regresión para los 24 países de la muestra. Las siguientes 3 columnas presentan coeficientes de regresión restrin-

17 Es obvio que deberían de considerarse otro grupo de variables tales como las utilizadas por Barro, pero dada la secuencia de análisis macro seguida, nos interesa cuantificar el efecto de esas variables en el crecimiento, aunque tengamos que reconocer los problemas potenciales de sobrestimación o subestimación de los coeficientes de regresión al incurrir en el problema de variables omitidas.

18 Se excluyó a Bahamas y Barbados por carecer de información sobre términos de intercambio.

**Cuadro 2.8**  
**VARIABLE DEPENDIENTE:**  
**LOGARITMO DEL PIB PER CÁPITA**

Variable	Todos los países	AC	ANT	RAL
Riesgo macro	-0.0191 (-8.9645)*	-0.0541 (-1.7922)*	-0.1407 (-4.4600)*	0.1088 (-11.9321)*
Inversión al PIB	0.0046 (3.1315)*	0.0004 (0.2903)	-0.0054 (-2.6662)*	0.0048 (2.9288)*
Apertura	0.0001 (0.2944)	0.0023 (4.4674)*	0.0037 (10.1259)*	-0.0003 (-1.1853)
Términos de intercambio	0.0013 (2.6863)*	0.0021 (6.8834)*	0.0031 (6.8739)*	-0.0002 (-0.3875)

Notas: Número de observaciones 252, 74, 42 y 136 respectivamente. Los valores entre paréntesis corresponden a las pruebas t, los que aparecen con un “\*” significa que son estadísticamente significativas al 5%. Las variables explicativas aparecen con un rezago para evitar el problema de endogeneidad. Los resultados completos aparecen en el Anexo de regresiones.

gidos a la información de cada una de las tres áreas geográficas ya definidas.

Al interpretar los coeficientes de regresión aparece la variable riesgo macro como la única que siempre es relevante –con el signo esperado y superando la prueba t-. La Inversión al PIB no es significativa en AC y presenta el signo contrario en ANT. La apertura es una variable significativa en AC y ANT, regiones que por el tamaño de sus economías presentan una mayor dependencia del comercio internacional y ese razonamiento se apoya en el efecto de los términos de intercambio sobre el crecimiento.

De los resultados de la regresión se obtiene una similitud entre la región de América Central y Las Antillas, especialmente en la contribución al crecimiento de la apertura económica y los términos de intercambio.

Ahora bien, para el elaborador de las políticas, resultará interesante, conocer únicamente aquellas variables sobre la cual puede tener algún grado de control. Obviamente los términos de intercambio, si bien tienen un efecto directo en el crecimiento, son imposibles de maniobrar para las autoridades económicas, al menos para el caso de país pequeño que caracteriza a Centroamérica.

Siguiendo esta idea, los esfuerzos deberían centrarse en la reducción de la inestabilidad macroeconómica, lo que según nuestros hallazgos empíricos, contribuiría a que los países crecieran más. La pregunta relevante es, pues, ¿Qué régimen cambiario (si es que alguno) contribuye de mejor forma a lograr esta estabilidad macroeconómica?. En este documento encontramos que el análisis realizado para Centroamérica señala a los regímenes fijos como un precursor de tal estabilidad. Sin embargo sabemos que la evidencia

empírica es bastante mixta y es difícil obtener conclusiones al respecto.

### 2.3 EL PESO DE AMÉRICA CENTRAL EN AMÉRICA LATINA

Esta sección pretende ilustrar la importancia relativa que tiene América Central en el continente, para lo cual se utilizan los datos del PIB per cápita y de PIB por km<sup>2</sup>, para tener dos medidas de comparación estándar.

La información es para los 26 países de América Latina de la muestra ordenados por su tasa de crecimiento promedio en el periodo 1988-1999. La mayoría de las cifras son para el año 1999, las variables de tasa de crecimiento –TCPC– y RM representan el promedio del periodo.

La primera columna del cuadro presenta el crecimiento económico per cápita promedio del período, la segunda columna el índice de riesgo macro, la tercera el PIB per cápita según la paridad del poder de compra, la cuarta el territorio, la quinta la razón del PIB real año

**Cuadro 2.9**  
**REGÍMENES CAMBIARIOS EN AMÉRICA LATINA Y LA RELACIÓN PIB PER CÁPITA Y POR KM<sup>2</sup>**

No.	Países de AL	TCPC	RM	PIBCP (Km <sup>2</sup> )	Territorio Km <sup>2</sup>	PIBR por en miles	Población	PIBRPC	Moneda	Régimen Cambiario	Tipo de Cambio
1	Chile	5.45	1.93	8,652	756,629	78,254	15,019	3,942	Pesos	IF	565.9
2	Guyana	4.68	3.91	3,640	214,970	2,956	855	743	Dólares de Guyana	IF	182.4
3	Uruguay	3.55	2.14	8,879	177,508	71,112	3,313	3,810	Pesos	CB	12.4
4	Costa Rica	3.55	2.09	8,860	50,900	230,835	3,933	2,987	Colones	CP	312.3
5	Argentina	2.91	1.82	12,277	2,776,889	84,443	36,577	6,411	Pesos	CBA	1
6	Panamá	2.79	1.91	5,875	77,082	103,775	2,812	2,845	Balboas	NS	1
7	Rep.Dom.	2.73	1.95	5,507	48,442	206,523	8,364	1,196	Pesos	MF	16.5
8	El Salvador	2.64	1.70	4,344	20,935	387,939	6,154	1,320	Colones	FP	8.8
9	Colombia	2.03	2.09	5,749	1,138,914	62,747	41,564	1,719	Pesos	IF	2213.8
10	Belice	1.98	1.73	4,959	22,965	24,590	235	2,403	Dólares de Belice	FP	2
11	Bolivia	1.73	2.50	2,355	1,098,581	7,146	8,142	964	Bolivianos	CP	6.3
12	Perú	1.68	2.64	4,622	1,280,219	44,253	25,230	2,147	Nuevos Soles	IF	3.5
13	Tr. y Tobago	1.65	1.73	8,176	5,128	1,265,815	1,289	5,036	Dólares de TyT	FP	6.3
14	México	1.63	2.16	8,297	1,967,183	178,242	97,365	3,601	Nuevos Pesos	IF	9.3
15	Guatemala	1.38	1.91	3,674	108,889	104,325	11,090	1,024	Quetzal	MF	7.8
16	Brasil	1.06	2.09	7,037	8,456,508	63,442	167,988	3,194	Reales	IF	1.8
17	Barbados	0.43	1.39	14,353	430	4,486,279	269	7,171	Dólares de Barbados	FP	2
18	Ecuador	0.42	2.70	2,994	270,670	56,553	12,411	1,233	Sucres	IF	25000
19	Jamaica	0.2	2.55	3,561	10,991	386,189	2,560	1,658	Dólares de Jamaica	MF	43.7
20	Honduras	0.2	2.73	2,340	112,088	36,081	6,316	640	Lempiras	CB	14.9
21	Venezuela	0.13	2.73	5,495	912,050	78,723	23,706	3,029	Bolívares	CB	690.1
22	Surinám	0.13	2.52	4,178	163,265	2,077	415	817	Guilders	MF	1161.5
23	Paraguay	-0.19	1.73	4,384	406,752	18,533	7,539	1,407	Guaraníes	MF	3488.3
24	Nicaragua	-0.58	3.84	2,279	118,358	20,233	4,938	485	Córdovas oro	CP	12.9
25	Bahamas	-0.81	1.48	15,258	13,935	252,185	301	11,675	Dólares de Bahamas	FP	1
26	Haití	-5.05	1.95	1,464	27,750	60,908	8,087	209	Gourdes	IF	24.3

Fuente: Construcción propia a partir de la base de datos del BID y de Fischer (2001).

**Cuadro 2.10**  
**POSICIÓN DE CADA PAÍS DE AMÉRICA**  
**CENTRAL RESPECTO A AMÉRICA LATINA**

	TCPC	RM	PIBCP	Territorio	PIBR p/km <sup>2</sup>	Población	PIBRPC
Belice	10	4	14	21	21	26	12
Costa Rica	4	13	5	18	6	17	10
El Salvador	8	3	17	22	3	15	17
Guatemala	15	9	19	16	9	9	20
Honduras	20	23	24	15	20	14	24
Nicaragua	24	25	25	14	22	16	25
Panamá	6	8	10	17	10	19	11

1999 al territorio, la sexta la población, la séptima el PIB per cápita real de 1999 –el año base es 1990– y las últimas 3 columnas presentan información del régimen cambiario.

El cuadro 2.10 utiliza la información de las primeras 7 columnas del cuadro anterior y presenta la posición de cada país de América Central.

En el crecimiento económico, América Central tiene 4 países en el “top ten”, lo mismo en el orden deseado del riesgo macro, pero también en ambos indicadores, Honduras y Nicaragua tienen un pobre desempeño, resultado que lamentablemente se repite en los otros indicadores. Como información relevante del cuadro, El Salvador es tercero en el mayor PIB real por km<sup>2</sup>, Costa Rica es décimo en el orden según PIB real per cápita y quinto en el PIB per cápita por paridad del poder de compra.

**Cuadro 2.11**  
**NÚMERO EQUIVALENTE DE MONEDAS**  
**QUE TENDRÍAN LOS SIGUIENTES PAÍSES**  
**SEGÚN EL PIB REAL, LA POBLACIÓN**  
**Y EL TERRITORIO DE AMÉRICA CENTRAL**

	PIB real	Población	Territorio
BRASIL	81	33	115
ARGENTINA	36	7	38
MÉXICO	53	19	27
PERÚ	9	5	18
COLOMBIA	11	8	16
BOLIVIA	1	2	15
VENEZUELA	11	5	12
CHILE	9	3	10

Fuente: Cálculos propios. Los datos se tomaron de la base de datos del BID

Los gráficos 2.1 y 2.2 brindan información del tamaño relativo de cada país en América Central y del tamaño relativo de la región respecto a Latinoamérica.

Si construimos al país América Central, sumando los territorios, poblaciones y la producción real de cada economía valorada en unidades monetarias comunes –dólares reales de 1990– y a “ese país” lo volvemos a comparar, encontramos que, en el orden del PIB por km<sup>2</sup> queda de tercero en AL y ocupa el puesto 14 del PIB per cápita –superando a Ecuador, Repú-

blica Dominicana, Bolivia, Surinam, Guyana y Haití–.

Por el orden del territorio, el lugar es el noveno y en población con sus 35.5 millones de habitantes el quinto lugar.

Un objetivo del análisis anterior, adicional al de conocer el tamaño relativo de América Central, es el cuestionamiento de si para la escala centroamericana es conveniente contar con 7 monedas diferentes –si El Salvador sigue en la senda de dolarización 6 monedas–. Como se mencionó antes, el país “América Central” es el noveno por su territorio consolidado debajo de la mayoría de los países de América del Sur –con la excepción de Paraguay, Ecuador, Guyana, Uruguay y Surinam– y debajo de México, y supera a los países de las Antillas.

Dada esa extensión de terreno consolidada, se tiene un promedio de una moneda diferente por cada 73,031 km<sup>2</sup> <sup>19</sup>. A esa extensión ahora sólo superamos a los 6 países de la muestra de las Antillas: República Dominicana, Haití, Bahamas, Jamaica, Trinidad y Tobago y Barbados en el orden respectivo. Otras relaciones de magnitud son, en promedio por cada 5 millones de habitantes o por cada 7 mil millones de dólares reales de 1990, se tiene una moneda diferente en América Central. Si esas magnitudes las comparamos con los 8 países más grandes de América Latina se encontraría el número de monedas equivalentes que tendrían esos países. Esos resultados aparecen en el cuadro 2.11.

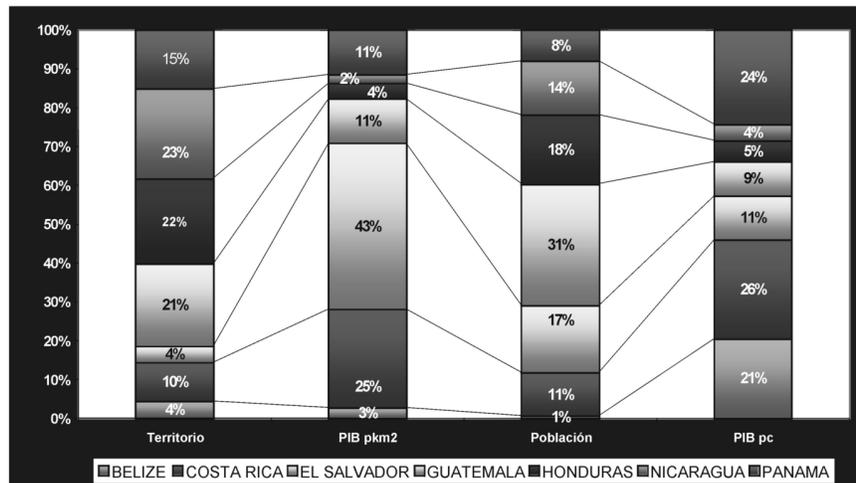
Los resultados anteriores lo único que desean transmitir es el efecto “escala” de América Central.

<sup>19</sup> Un análisis similar, utilizando datos de población e ingreso per cápita y comparando con Estados Unidos es utilizado por Rodas (2000).

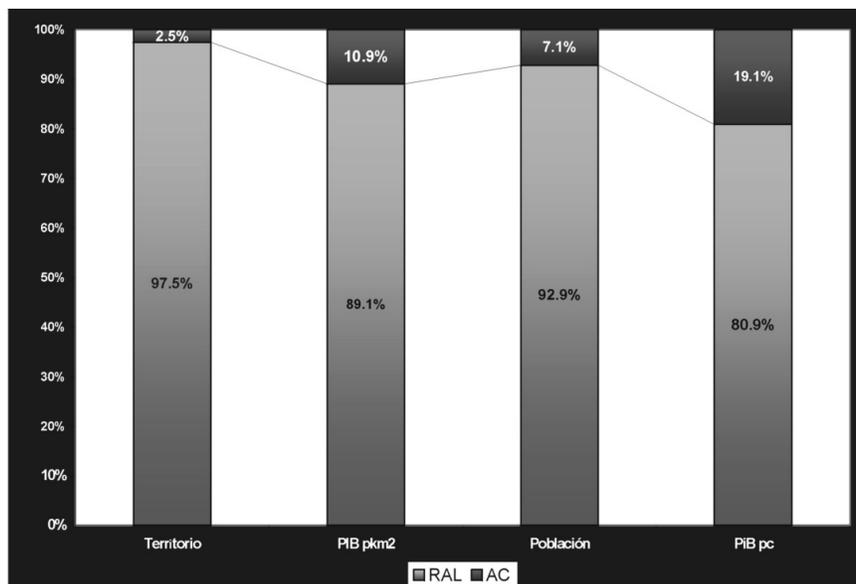
## 2.4 CONCLUSIONES

- El desempeño de los países de América Latina puede explicarse por la calidad de políticas económicas, y no solamente, por factores externos tales como *shocks* de términos de intercambio. América Central aparece como la región más pobre en América y con aumentos en la brecha del ingreso per cápita al interior de la región en la última década.
- Para América Central, el indicador de riesgo macro aparece relacionado con el crecimiento económico, en especial sobresale la relación entre inestabilidad macro y bajo crecimiento en Honduras y Nicaragua. Comparada con el resto de América Latina, América Central ha tenido menor volatilidad de los precios macroeconómicos, tipo de cambio nominal y real. Por otro lado, la volatilidad de los términos de intercambio ha sido mayor para América Central.
- La región centroamericana ha logrado disminuir la deuda externa al PIB en el período considerado, pero ha aumentando la relación de la deuda externa de corto plazo al PIB, lo cual no es un resultado deseado y puede representar problemas de financiamiento del déficit fiscal de los países. También la región se ve superada por el resto de América Latina como destino de la inversión extranjera directa.
- Con los datos disponibles no es posible determinar una forma de desempeño superior, en términos de crecimiento económico, de los tipos de cambio fijos sobre los otros regímenes cambiarios.
- Encontramos evidencia estadística que apoya el efecto positivo que tiene en el crecimiento económico la inversión al PIB, el ambiente macro estable y la mejora en los términos de intercambio para toda América Latina. El efecto de la apertura sólo es significativo para el área centroamericana y las Antillas.

**Gráfico 2.1**  
**PESOS DE LOS PAÍSES DE AMÉRICA CENTRAL**  
**SEGÚN ALGUNOS INDICADORES**



**Gráfico 2.2**  
**EL PESO DE AMÉRICA CENTRAL EN AMÉRICA LATINA**



- Consideramos que para el tamaño de América Central contar con 5 o 6 monedas puede no ser conveniente, ya que no se aprovecha la economía de escala necesaria para el uso efectivo de la política monetaria dada la información de PIB per cápita y PIB territorial. Además los mercados de divisas pueden ser fácilmente alterados por participantes fuertes, lo que provocaría sobrerreacciones en el tipo de cambio si éste tuviese mayor flexibilidad. Este punto se amplía en el siguiente capítulo.

## CAPÍTULO III

## LOS REGÍMENES CAMBIARIOS EN CENTROAMÉRICA: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

*“...las crisis cambiarias en Centroamérica son también interesantes porque los países de esta región (con excepción de Nicaragua) parecen haber alcanzado mayor estabilidad en su tipo de cambio que la mayoría de sus vecinos latinoamericanos. De hecho, algunos países centroamericanos lograron mantener un tipo de cambio fijo con respecto al dólar por un período de tiempo largo. En Honduras, por ejemplo, la paridad fija duró más de siete décadas!”<sup>20</sup>*

En este capítulo se cubren algunos de los tópicos más relevantes en la discusión de los regímenes cambiarios en la región centroamericana. Se analizan algunos de los costos y beneficios asociados a las distintas alternativas cambiarias, además de otros elementos que suelen acompañar el debate en la región.

Introducimos el capítulo con una reseña histórica de las condiciones económicas de la región.

### 3.1 HISTORIA DE LOS REGÍMENES CAMBIARIOS EN CENTROAMÉRICA

En esta sección se hace una breve reseña de la evolución de las condiciones económicas y cambiarias de los países de Centroamérica en las últimas décadas. Los datos a los que se tuvo acceso nos permite analizar alguna información económica para el área centroamericana a partir de la década de los sesenta. La evolución de la política cambiaria, y en general de la situación económica de los países centroamericanos presenta tres períodos bastante similares entre los cinco países:

*Las décadas de los 60 y 70.* Centroamérica se destacó por su estabilidad macroeconómica (mucho más clara en la década de los 60's), lo que contribuyó a que los cinco países lograran mantener exitosamente tipos de cambios fijos de facto. Gran parte de las más altas inflaciones que experimentaron los países en la década de los 70 se atribuye a los shocks petroleros de 1973 y 1979. No obstante, Bulmer Thomas (1989) se

refiere a este período como “la ilusión de una edad de oro”, en parte porque debajo de la fachada de estabilidad macroeconómica se escondían malestares de índole social que inevitablemente culminarían en las crisis políticas de los años 80.

*La década de los 80.* Centroamérica sufre la mayor turbulencia económica de las últimas cuatro décadas. La inestabilidad económica vivida en la época no solamente fue gatillada por los problemas internacionales que perjudicaron a toda América Latina, sino que además se sumaron graves problemas políticos internos en algunos de los países del istmo centroamericano.

Desde inicio de los 80, El Salvador fue azotado por una guerra civil que duraría toda la década. En Nicaragua, la caída del gobierno de Somoza en 1979, y la sustitución por el gobierno sandinista cambiaría la historia de ese país. Guatemala también sufrió las consecuencias de una guerra civil prolongada.

En palabras de Bulmer Thomas (1989), refiriéndose a la crisis de los 80's: “la baja cíclica más reciente (desde 1978/9) ha eliminado casi tres décadas de aumento en el PIB real per cápita en El Salvador y Nicaragua, dos décadas en Honduras, una y media en Guatemala y una década en Costa Rica. Estas reducciones claramente se comparan con las del decenio de 1930...”

Los siguientes gráficos muestran la trayectoria de dos de los indicadores económicos más importantes: inflación y crecimiento de producto, donde queda plasmada la dimensión de la crisis vivida en los países en esa década. De hecho Nicaragua forma parte de una lamentable lista de 18 países que experimentaron tasas de crecimiento del ingreso per cápita negativas entre 1960 – 1990<sup>21</sup>.

20 Traducción libre de Esquivel y Larraín (1999).

21 Barro y Sala – i – Martín (2001)

Gráfico 3.1  
INFLACIÓN 1960-2000

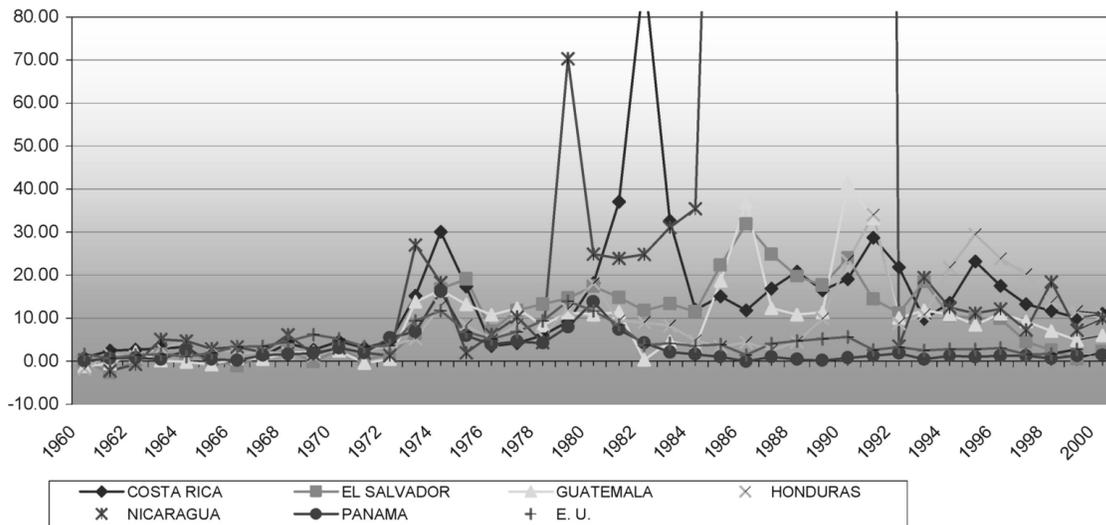
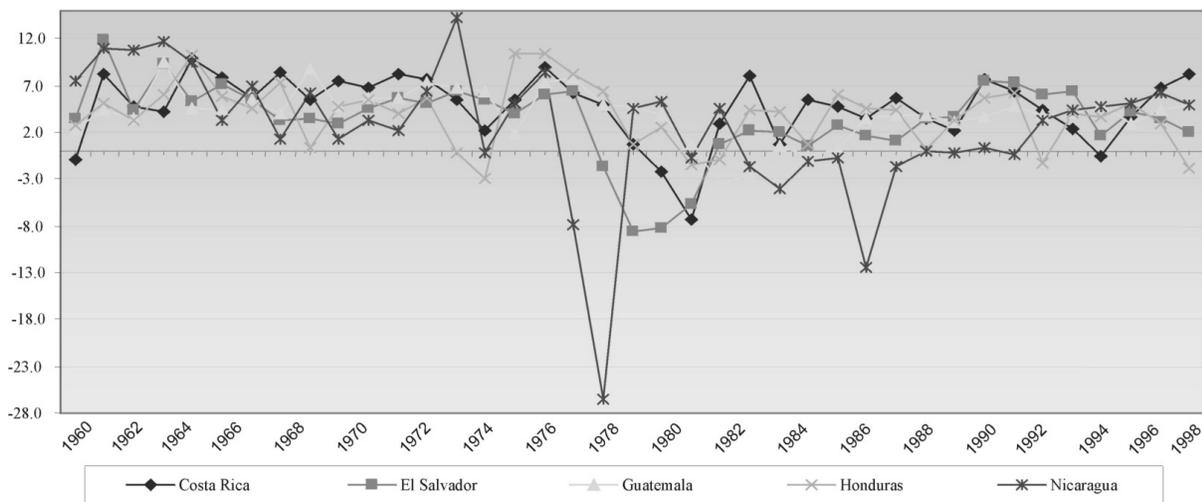


Gráfico 3.2  
TASA DE CRECIMIENTO 1960-1998



En el gráfico 3.1 se presentan las tasas de inflación para los cinco países de la región, Panamá y Estados Unidos, y en el gráfico 3.2 las tasas de crecimiento del producto desde el año 1960.

Las tasas de inflación se calcularon con los datos de IPC del FMI. Las tasas de crecimiento del producto se calcularon con datos de Global Financial Data Inc. y del Banco Central de Guatemala.

El cuadro 3.2 muestra tanto los niveles medios de la inflación, como su desviación estándar, medida de la volatilidad de la variable.

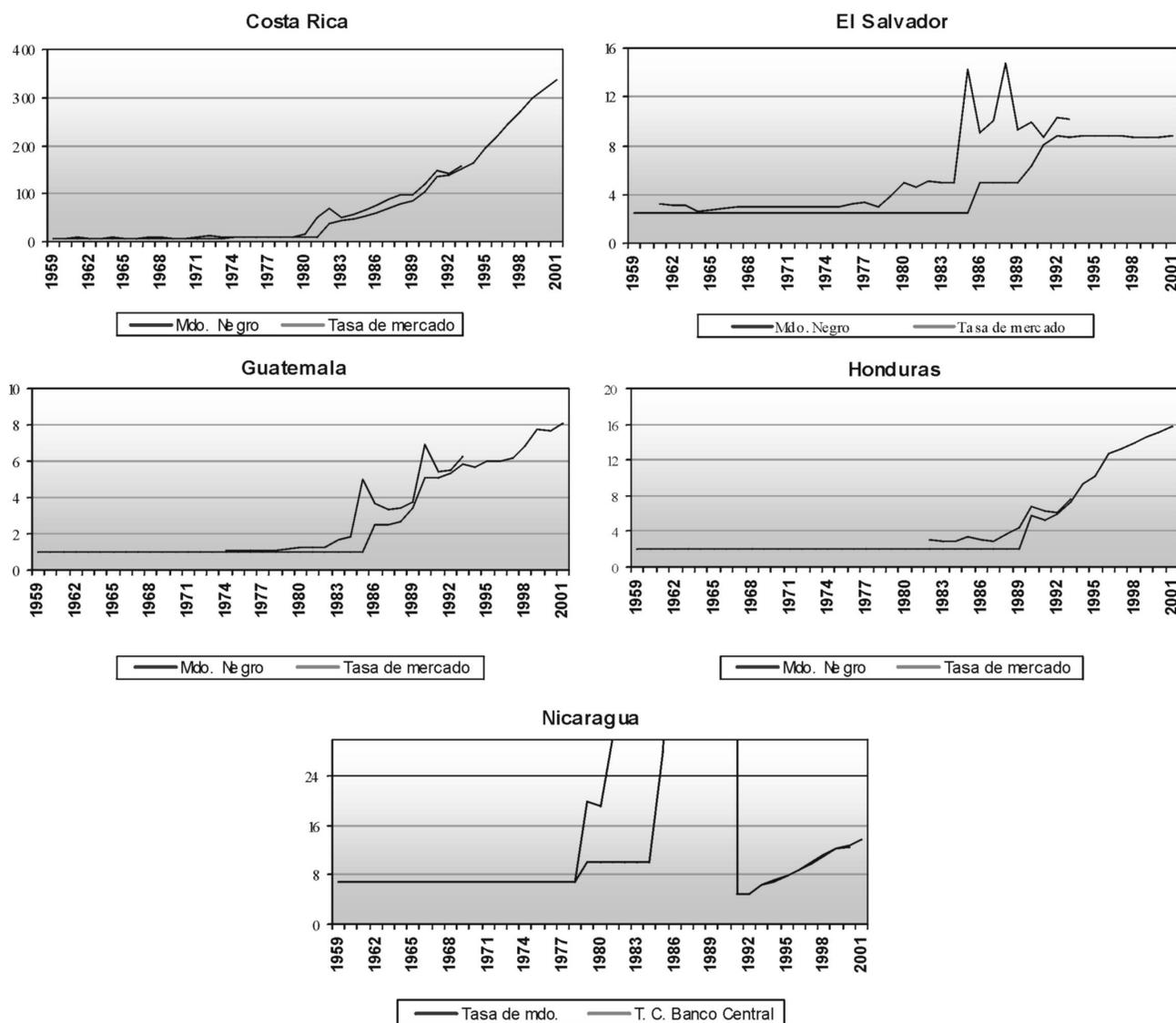
De ambos gráficos quedan claros los tres períodos antes mencionados. En particular, resalta la década de los ochenta por la presencia simultánea de inflaciones

altas y tasas de crecimiento volátiles y en varias ocasiones, negativas.

El mercado cambiario no fue la excepción a los problemas experimentados en la década de los 80's, y la crisis se manifestó, en algunos casos, en tipos de cambio fijos con insuficiencia de reservas por parte de los Bancos Centrales. El objetivo de esta política era evitar problemas de impago de la deuda externa. Como consecuencia de las regulaciones surgen mercados negros, lo que junto a la creación de tipos de cambios múltiples agravó las distorsiones en los mercados cambiarios.

En los siguientes gráficos se presenta la evolución para cada país del tipo de cambio oficial, y para

Gráfico 3.3  
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y DEL MERCADO NEGRO  
1960-2001



algunos años, conjuntamente se presenta la trayectoria del tipo de cambio del mercado negro<sup>22</sup>.

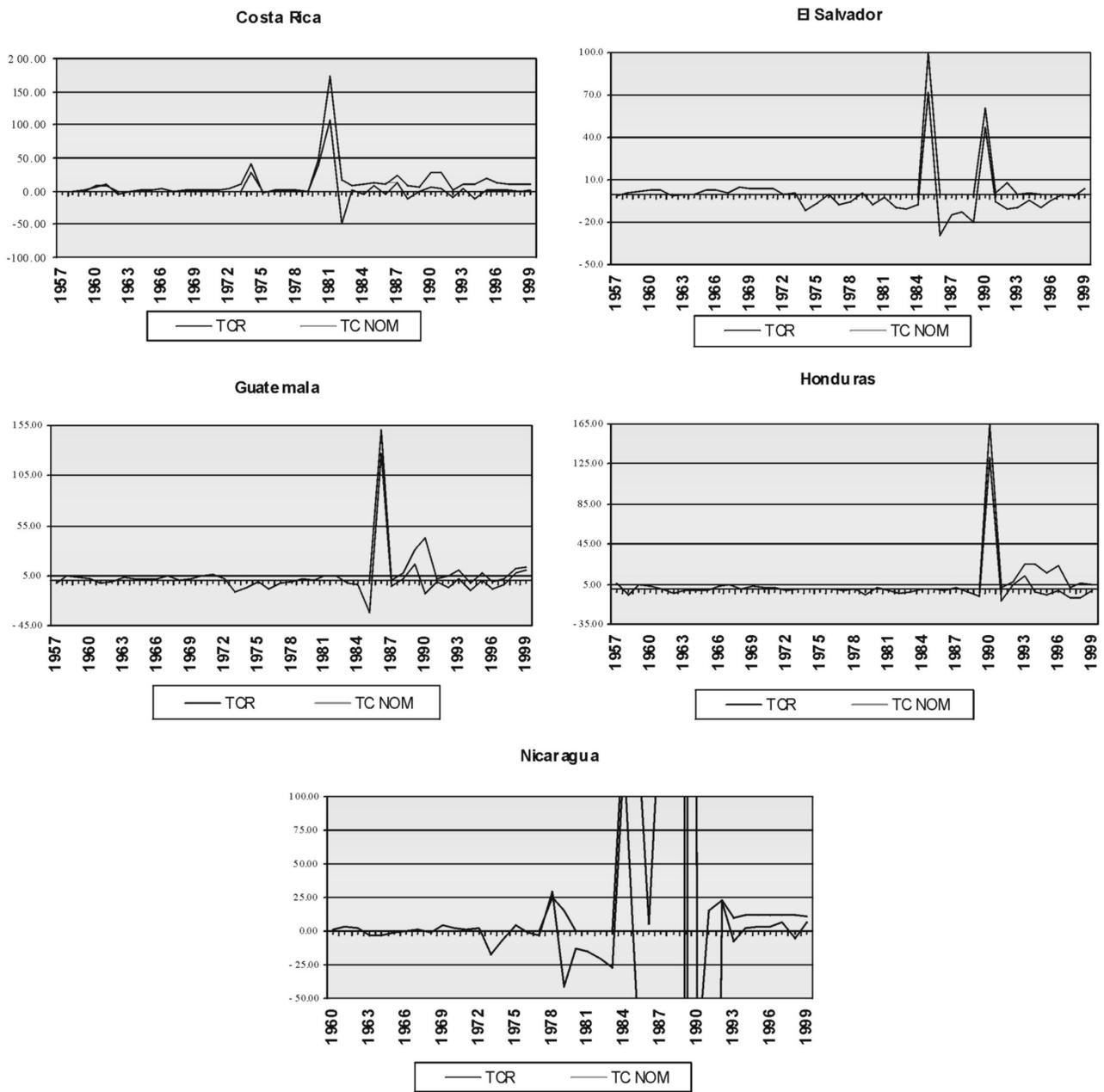
*La década de los 90.* Los países de Centro América emprenden el camino hacia reformas económicas, como condición para tener acceso a créditos de organismos internacionales. La situación política mejora a raíz de la firma de los acuerdos de paz en Guatemala en 1996 y en El Salvador en 1992. Con ello los países logran alcanzar mayor estabilidad macroeconómica, aunque, como se concluyó en el capítulo anterior, no todos los

países resultan ser igualmente exitosos lo que se traduce en diferencias en el desempeño de crecimiento económico. Nicaragua todavía se encuentra muy rezagado, y con un alto nivel de endeudamiento; y Honduras todavía se encuentra en proceso de reconstrucción después del huracán Mitch. En ambos países persisten niveles de ingreso per cápita muy bajos, y niveles de pobreza alarmantes. Costa Rica, por el contrario, ha mantenido su estabilidad social y económica, lo que queda plasmado en su desempeño económico e indicadores sociales.

En lo referente a los regímenes cambiarios, Guatemala, Nicaragua y Honduras transitaban durante los 90 hacia regímenes de tipo de cambio flexible con intervención por parte de la autoridad monetaria.

22 Los datos del tipo de cambio de mercado negro están disponibles hasta 1993, probablemente porque después de ese año desaparecen las discrepancias entre ambos tipos de cambio. Fuente: IFS.

Gráfico 3.4  
VARIACIÓN PORCENTUAL DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL



Costa Rica fue el primer país de la región en abandonar su régimen de tipo de cambio fijo, y desde el año 1982 mantiene su sistema de minidevaluaciones anunciadas.

El Salvador mantiene desde 1994 un tipo de cambio fijo sin un compromiso explícito a defenderlo por parte de la autoridad monetaria, y a partir de enero

del año 2001 con la “Ley de Integración Monetaria” el tipo de cambio se fija por ley<sup>23</sup>.

En Guatemala la Ley de Libre Negociación de Divisas permitió a partir del 2001 la contratación libre en dólares.

En el gráfico 3.4 se muestra la variación porcentual tanto del tipo de cambio nominal como del tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos para

23 La ley también obliga a que la unidad de cuenta del sistema financiero sea el dólar y prohíbe nuevas emisiones monetarias al BCR.

**Cuadro 3.1**  
**PROMEDIO Y DESVIACIÓN ESTÁNDAR**  
**DE LA INFLACIÓN POR DÉCADAS**

	Crec. del PIB en los 60`s		Crec. del PIB en los 70`s		Crec. del PIB en los 80`s		Crec. del PIB en los 90`s	
	Media	Desv. Std.						
Costa Rica	2.2	2.3	6.8	4.6	27.1	23.9	16.7	6.9
El Salvador	0.6	1.7	9.9	7.3	19.4	7.6	9.2	7.2
Guatemala	1.0	2.1	9.4	7.7	12.8	10.8	14.0	16.9
Honduras	2.2	2.5	7.8	5.0	6.8	3.4	19.6	10.3
Nicaragua	2.5	2.7	14.5	21.3	3769.1	10481.1	1444.7	4240.9

**Cuadro 3.2**  
**PROMEDIO Y DESVIACIÓN ESTÁNDAR**  
**DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO POR DÉCADAS**

	Crec. del PIB en los 60`s		Crec. del PIB en los 70`s		Crec. del PIB en los 80`s		Crec. del PIB en los 90`s	
	Media	Desv. Std.						
Costa Rica	6.1	3.036	5.7	2.582	2.5	4.456	4.6	2.935
El Salvador	5.7	2.974	3.3	4.849	0.1	3.839	3.2	2.218
Guatemala	5.2	2.249	5.9	1.74	1.0	2.745	4.1	0.746
Honduras	5.0	2.692	4.8	4.493	2.5	2.631	3.1	2.862
Nicaragua	7.0	3.900	1.0	11.2	-1.2	4.873	3.2	3.158

cada uno de los países de Centro América<sup>24</sup> para el período 1957-1999<sup>25</sup>.

La evolución del tipo de cambio real es muy similar a la de la inflación y el tipo de cambio: un período de estabilidad en la variable en los 60 y 70, seguido de la turbulencia en los 80 y finalmente una tendencia a que se reduzca la variabilidad del tipo de cambio real en los 90.

24 Para la construcción de la variación porcentual del tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos simplemente se utilizó la siguiente fórmula:  $D\% \text{ tcr} = D\% \text{ tc nominal} + \text{inflación USA} - \text{inflación del país}$ . Fuente de los datos: FMI y Banco Central de Nicaragua

25 Sin embargo, el tipo de cambio real definido usando índices de precios al consumidor, como se ha hecho tiene la desventaja de no ser una medida exacta de la competitividad del país, esto por cuanto el IPC incorpora una buena proporción de bienes no transables en la definición de la canasta. Lastimosamente para estos países no se cuentan con índices de precios industriales, que sería una variable que reflejaría de forma más precisa la competitividad del país. A pesar de esto, el debate sobre el índice de precios apropiado está inconcluso.

## CENTROAMÉRICA EN LA ACTUALIDAD: UNA REGIÓN HETEROGÉNEA

Comenzamos enfatizando una de las conclusiones a las que se llegó en el capítulo 2: en Centroamérica persisten diferencias en el desempeño macroeconómico de los países que deben tomarse en cuenta, (sobre todo a la hora de abordar la posibilidad de adoptar una moneda única para la región) y que pueden indicar que las recomendaciones de política cambiaria tenderán a variar dependiendo de las condiciones particulares de cada país.

En el cuadro 3.3 se presentan algunos indicadores principales que ilustran las diferencias y similitudes de los países de la región.

Centro América es todavía una región donde los indicadores sociales presentan serios retrasos en comparación con el promedio para América

Latina, a excepción de Costa Rica, país que sobresale por sus bajos niveles de pobreza, altos niveles de educación y salud, que lo mantienen en un lugar privilegiado dentro del índice de desarrollo humano de las Naciones Unidas.

En el otro extremo se encuentran Nicaragua y Honduras, dos de los países más pobres del Continente. Como podemos observar de la tabla, estos países muestran aún indicadores macroeconómicos deficientes (inflaciones de dos dígitos, altos niveles de endeudamiento), así como indicadores sociales deteriorados.

Guatemala y El Salvador pueden clasificarse como países que han logrado alcanzar estándares aceptables en sus variables macroeconómicas, pero con niveles de desarrollo social bastante pobres.

### 3.2 ANÁLISIS DE LOS REGÍMENES CAMBIARIOS

En esta sección se realiza un análisis de algunos de los aspectos que caracterizan los regímenes cambiarios de la región. Se parte analizando el grado de intervención

**Cuadro 3.3**  
**INDICADORES ECONÓMICOS**  
**Y SOCIALES DE CENTROAMÉRICA**

Variable	CR	ES	GT	HN	NI
Tasa de crecimiento del producto <sup>a/</sup>	3.7	3.5	4.0	3.2	5.0
Tasa de inflación <sup>b/</sup>	13.4	4.7	7.4	16.9	11.0
CC/PIB <sup>c/</sup>	-5.1	-3.0	-4.6	-3.4	-37.7
Deuda Pública Externa/PIB <sup>d/</sup>	20.7	21.1	13.7	61.9	276.6
Déficit del gobierno central/PIB <sup>e/</sup>	-2.3	-2.1	-3	-3.6	-12.3
Ranking en el índice de desarrollo humano <sup>f/</sup>	41	95	108	107	106
Producto per cápita en dólares <sup>g/</sup>	8860	4344	3674	2340	2279
Porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza <sup>h/</sup>	11	38	58	53	50

<sup>a/</sup> Promedio 1995-2000 según datos de la SIECA

<sup>b/</sup> Promedio 1995-2000 según datos de la SIECA

<sup>c/</sup> Datos provisionales para el año 2000 de la SIECA

<sup>d/</sup> Datos provisionales de la SIECA para el año 2000

<sup>e/</sup> Datos provisionales de la SIECA para el año 1999. Incluye donaciones.

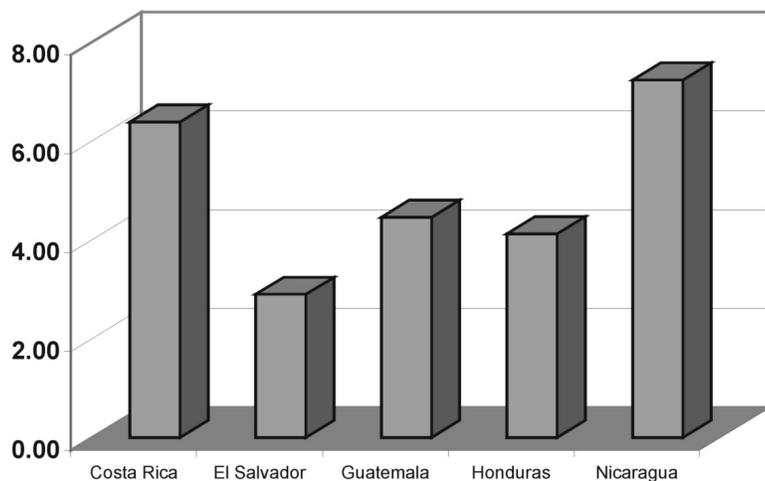
<sup>f/</sup> Corresponde al índice de desarrollo humano de las Naciones Unidas para 1999 e incluye 162 países.

Fuente: página de las UN: [www.undp.org](http://www.undp.org)

<sup>g/</sup> Corresponde al producto per cápita ajustado por la paridad del poder de compra para el año 1999. Fuente: [www.undp.org](http://www.undp.org). El promedio para los países en desarrollo es 3530 dólares.

<sup>h/</sup> 1989 – 1994. Fuente: Boletín Estadísticos del FMI para Guatemala, 1999.

**Gráfico 3.5**  
**VARIACIÓN PORCENTUAL PROMEDIO**  
**DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y NETAS**



período 1998-2001. Se utilizó esta serie porque durante ese período la política cambiaria se mantuvo relativamente estable en los cinco países de Centroamérica.

Los datos que se utilizaron son los publicados por el Consejo Monetario Centroamericano.

La teoría señala que el empeño de un Banco Central por mantener cierta trayectoria del tipo de cambio nominal se refleja en la volatilidad de las Reservas.

En teoría, con tipo de cambio flexible puro sería nula la variación en las Reservas.

En el gráfico 3.5 se muestra el valor absoluto de la variación porcentual mensual promedio de las Reservas para cada país durante el período ya antes mencionado.

Nicaragua claramente es el país en el que el stock de Reservas presenta en promedio una mayor variación mensual, del 8%, muy por encima de El Salvador, con una variación media de 2.9%.

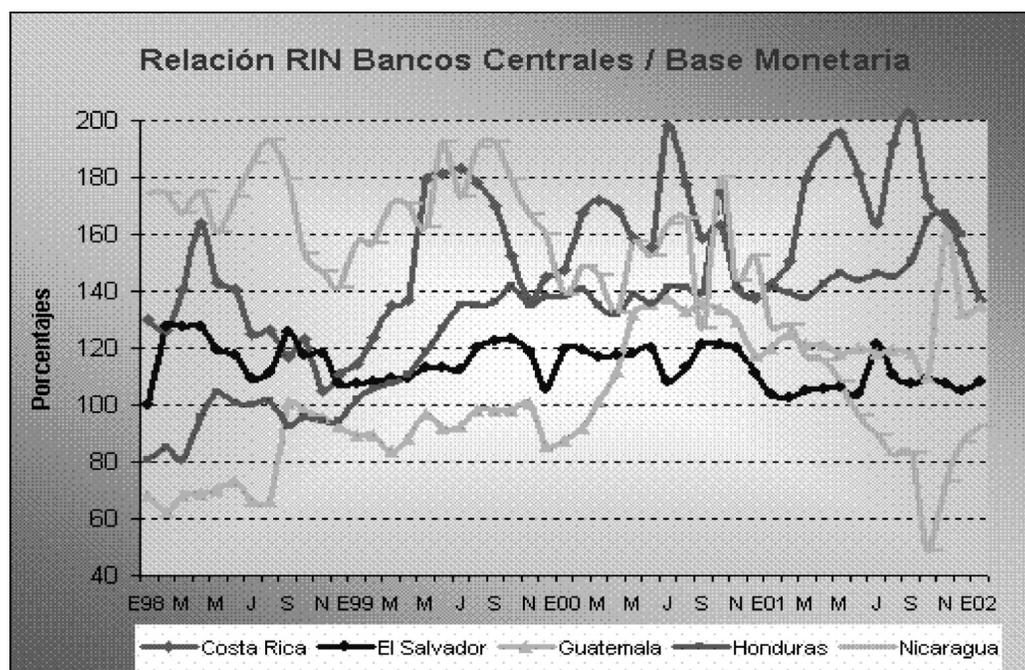
El resultado anterior es importante por la siguiente razón: un mayor grado de intervención en los mercados cambiarios se traducirá en mayor incertidumbre sobre la trayectoria de esta variable. Adicionalmente, tales intervenciones discretionales pueden tener efectos importantes en el tipo de cambio real. En otras palabras, cuando es la autoridad monetaria y no el mercado el que está fijando los niveles de tipo de cambio, la posibilidad de tales desalineamientos pareciera ser mayor.

Estos países presentan el síntoma de lo que Calvo y Reinhart (2000) han denominado “miedo a flotar”, es decir, una intervención constante en los mercados cambiarios, que hace que prácticamente se comporten como países con tipo de cambio fijo, con la desventaja que no aprovechan al máximo los beneficios que una fijación creíble les otorgaría.

La deficiencia que tiene este tipo de medición de la intervención es que descarta la posibilidad de que las Reservas varíen por factores ajenos a la intervención en el mercado cambiario. En la práctica, el pago de la deuda externa, la entrada de divisas por procesos de privatización, serían algunos de los eventos que generarían cambios en las Reservas de estos países y que no estarían ligados a la intervención en el mercado cambiario.

El gráfico 3.6 ilustra de mejor manera el comportamiento de los Bancos Centrales en pro de mantener la estabilidad cambiaria. Como se observa, la mayoría de países (siendo Nicaragua la excepción) han mantenido un stock de reservas suficiente para compensar la base monetaria (por encima de 100) en los últimos dos años.

Gráfico 3.6



Fuente: Consejo Monetario Centroamericano (<http://www.cmca.or.cr>)

A simple inspección se observa una mayor estabilidad de la razón de Reservas a Base Monetaria en El Salvador, y una disminución en esta razón para Nicaragua, lo que puede atribuirse a las elecciones presidenciales que se efectuaron a fines del 2001 en ese país.

### 3.2.1 La relación con el tipo de cambio real

La mayoría de estudios realizados hasta la fecha encuentran que uno de los mayores beneficios que otorgan los regímenes de tipo de cambio creíblemente fijos es la disminución en la volatilidad del TCR. Dicho de otra forma, con un tipo de cambio fijo el precio relativo de los sectores transables y no transables es más estable, con lo que aumenta la certidumbre sobre la rentabilidad de los sectores económicos. Esto debiera traducirse en mayor comercio e inversión para los países<sup>26</sup>.

Para analizar si los países de Centroamérica presentan diferencias en la volatilidad del tipo de

cambio real, se realizó una regresión en la que la variable dependiente es el valor absoluto del cambio porcentual mensual en el tipo de cambio real bilateral definido por el Consejo Monetario Centroamericano.

Las variables explicativas son: una variable dummy que toma el valor de 1 para el caso de El Salvador, y otra variable dummy que toma el valor de uno para el caso de Costa Rica.

La justificación teórica para la inclusión de ambas variables es la siguiente:

- Para el caso de Costa Rica, el sistema de minidevaluaciones sigue una regla tal que pretende mantener el tipo de cambio real estable (la devaluación se realiza en base a diferencias de tasas de inflación doméstica e internacional), por lo que a priori esperaríamos que el coeficiente de esta variable sea negativo, es decir, que el sistema cambiario lleve a una menor volatilidad del tipo de cambio real.
- Para el caso de El Salvador, en el que el tipo de cambio se ha mantenido fijo, también esperaríamos que la volatilidad del tipo de cambio real sea menor, ya que, como recién se mencionó, la mayoría de autores encuentra evidencia favorable a menor volatilidad del tipo de cambio real asociada a regímenes de tipo de cambio fijo.

El período que abarcó la muestra es enero de 1998 hasta agosto del 2001. De los resultados de esa regresión, los coeficientes para ambos países tienen signo negativo

26 Entre los estudios más conocidos se encuentran los de Mussa (1986), Eichengreen (1988). Sin embargo, autores como Kent y Naja (1998) argumentan que la volatilidad del tipo de cambio real bajo regímenes flexibles no es sustancialmente mayor que la que resulta de un esquema de tipo de cambio fijo.

y estadísticamente significativo, lo que se interpreta como que Costa Rica y El Salvador en realidad presentan una menor volatilidad en el tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos para el período analizado en comparación con el resto de países. Es importante destacar que el sistema de tipo de cambio fijo seguido por El Salvador tiene el mismo efecto que el sistema de minidevaluaciones de Costa Rica: reduce la volatilidad del tipo de cambio real.

### *La transmisión de las devaluaciones al tipo de cambio real*

Otro tópico importante en la discusión de los regímenes cambiarios es el estudio de la relación entre devaluaciones y tipo de cambio real. Ello por cuanto el atractivo de poder llevar a cabo devaluaciones se reduce en la medida que ésta se desvanezca rápidamente en aumentos de precios y que por ende, no tenga un efecto significativo en la competitividad del país (medida por el tipo de cambio real).

Para estudiar esta relación para el caso de Centroamérica el procedimiento que se utilizó fue el siguiente:

- Se tomaron datos mensuales desde enero de 1957 hasta octubre del año 2000 de tipo de cambio, e índices de precios para cada uno de los países de Centroamérica y para Estados Unidos.
- Se procedió a calcular el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos para cada país definido de la siguiente manera:  $TCR_i = \frac{EP^*}{P_i}$

Donde E: tipo de cambio nominal expresado como número de unidades de moneda local por dólar.

$P^*$ : índice de precios al consumidor de Estados Unidos.

$P_i$ : Índice de precios al consumidor del país  $i$ .

- Finalmente se estandarizaron los índices tomando el año 1995 como año base para cada país.
- Se utilizaron vectores autorregresivos (VAR) para analizar la relación entre tipo de cambio real y tipo de cambio nominal<sup>27</sup>. Se incluyeron 6 rezagos, es decir, la posibilidad de que el tipo de cambio

nominal tenga un efecto de hasta seis meses en el tipo de cambio real bilateral.

El resultado que se obtuvo fue que el tipo de cambio real no guarda una relación estadísticamente significativa con el tipo de cambio nominal. En otras palabras, el tipo de cambio nominal pareciera no tener un efecto significativo en el tipo de cambio real inclusive en el muy corto plazo (6 meses ó menos).

Esta conclusión se repite para todos los países analizados. (Ver resultados en el anexo de regresiones).

En un estudio de la CEPAL se analiza en Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras, la relación entre el tipo de cambio real y una serie de variables, entre las que se encuentra las devaluaciones<sup>28</sup>. El resultado que se obtiene es que en todos los casos las devaluaciones mostraron ejercer un efecto positivo y estadísticamente significativo en el tipo de cambio real. Sin embargo, esta variable presentó una elasticidad baja, lo que refleja el bajo impacto de las devaluaciones sobre el tipo de cambio real.

### **3.2.2 La importancia de la autonomía en la política monetaria**

Cuando se realiza la pregunta de cuál es el principal costo de la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo, la respuesta de la mayoría de analistas de la región es la pérdida de la autonomía de la política monetaria. En esta sección analizamos si renunciar a tal herramienta representa un gran sacrificio para los países de Centroamérica.

En teoría, un régimen cambiario más flexible debería servir como arma para ayudar a suavizar las fluctuaciones de la actividad económica. En este sentido, esperaríamos a priori que en los países con mayor flexibilidad cambiaria la tasa de interés tenga un comportamiento procíclico si es que la autoridad monetaria tiene como objetivo la reducción de la volatilidad en la actividad económica.

Para estudiar este punto se corrieron regresiones para cada país, donde la variable dependiente es la tasa de interés activa publicada por el CMCA<sup>29</sup> con diferentes rezagos y la variable explicativa es la variación porcentual de la tendencia – ciclo del IMAE, definido por la misma institución.

La incorporación de los rezagos refleja la posibilidad de que la autoridad monetaria de cada país actúe bajo el supuesto que la política monetaria opera con rezagos que en promedio oscilan entre uno ó 2 trimestres<sup>30</sup>.

En la siguiente tabla se presentan los coeficientes con su respectiva significancia estadística.

27 El enfoque de VAR resulta útil cuando las series presentan causalidad bilateral, tal es el caso de las series de TCR y tipo de cambio nominal.

28 CEPAL (2000).

29 Consejo Monetario Centroamericano (<http://www.cmca.or.cr>)

30 “Algunos estudios recientes señalan, para la política monetaria, un primer efecto (pequeño) sobre el producto a los 2–3 trimestres, con un máximo a los 8–12 (Rosebaum 1985, Romer y Romer 1989)”. (Argandoña 1996)

Cuadro 3.4 VARIABLE DEPENDIENTE: VARIACIÓN PORCENTUAL DE LA TENDENCIA – CICLO DEL IMAE			
	Tasa de interés del período	Tasa de interés con tres meses de rezago	Tasa de interés con seis meses de rezago
Costa Rica	0.15*	0.10*	0.01
El Salvador	0.33*	0.16	0.04
Guatemala	-0.40*	-0.40*	-0.36*
Honduras	-0.11	-0.16*	-0.18*
Nicaragua	0.06*	0.06*	0.01

Los coeficientes que aparecen con asterisco (\*) se interpretan como que la variable explicativa es estadísticamente significativa a un nivel de significancia del 5%. El período de la muestra es enero de 1998 a agosto del 2001.

Los resultados se interpretan de la siguiente manera:

- Las tasas de interés activas para el caso de Costa Rica, El Salvador y Nicaragua exhiben un comportamiento procíclico para el período analizado, es decir que la tasa de interés sube en períodos que la actividad económica es pujante (reflejado por una mayor variación del IMAE), y baja la tasa de interés cuando la actividad económica está estancada. Este resultado se deriva a partir de los coeficientes positivos y estadísticamente significativos que se encontraron para estos países (0.15, 0.33 y 0.06, respectivamente).
- Para el caso de Guatemala existe evidencia de un comportamiento anticíclico de la tasa de interés, inclusive siendo estadísticamente significativo con 6 meses de rezago.
- Honduras seguiría un patrón similar al de Guatemala, con la diferencia que la tasa de interés contemporánea no guarda relación significativa con el IMAE.

En Stein y otros (1999) se realiza un test similar, con el objetivo de analizar la reacción de las tasas de interés reales al componente cíclico del producto, medido como la diferencia entre la producción industrial actual y su componente cíclico de tendencia. Los países analizados fueron Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Panamá, con datos mensuales entre 1986 y 1999. Los resultados obtienen un comportamiento anticíclico y significativo para el caso de Panamá y El Salvador (ambos con *hard pegs*); procíclico en Costa Rica y neutral en Guatemala.

En otras palabras, un comportamiento procíclico significa en este caso que las tasas de interés tienden a ser más altas cuando el producto está por debajo de su nivel de tendencia.

A continuación se replican los resultados encontrados en ese estudio:

Cuadro 3.5 VARIABLE DEPENDIENTE: TASA DE INTERÉS REAL DOMÉSTICA DE CORTO PLAZO <sup>31</sup>			
	Constante	GAP entre producción actual y de tendencia	No. de observaciones
Costa Rica	0.22	-89.33*	156
El Salvador	5.10*	10.03*	61
Guatemala	-0.88*	-2.72	73
Panamá	5.89*	23.53*	48

En todo caso, los resultados de Stein parecen confirmar la idea de que la mayor flexibilidad cambiaria para los países centroamericanos no ha colaborado a reducir la volatilidad de los ciclos económicos.

En el mismo estudio (Stein y otros 1999) se analizan otros costos asociados a la pérdida de independencia monetaria. En particular, se estudian los efectos de movimientos en la tasa de interés internacional sobre la tasa de interés doméstica bajo distintos regímenes cambiarios. En teoría, regímenes más flexibles permitirían aislar de mejor manera las tasas de interés nacionales de las internacionales.

Sin embargo, los autores citan evidencia que contradice tal predicción teórica, ya que algunos estudios encuentran que mayor flexibilidad cambiaria en los países de América Latina no se traduce en mayor autonomía de las tasas de interés domésticas con respecto a cambios en la tasa de interés internacional.

En definitiva, los resultados de ese estudio apoyan la idea de que los costos asociados a la pérdida de autonomía monetaria para el caso de los países de Centroamérica serían muy pequeños, ya que la mayor flexibilidad cambiaria de algunos de los países de la región no se traduce en una política monetaria anticíclica.

Adicionalmente, en Cáceres (2001) se estudia la respuesta de las tasas de interés activas de los sectores bancarios a cambios en las tasas de los mercados cambiarios, y se concluye que, para el caso de El Salvador esta respuesta es muy lenta, a la vez que en

31 Las variables con asterisco (\*) son estadísticamente significativas al 5%.

Guatemala es inexistente. Esto significaría que el uso de política monetaria pierde su atractivo en vista que la efectividad de la transmisión es prácticamente nula.

Se puede concluir que la evidencia apunta a que la pérdida de política monetaria que acompañaría a la adopción de régimen de tipo de cambio fijo es un costo irrelevante para los países de la región.

### 3.2.3 La pérdida del señoreaje asociada a la dolarización

En el estudio “Pasado, Presente y Futuro del Proceso de Integración Centroamericano”<sup>32</sup> se realiza una estimación de la importancia de recursos en concepto de señoreaje a los que renunciarían los países si éstos optan por adoptar la dolarización.

En este estudio se distingue entre dos tipos de señoreaje:

- El “señoreaje acervo” que refleja el costo de adquirir los dólares necesarios para sustituir la moneda nacional por la divisa extranjera.
- El “señoreaje flujo” que se puede medir ya sea con la pérdida de intereses sobre activos que se colocan en territorio nacional o extranjero; o a través del poder de compra de la emisión monetaria.

En el Cuadro 3.6 se muestran los cálculos para éstos dos tipos de señoreaje estimados en el estudio.

A partir de esta información se puede concluir que los países que perderían más por la dolarización en términos de señoreaje son Honduras y Nicaragua.

## 3.3 LA RELACIÓN CON LA POLÍTICA FISCAL

El tema fiscal suele vincularse a la discusión cambiaria en cuanto a que la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo significa que el único instrumento disponible para el control de la actividad económica es la política fiscal. Además, este elemento es particularmente importante para el caso centroamericano, ya que como se verá en el siguiente capítulo, muchos analistas tienden a considerar que resolver el tema fiscal debería ser una de las prioridades de política económica.

En este sentido, se percibe a la política fiscal como fuente de inestabilidad en las economías, y puede ser un elemento importante para explicar cierta reticencia a sugerir cambios en la política cambiaria. Dicho de otra forma, muchos opinan que una política

**Cuadro 3.6**  
**PARTICIPACIÓN DEL SEÑOREAJE 1980 – 1999**  
**(PROMEDIOS)**

	Señoreaje acervo como proporción del PIB	Señoreaje flujo como proporción del PIB
Costa Rica	4.0	1.5
El Salvador	3.7	1.9
Guatemala	4.1	1.5
Honduras	5.9	2.2
Nicaragua	5.5	2.1

fiscal adecuada es un prerrequisito para la adopción de la dolarización.

En los últimos años, algunos países de Centroamérica han intentado sustituir deuda interna por externa previniendo un flujo de caja más favorable al pagar menores intereses y contar con horizontes de pago mayores. Sin embargo, esa medida no es de uso infinito. Al respecto, la discusión de si importa o no el monto del déficit fiscal en una eventual dolarización, conduce a 2 posiciones: Una plantea que es irrelevante dado el tamaño de las economías centroamericanas; así, el uso de deuda externa para cubrir el déficit fiscal, no provocaría ningún “*crowding-out*” en el sector privado al no afectar la tasa de interés. La otra postura plantea la preocupación de la restricción presupuestaria intertemporal de un país en la que se puede llegar un momento en que “el mundo” no esté dispuesto a seguir financiando el gasto de un gobierno.

También en la discusión de cómo solucionar los problemas de déficit fiscal surge la idea de la privatización. Sin embargo, es cuestionable la privatización en ese sentido, ya que éstas se tienen que justificar por razones de eficiencia económica y no para solucionar excesos de gasto del gobierno. Es más, la presión por obtener ingresos por privatizaciones puede llevar a privatizar incumpliendo la premisa de la eficiencia económica y sin utilizar un proceso transparente de licitación. Esto podría culminar en el simple traslado de un monopolio público a uno privado, y aumentar la corrupción y el desencanto por la labor fiscal.

Si bien es cierto la política fiscal de los países parece no cumplir un rol de estabilización del ciclo económico, también se puede argumentar que el desempeño fiscal de los países de la región tampoco ha sido excesivamente imprudente (en comparación con otros vecinos latinoamericanos).

En todo caso, el propósito de esta sección no es dictar si los países de la región cuentan con las características fiscales apropiadas para emprender reformas en materia cambiaria, sino exponer los vínculos

<sup>32</sup> Trabajo publicado por las Naciones Unidas y la CEPAL, noviembre 2001.

fiscales – cambiarios que suelen surgir, y presentar la complejidad de la discusión.

Como se verá en el siguiente capítulo, el énfasis en el tema fiscal obliga a introducirlo de alguna forma entre los temas a considerar en la discusión cambiaria.

### 3.4 CONCLUSIONES

- Centroamérica sigue siendo una región heterogénea: Costa Rica muestra indicadores de calidad de vida mucho más elevados que el resto de países.
- Sin embargo El Salvador y Guatemala han logrado alcanzar estabilidad macroeconómica en la última década.
- Los países han llevado a cabo un importante grado de intervención en sus mercados cambiarios. Ello se deduce a partir de la variabilidad observada en las Reservas Internacionales en poder del Banco Central de Reservas, la cual ha sido más alta para Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua, en comparación con El Salvador, país con régimen de tipo de cambio fijo.
- El alto grado de intervención en los mercados cambiarios puede tener efectos negativos en la economía a través de mayor incertidumbre, y de la posibilidad de que tales intervenciones generen distorsiones en el tipo de cambio real.
- Se encontró evidencia a favor de una menor variabilidad del tipo de cambio real para Costa Rica y El Salvador.
- Una menor variabilidad del tipo de cambio real es deseable por cuanto es probable que la mayor certeza sobre la rentabilidad de los sectores genere efectos positivos en la inversión y el comercio.
- El sistema de minidevaluaciones de Costa Rica no es superior al sistema de tipo de cambio fijo de El Salvador para lograr menor variabilidad en el tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos, en el período analizado.
- No encontramos evidencia de que exista una relación estrecha entre tipo de cambio nominal y tipo de cambio real, lo cual significa que las devaluaciones parecen no tener un efecto de aumento en el tipo de cambio real, inclusive en el corto plazo.
- La evidencia parece señalar que perder la autonomía en materia de política monetaria no es un costo muy alto para los países de Centroamérica, el señoreaje pareciera ser un costo más importante asociado a una dolarización.
- La política fiscal puede jugar un papel importante en atrasar cambios importantes en la política cambiaria y monetaria.

## CAPÍTULO IV

LA CONSULTA A LOS DIFERENTES SECTORES SOBRE EL TEMA CAMBIARIO<sup>33</sup>

*...No tenemos una opinión a priori en cuanto a nuestra reacción al concepto de la dolarización.... A nuestro parecer, no sería apropiado para las autoridades de Estados Unidos extender su red de supervisión bancaria, ofrecer acceso al redescuento de la Reserva Federal, o ajustar las responsabilidades de supervisión bancaria o los procedimientos o la orientación de la política monetaria estadounidense por la decisión de otro país de dolarizar su sistema monetario<sup>34</sup>.*

En esta sección se documenta la opinión sobre el tema cambiario que tienen diversos analistas de la región centroamericana. Los tópicos que se abordan son: la conveniencia de contar con un sistema cambiario común en el área; la percepción de los costos y beneficios de cada alternativa cambiaria; el vínculo con otros temas económicos e institucionales tales como la estabilidad macro, la competitividad de la economía, la conducción y efectividad de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias; así como el desempeño del mercado laboral y del financiero. Para obtener la información se diseñó una encuesta con preguntas ligadas a cada uno de estos temas<sup>35</sup>.

El objetivo era tratar de encuestar la mayor cantidad de analistas de la región que de alguna manera cumplan con uno o más de los siguientes criterios: conocedores de temas económicos; generadores de

opinión en la población; vinculados con la toma de decisiones de política económica; y afectados en su actividad empresarial por las decisiones de política cambiaria que se adopten en el país.

Queremos dejar en claro que no es posible afirmar que los resultados de la encuesta reflejen con un determinado margen de confianza las opiniones de cada país o del área centroamericana. No se buscó encontrar resultados que muestren la opinión del ciudadano promedio de cada país, lo que habría requerido definir un tamaño de muestra apropiado por país. En cambio, el enfoque consiste en realizar una encuesta a profundidad, dirigida a un grupo de la población conocedora de los temas involucrados.

El análisis de la información obtenida se realizará de la siguiente forma:

Primero se presentan los rasgos generales de los encuestados, posteriormente, la opinión de los encuestados con respecto a los siguientes aspectos:

- Percepción de la estabilidad macroeconómica
- Opinión sobre la competitividad.
- Calidad de las instituciones (Mercado laboral, financiero y capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia).
- Opinión sobre la conducción de la política económica (Opiniones sobre el desempeño de la política fiscal, la política monetaria y cambiaria,

33 En este capítulo hay que reconocer el apoyo y colaboración de un grupo de personas. Por un lado Elías Ventura e Ignacio Rodríguez por sus habilidades en Excel. Por otro, Pablo Rodas, Silvia Rodas y Paula Tobías de ASIES, que enviaron la encuesta a su base de direcciones electrónicas. Waldo Jiménez, y María Teresa Deras, que también colaboraron enviando direcciones electrónicas. Finalmente agradecemos a las 73 personas que contestaron la encuesta, y aunque no podemos citarlos a todos por razones de confidencialidad, al menos mencionaremos a quienes accedieron a poner su nombre en la encuesta: María C. Castro Mazariegos, René Hernández Cáceres,

César Enríquez, Marlon Jerez, Carlos Imendia, Donald Briones, Carlos Acevedo, Sigfrido Lee L., Geovanny Barboza Ramírez, Edwin Eduardo Vega Araya, Jorge Arturo Fallas Madrigal, Gustavo Adolfo Rodríguez, Gustavo Ortega y Fernando Estrada. Para todos el agradecimiento por su paciencia en llenar una encuesta tan larga.

34 Robert Rubin, Secretario del Tesoro de Estados Unidos. Discurso ante la Escuela de Estudios Internacionales Avanzados, Washington D C, 21 de abril de 1999.

35 Las personas interesadas en la encuesta, pueden solicitarla a los autores.

y las prioridades que se perciben de política económica).

En la siguiente sección se presenta la percepción de los encuestados con respecto a los costos y beneficios asociados a diferentes regímenes cambiarios.

Finalmente, se señala la recomendación de los encuestados con respecto al rumbo que debería seguir la política cambiaria de su país y se evalúa la opción de una Centroamérica integrada monetariamente.

#### 4.1 RASGOS GENERALES

La encuesta fue contestada por 73 personas, de los cuales 85% son hombres.

La mayoría de las observaciones provienen de Guatemala (20) y El Salvador (19); luego Costa Rica (14) y finalmente Honduras y Nicaragua, con 10 observaciones cada uno.

Como podría preverse dada la naturaleza del tema cambiario, la mayoría de los encuestados son economistas, luego les siguen los ingenieros y los administradores. En la categoría de otros se incluyeron las siguientes carreras: Ciencias Jurídicas y Sociales, Sistemas de Información, Contaduría Pública y Relaciones Internacionales.

Algunos de los ingenieros y administradores tienen una especialización en economía y trabajan como economistas (en especial los ingenieros).

Para clasificar los lugares de trabajo de los encuestados se crearon 9 categorías que se presentan en el cuadro 4.1.

Vale la pena destacar que 48 de los encuestados afirma, ya sea que en su trabajo se genera opinión en la ciudadanía sobre temas económicos, o que en éste se diseñan las políticas económicas del país, sólo en 5 casos no hay relación directa con el tema cambiario.

Una presentación con mayor detalle de las instituciones representadas por los encuestados se muestra en el cuadro 4.2.

De los anteriores cuadros se explica el alto porcentaje de las respuestas dirigidas a las alternativas de generar opinión ciudadana y diseño de políticas; básicamente por las observaciones que provienen principalmente de Universidades-Centros de Investigación y del Banco Central-Ministerios respectivamente.

Como vemos, los lugares de trabajo de los encuestados reflejan el nivel de conocimiento de los mismos con respecto al tema cambiario.

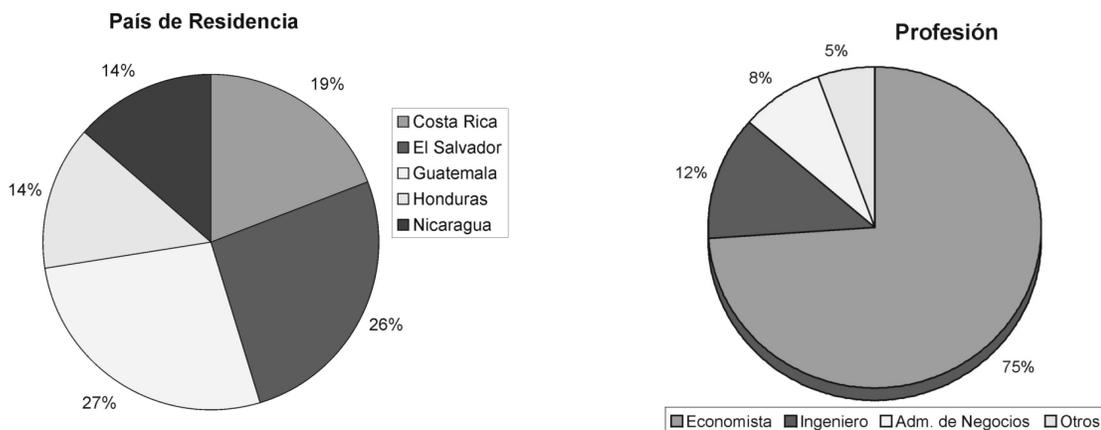
Al preguntarles a los encuestados la razón por la cual tienen interés en el tema cambiario, la mayoría coincidió en que su interés principal en el tema cambiario recaía en que se consideran personas interesadas en el rumbo de la economía; la segunda alternativa elegida fue el hecho de tener cuentas de ahorro en dólares en el país de residencia –esa razón fue elegida con mayor “intensidad” en Costa Rica y en Nicaragua–.

Otro indicador de la calidad de las respuestas es el alto nivel académico de quienes la contestaron: el 57% tiene un grado de maestría y un 11% doctorado.

Otro indicador útil para ponderar la calidad de las repuestas es la experiencia profesional de los encuestados, que se refleja en parte, en las edades de los mismos. El 51% de los encuestados tiene entre 31 y 40 años, un 21% entre los 41 y 50 años, y 10% tiene más de 51 años.

En las secciones siguientes los resultados de la encuesta aparecen en una serie de cuadros, donde se presentan los puntajes asignados a cada una de las alternativas evaluadas según el tema analizado. Los puntajes aparecen consolidados por el área centroamericana y de forma separada por cada país y están comprendidos en una escala de 0 a 10, siendo 10 el puntaje máximo posible.

Gráfico 4.1



Cuadro 4.1

Actividad del lugar de trabajo/profesión	Admón. de Negocios	Economista	Ingeniero	Otros	Total
Exportadora	1	2	1	1	5
Utiliza servicios financieros internacionales	1	8			9
Es actividad exportadora e importadora a la vez	1	1			2
Exportadora e importadora y utiliza servicios financieros	1		1	2	4
Genera opinión en la ciudadanía sobre los temas económicos	2	23	1		26
Diseña las políticas económicas del país		16	5	1	22
No hay ninguna relación con el tema cambiario	4	1		5	22
Total	6	54	9	4	73

Cuadro 4.2

Institución que representa/profesión	Admón. de Negocios	Economista	Ingeniero	Otros	Total
Banco Central		10	4		14
Bancos Comerciales		3			3
Instituciones Autónomas		5	1		6
ONG	1	1	1	3	
Universidades y Centros de Investigación	2	13	1		16
Instituciones, Bancos y Agencias					
Multilaterales de Desarrollo		5			5
Empresa Privada	3	9	1	1	14
Ministerios del Gobierno		5	1	1	7
Gremiales	1	3		1	5
Total	6	54	9	4	73

## 4. 2 LA OPINIÓN SOBRE LOS TEMAS ECONÓMICOS, INSTITUCIONALES Y DE CONDUCCIÓN DE POLÍTICA

### 4.2.1 Los temas económicos

#### 4.2.1.1 La estabilidad macro

Como indicador de la estabilidad macro se utilizará la percepción del comportamiento de la inflación en cada país centroamericano. Los puntajes de las alternativas de la pregunta en cuestión se presentan en el cuadro 4.3.

La principal percepción a nivel centroamericano (columna CA) es que la inflación ha estado en los últimos años en niveles deseables. Ello por cuanto ésta es la alternativa que recibe mayor puntaje (10),

seguida por la alternativa de que debería reducirse (5.3).

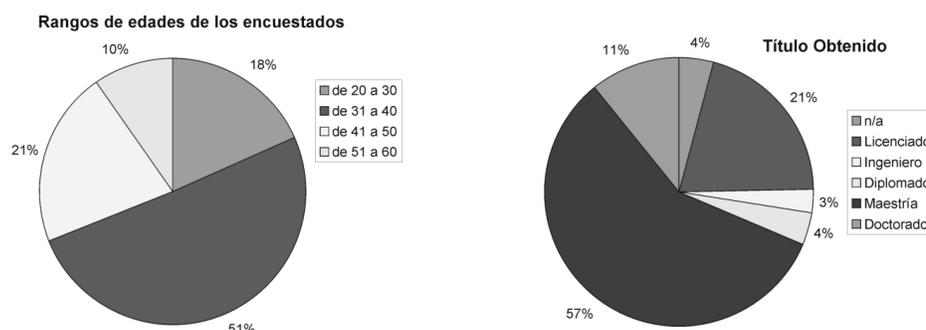
Sin embargo, es importante conocer el grado en que todos los países comparten la percepción anterior, y por ello se han agregado columnas para cada país. Claramente se observa que en El Salvador, Guatemala y Nicaragua la alternativa más elegida es que la inflación ha estado en niveles deseables, pero que en El Salvador tal apreciación es mucho más fuerte que en los otros dos países. Dicho de otra manera, en El Salvador existe un mayor consenso con respecto a ese resultado entre los analistas. Como se observa en el cuadro, las siguientes alternativas en El Salvador tienen puntajes sumamente bajos a diferencia de los otros países.

En Honduras y Costa Rica, por el contrario, la opinión predominante es de inconformidad con los

Cuadro 4.3  
PUNTAJES ASIGNADOS ANTE EL TEMA DE LA INFLACIÓN

Percepción de la inflación	CA	CR	ES	GT	HN	NI
15.a: Es uno de los principales problemas del país	4.8	7.3	0.1	7.2	<b>10.0</b>	2.1
15.b: Ha estado en niveles deseables	<b>10.0</b>	6.3	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	3.5	<b>10.0</b>
15.c: Debería reducirse	5.3	<b>10.0</b>	0.7	6.3	6.7	5.0

Gráfico 4.2



resultados en materia de inflación. Por una parte, en Costa Rica la alternativa con mayor puntaje es que la inflación debería reducirse; mientras que en Honduras el mayor puntaje lo obtiene la primer opción: que la inflación es uno de los principales problemas del país. Para profundizar el análisis de las diferencias entre países se utilizó una prueba de varianzas y se encontró que el comportamiento de El Salvador es estadísticamente diferente al resto de países. Esto significa que el grado de consenso que existe entre los encuestados de El Salvador con respecto a que la inflación se encuentra en niveles deseables, no es compartido por los otros países.

En los comentarios recibidos sobre la inflación, existe acuerdo sobre los beneficios de una inflación

baja y predecible. Sin embargo, también se cita la posibilidad de un “trade off” entre inflación y actividad económica, o que la inflación baja se logre a costa de pérdidas del Banco Central.

#### 4.2.1.2 La competitividad:

Con respecto al tema de la competitividad, un primer resultado que hay que destacar es la unanimidad en la opinión de los analistas en reconocer que existen mejores maneras de aumentar la competitividad de los países sin recurrir a las devaluaciones, por ejemplo a través de mejoras a la infraestructura.

Uno podría pensar que la elección de esta alternativa es algo que se esperaba a priori, ya que la aspiración a tener “una mejor infraestructura” es algo natural. Sin embargo este resultado también nos revela la demanda por parte de los encuestados por medidas más permanentes para aumentar la competitividad.

En el cuadro 4.4 se presentan los puntajes de las alternativas consideradas excluyendo la alternativa de mejorar la infraestructura. Esta alternativa se excluyó para que el cuadro capture de mejor manera la percepción sobre si la política cambiaria ha tenido efectos positivos, neutros o nocivos en la competitividad.

En promedio para Centroamérica se concluye que la política cambiaria ha tenido efectos nocivos en la competitividad. Sin embargo debe considerarse que la “intensidad” del voto estuvo muy dividida, ya que prácticamente recibió el mismo puntaje la opción que ha sido positiva (10 versus 9.6).

Para todos los países, excepto Guatemala, parece que las opiniones son bastante mixtas, o sea, que no se ha llegado a un acuerdo en este tema. En Nicaragua, Costa Rica y Honduras aunque todos eligen que la política cambiaria ha tenido efectos positivos se encuentra puntajes “cercanos” evaluando la política como nociva, lo que transmite lo dividido de las opiniones. Para Guatemala en cambio, la idea de que la política cambiaria ha sido nociva tiene un puntaje mucho más alto que las alternativas restantes.

COMENTARIOS RECIBIDOS EN EL TEMA INFLACIÓN
1. No hemos logrado la meta de inflación de un dígito que hace tiempo buscamos como país.
2. La inflación debe reducirse a niveles internacionales.
3. Una inflación baja y controlada es conveniente para el país.
4. Aunque es alta (10%) es constante, expectativas claras
5. Se ha logrado reducir la inflación, pero no se valoran los beneficios de tal logro debido a que no ha aumentado el empleo ni el ingreso.
6. Mejor un poco de inflación (menos del 12%) y más crecimiento del PIB.
7. La inflación es relativamente baja pero a un alto costo en pérdidas operativas de la banca central, que en el futuro conlleva a mayores presiones inflacionarias y cambiarias.
8. La inflación es un problema serio que atenta contra la estabilidad y que el juego cambiario atenúa y agrava a la vez.
9. Se ha mantenido baja según el Gobierno, sin embargo la realidad que ve en el diario vivir de la población es más alta de lo indicado.
10. Depende en alto grado del comportamiento de las variables fiscales y ese es un tema no resuelto en Guatemala. Recientemente la inflación ha sido más alta que en años previos.
11. La inflación es un problema en el sentido de que se necesita una mejor medición

Cuadro 4.4						
El efecto de la política cambiaria en la competitividad ha sido:	CA	CR	ES	GT	HN	NI
14.a: neutro	6.8	2.7	<b>10.0</b>	4.2	5.5	5.0
14.b: nocivo	<b>10.0</b>	7.0	6.0	<b>10.0</b>	8.4	7.5
14.c: positivo	9.6	<b>10.0</b>	7.1	4.7	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>

Cuadro 4.5 PUNTAJES ASIGNADOS ANTE EL TEMA DEL DESALINEAMIENTO DEL TCR						
	CA	CR	ES	GT	HN	NI
43.a: El TCR está sobrevalorado	6.8	1.7	1.9	8.5	<b>10.0</b>	7.0
43.b: No se puede afirmar si existe un desalineamiento del TCR	<b>10.0</b>	4.3	9.4	<b>10.0</b>	7.5	9.3
43.c: Existe un desalineamiento, pero no es severo	8.9	<b>10.0</b>	6.6	5.3	6.0	8.0
43.d: La trayectoria del TCR no depende del sistema cambiario	5.4	0.9	<b>10.0</b>	2.4	3.8	<b>10.0</b>

El tema de desalineamiento del tipo de cambio real y el eventual perjuicio en la competitividad del país, se muestra en el cuadro 4.5. La alternativa que recibió mayor puntaje en Centroamérica es que no es posible afirmar con certeza si existe un desalineamiento del tipo de cambio real; y recibe también un alto puntaje la alternativa de desalineamiento no severo. Cabe destacar que para el caso de Costa Rica y El Salvador no se percibe un problema de desalineamiento severo.

En la primer sección se argumentó que los regímenes cambiarios en ambos países generan menor variabilidad del tipo de cambio real, y probablemente esto coincida con la percepción de los analistas de que, bajo estos esquemas es difícil que se genere una sobrevaloración severa. En particular llama la atención el caso de El Salvador, país con esquema de tipo de cambio fijo, que parece descartar desalineamientos en el tipo de cambio real.

El país que parece tener el escenario más claro es Costa Rica, ya que de forma mayoritaria se decidieron por la tercera opción (existe desalineamiento, pero no es severo), mientras que en los otros países el puntaje en segundo lugar es más cercano. Esto parece indicar la confianza de los analistas en el régimen cambiario de ese país; régimen que fija metas en el tipo de cambio

real, y que por ello es poco probable que se generen desalineamientos severos por períodos prolongados.

#### 4.2.2 Los temas institucionales:

Esta parte se desarrolla utilizando la información de cómo perciben los encuestados el funcionamiento de los mercados laboral y financiero, así como la evaluación que ellos hacen de la capacidad de rescatar al sistema financiero que tiene el Banco Central.

##### 4.2.2.1 El funcionamiento del mercado laboral

El tema laboral se evaluó con 8 alternativas que se podían agrupar en: es un mercado laboral con poco dinamismo; genera pocos empleos; presenta problemas de desempleo y subempleo; con regulación laboral que entorpece la creación de empleo; y con una tendencia a la baja en los salarios reales.

La alternativa de mayor puntaje en Centroamérica fue que “el mercado laboral requiere de fuertes reformas”, al igual que en Guatemala y Honduras. Como es usual, persisten diferentes percepciones entre países al calificar las alternativas. En Nicaragua pareciera que el problema laboral es más grave en comparación

Cuadro 4.6 PUNTAJES ASIGNADOS EN EL TEMA DEL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO LABORAL						
	CA	CR	ES	GT	HN	NI
17.a: El Mercado laboral requiere fuertes reformas	<b>10.0</b>	7.2	7.6	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	7.8
17.b: Se generan muy pocos puestos de trabajo	8.1	5.7	6.0	8.1	5.8	<b>10.0</b>
17.c: Es muy difícil conseguir empleo	4.7	3.8	3.9	2.1	3.8	9.8
17.e: Existen problemas serios de subempleo	8.6	3.7	<b>10.0</b>	8.2	5.8	8.5
17.g: La regulación laboral entorpece la generación de más empleos	4.5	<b>10.0</b>	3.8	2.0	2.9	1.5

COMENTARIOS RECIBIDOS EN EL TEMA LABORAL
1. Mercado poco flexible y tutelar, no apoya la competitividad del país.
2. Debe de flexibilizarse el mercado laboral sin generar costos sociales adicionales
3. Mercado flexible sólo es a la baja. Menos salario real no se ha traducido en más demanda laboral.
4. Se necesita capacitar la mano de obra y generar empleos de mayor valor agregado.
5. Es una economía poco productiva con salarios muy bajos reflejando una fuerza de trabajo ineficiente y mal utilizada.
6. Urge hacer cambios en nuestro Código de Trabajo de manera tal que sea compatible con el proceso de globalización mundial.
7. Disminuir los costos de contratación en términos de tiempo y tasas impositivas es primordial. Adoptar sistema privado de pensiones va también en ese rumbo
8. Es un mercado altamente competitivo sobre todo para la mano de obra no calificada. Somos un país receptor de "excedentes" de mano de obra. El efecto de la inmigración es notable, sobre todo en labores agrícolas (labores de cosecha, corta y recolección), construcción, seguridad privada y servicios domésticos.
9. Los problemas recesivos con inflación que atraviesan los países del área han hecho que por un lado se deprecien los salarios y por otro las fuentes de trabajo van en detrimento.
10. Partiendo que no existen estadísticas relativas al empleo se hace difícil conocer la realidad del mismo. Sin embargo, tomando en consideración a los empleados cotizantes al seguro social, se ha observado que el mismo ha caído como proporción de la PEA, lo cual evidencia una caída en el empleo en la década de los noventa.

con el resto de países, dadas las altas puntuaciones que obtienen las cuatro primeras alternativas.

#### 4.2.2.2 El sistema financiero

A partir del cuadro 4.7 se puede concluir que se percibe de forma mayoritaria en Centroamérica la necesidad de llevar a cabo fuertes reformas en el sistema financiero.

Es interesante observar que esa percepción es avalada por todos los países, excepto El Salvador

LOS COMENTARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO:
1. Actualmente no sirve como intermediario financiero y no contribuye al financiamiento de la inversión productiva. Es mas, el sistema bancario es el principal poseedor de la deuda bonificada del Gobierno y de la Banca Central.
2. Es uno de los sectores más beneficiados con la dolarización, esto último implica también la necesidad de fortalecer la regulación ya que no hay prestamista de última instancia. Es necesario hacer reformas para que el sistema financiero no abuse de su poder oligopólico.
3. Deben reformarse las leyes para evitar problemas de créditos vinculados y de esa forma hacer más sanas las cuentas de las instituciones bancarias.
4. Necesita fortalecerse para no aprovecharse del consumidor y dar mejores tasas para incrementar el ahorro.
5. Dada la estancación de la economía y la política cambiaria del país, debería haber un traslado real de baja en tasas de interés.
6. El sector financiero debería ser mucho más accesible para las PYMES, debe cambiar en el sentido de facilitar el acceso al crédito y podrían abrirse nuevas líneas de crédito específicas y con tasas bajas para las exportaciones.
7. Se requieren sistemas alternativos solidarios informales -al menos en el sector rural-
8. Debería en el caso del país haber una mayor regulación del Sistema Financiero por los entes oficiales, dado que este ha crecido en forma amplia sin los controles que se dan en otros países.
9. Supervisión de grupos regionales debe fortalecerse y reenfocar el tema de los microempresarios con otros esquemas de supervisión, más apertura de información para el público sobre el estado y dinámica de cada IFI.
10. En el caso de C.R. El sector financiero es el que ha realizado las mayores reformas, el quid del asunto reside en que no hemos definido el papel que deben desempeñar los bancos estatales dentro de la dinámica de desarrollo nacional, y en estos momentos no se diferencian sustancialmente de los bancos privados. Debe abrirse más a la competencia y eliminar distorsiones entre los bancos públicos y privados, inclusive privatizándolos y eliminando la garantía estatal a los depósitos.

**Cuadro 4.7**  
**PUNTAJES ASIGNADOS ANTE EL TEMA**  
**DEL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
16.a: Requiere fuertes reformas	10.0	10.0	6.9	10.0	10.0	10.0
16.b: Es un Mercado sólido	2.5	2.7	7.4	1.1	0.7	1.1
16.c: Va por buen rumbo	3.2	6.9	5.8	1.2	1.7	1.5
16.d: Ha tenido mayores ganancias con respecto al resto de la economía	5.4	5.3	10.0	4.0	5.7	1.7

donde esa alternativa es la tercera en orden de importancia.

A diferencia del resto de países, en El Salvador la percepción más sentida es que el sistema financiero es un sector que ha obtenido mayores ganancias relativo al resto de sectores de la economía. Por otra parte, los salvadoreños tienen una opinión más favorable acerca del funcionamiento de su sistema financiero que el resto de centroamericanos –dados los puntajes en 16.b y 16.c-

Esta situación parece similar en alguna medida en Costa Rica, dado el puntaje de la alternativa que el sistema financiero va por buen rumbo. Parece pues, que los costarricenses confían en que el sistema financiero mejore en el tiempo. En Guatemala, Honduras y Nicaragua tal esperanza no se alberga, dados los valores tan bajos para 16.c.

#### 4.2.2.3 La capacidad del Banco Central de rescatar al sistema financiero:

Esta capacidad está ligada al tema institucional de las economías porque hace referencia a la confianza que perciben los agentes económicos de una institución emblemática como lo es el Banco Central, en su capacidad de acción para supervisar y defender al sistema financiero ante problemas de iliquidez, solvencia y/o corridas bancarias. Hay que recordar que la pérdida de esa capacidad de prestamista de última instancia suele citarse como uno de los principales costos de un “*hard peg*”.

Para evaluar dicha capacidad se utiliza la siguiente secuencia: primero se cuestiona la importancia de un Banco Central como prestamista de última instancia, y luego, si existen alternativas para seguir cumpliendo esa función una vez el país ha renunciado a su capacidad de emitir dinero. El cuadro 4.8 evalúa la relevancia de contar con el prestamista de última instancia.

La principal alternativa a nivel centroamericano que justifica la necesidad de contar con el prestamista de última instancia es evitar potenciales quiebras bancarias, razón que es elegida en primer lugar en El Salvador y Guatemala. En Costa Rica, Honduras y Nicaragua, la percepción de la importancia del prestamista de última instancia es mayor para asegurar los depósitos del sistema financiero. En todo caso se puede afirmar que los encuestados aprecian la existencia del rol de prestamista de última instancia que puede llevar a cabo el Banco Central.

El cuadro 4.9 presenta los puntajes asignados a la posibilidad de recuperar la figura del prestamista de última instancia. La alternativa más relevante es la del manejo de un fondo de liquidez compuesto por los encajes y reservas internacionales que superen la base monetaria (46.c).

En resumen, de las preguntas analizadas se puede concluir que se identifica al Banco Central como una garantía del sistema financiero en la medida que utilice su función de prestamista de última instancia para evitar quiebras bancarias y que responda por los depósitos. De dónde deben salir los recursos para

**Cuadro 4.8**  
**PUNTAJES ASIGNADOS ANTE EL TEMA LA NECESIDAD DE**  
**CONTAR CON EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
44.a: Es necesario para evitar potenciales quiebras	10.0	8.0	10.0	10.0	7.5	6.8
44.b: Es necesario para asegurar los depósitos del sistema financiero	9.4	10.0	6.0	7.8	10.0	10.0
44.c: Su efectividad es muy reducida	7.2	5.7	6.2	7.2	9.6	3.6
44.d: La intervención del Banco Central termina agravando las crisis	6.2	2.8	4.8	8.2	10.0	2.5

**Cuadro 4.9**  
**LA POSIBILIDAD DE RECUPERAR EL PRESTAMISTA DE**  
**ÚLTIMA INSTANCIA EN UN PAÍS QUE YA NO EMITE SU PROPIA MONEDA**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
46.a: Es posible si se logra compartir señoreaje con Estados Unidos	4.5	5.3	4.3	4.9	0.0	4.6
46.b: Si existe un “Banco Central” centroamericano que asuma esa función endeudándose en el resto del mundo	6.5	4.7	4.5	5.6	10.0	10.0
46.c: Si cuenta con un fondo de liquidez generado por las exigencias de encajes a los bancos comerciales y la administración de reservas internacionales netas que exceden a la base monetaria	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	8.4
46.d: No existe posibilidad de recuperar esa función.	5.6	4.2	4.6	9.7	4.0	2.4



**Cuadro 4.11**  
**PUNTAJES ASIGNADOS AL DESEMPEÑO DE LA POLÍTICA FISCAL**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
18.a: No ha mostrado un rumbo ni coherencia definido	<b>10.0</b>	7.7	7.2	<b>10.0</b>	6.5	6.3
18.b: Es irresponsable porque siempre resulta en déficit fiscal	4.5	7.6	2.6	2.9	5.3	2.1
18.c: <i>Hay poco espacio o interés para mejorar la recaudación tributaria</i>	7.1	<b>10.0</b>	9.3	2.4	9.2	3.1
18.d: Ha demostrado históricamente un bajo compromiso para ordenar las finanzas públicas	7.5	8.2	<b>10.0</b>	3.3	8.1	5.0
18.e: Existen problemas de corrupción en el manejo fiscal	4.8	4.8	2.1	4.2	5.3	3.4
18.f: <i>Dadas las posibilidades de hacer política ha mostrado un buen desempeño</i>	2.5	3.1	3.6	0.5	3.3	2.5
18.g: <i>Los intentos por ordenar las finanzas públicas han sido infructuosos</i>	5.8	7.6	4.8	4.0	1.2	7.5
18.h: El gasto público depende demasiado del financiamiento externo e interno	6.0	5.5	4.6	2.0	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>

**Cuadro 4.12**  
**COMPARACIÓN ENTRE LAS**  
**OPINIONES POSITIVAS Y NEGATIVAS**  
**AL DESEMPEÑO DE LA**  
**POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA**

Críticas	CA	CR	ES	GT	HN	NI
"positivas"	3.7	9.2	2.0	3.0	2.6	5.5
"negativas"	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0

- La política monetaria y cambiaria no ha ayudado a reducir la volatilidad de variables económicas claves, es inestable y responde con lentitud, se ha centrado en defender el tipo de cambio y no se le encuentra un rumbo definido –alternativas 21.a, 21.c, 21.d y 21.f-.

Los resultados agregados por opiniones positivas y negativas muestran que en Costa Rica hay una opinión muy balanceada que difiere del resto de países: en promedio las opiniones positivas obtienen casi el mismo puntaje que las negativas. La mayor brecha

ocurre en El Salvador, es decir que existe un mayor acuerdo en ese país con respecto a que la política monetaria ha tenido un impacto negativo. En el cuadro 4.13 se observa que en El Salvador se le asignan las más bajas calificaciones a las opiniones positivas (que se encuentran en letra *cursiva*).

La alternativa preferida a nivel centroamericano es que la política monetaria y cambiaria ha estado demasiado focalizada en la defensa del tipo de cambio. Esa percepción se comparte como la principal en El Salvador, Guatemala y Nicaragua, en Honduras, en segundo lugar, y en Costa Rica apenas cuarto.

Honduras le achaca a la política monetaria el hecho de que no ha servido para atenuar las fluctuaciones de la producción del país. Esa razón ocupa un lugar importante en el resto de países situándose en segundo lugar en Costa Rica, El Salvador y Guatemala. En este caso, el resultado podría interpretarse como que los encuestados perciben un *trade off* entre defensa del tipo de cambio y control del ciclo económico, de tal manera que la mayor estabilidad cambiaria se ha logrado a costa de una mayor volatilidad en la producción.

**Cuadro 4.13**  
**PUNTAJES ASIGNADOS AL DESEMPEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
21.a: No ha servido para atenuar las fluctuaciones de la producción	6.9	7.6	5.8	5.5	<b>10.0</b>	2.3
21.b: Ha ayudado a reducir la volatilidad del producto y de las tasas de interés	4.9	<b>10.0</b>	3.1	3.9	4.7	2.3
21.c: Es muy inestable y responde con lentitud	3.2	5.2	0.2	2.1	6.0	4.6
21.d: Ha estado demasiado enfocada en la defensa del tipo de cambio	<b>10.0</b>	3.0	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	7.9	<b>10.0</b>
21.e: Ha tenido efectos positivos en la competitividad	3.5	7.3	0.5	2.1	3.0	6.9
21.f: No encuentro un rumbo definido de la política monetaria y cambiaria	2.7	3.2	1.7	2.4	5.6	0.0

Costa Rica es el país con el mayor grado de satisfacción en lo que se refiere al manejo de la

LOS COMENTARIOS AL DESEMPEÑO FISCAL SON:
1. Debe hacerse política de reducción del déficit fiscal y no financiamiento.
2. Corrupción, alto gasto y poca credibilidad para generar ingresos.
3. Se necesita mayor crecimiento económico y mejorar la administración tributaria, mayor combate al contrabando y a la evasión fiscal.
4. Si se mantuviese el esquema económico actual no hay problema de la deuda, pero si por un cambio de gobierno se descuida el gasto puede haber dificultades.
5. El problema fiscal tiene su principal problema en el lado de los ingresos donde existe muy baja recaudación y recién se han implementado algunas medidas que incrementan la coercitividad del estado para aumentar la recaudación. El gasto sobre todo el de carácter social y la inversión son tan bajos con relación al PIB que cualquier esfuerzo implica un mejor destino, sin embargo no se implementan controles ni se monitorea la calidad del mismo para verificar su impacto en el bienestar de la comunidad.
6. La política fiscal ejecutada en los últimos años ha sabido sobreponer una serie de problemas relacionados sobre todo con demandas de tipo salarial por parte de grupos de empleados públicos.
7. El manejo de la política fiscal ha sido "conservador" pero sin una adecuada coordinación con la monetaria.
8. Es un tema muy difícil en un país como Costa Rica, pero se va cerrando el cerco que obliga a agarrar el toro por los cuernos.
9. Actualmente se está haciendo mucho esfuerzo por mejorar el desempeño fiscal y me parece que se va a lograr bastante.
10. El problema de la corrupción en la evasión de impuestos se menciona, pero no tengo forma de sustentarlo como para opinar de ello.
11. El tema está demasiado manoseado y malinterpretado.
12. Aun cuando se firmó un Pacto Fiscal, existe poco interés en reducir la regresividad del sistema tributario y eliminar la corrupción.
13. La actual política fiscal es errática, responde más a objetivos políticos de corto plazo que a verdaderos objetivos de política a mediano y largo plazo.
14. Es expansiva mientras la monetaria es lo contrario. La monetaria sigue a la fiscal.
15. Lamentablemente el país no ha logrado establecer una política de Estado en materia fiscal.
16. Mayor simplificación y un mejor sistema de fiscalización (sistema IVA en toda la cadena de producción) así como impuesto al consumo sería recomendable introducir en Costa Rica.

COMENTARIOS RECIBIDOS A LA POLÍTICA MONETARIA:
1. La política monetaria no ha sido eficiente en la estabilidad de precios.
2. Ha contribuido en el pasado a mantener las tasas de interés altas.
3. La integración monetaria ha sido muy positiva para el país.
4. En el caso particular de Costa Rica, la política cambiaria del Banco Central pretende mantener un tipo de cambio real (no nominal) estable. No obstante, en la práctica la política monetaria ha estado en función de la cambiaria, es decir, de defender el régimen cambiario. Por decirlo de alguna forma, las necesidades en materia cambiaria, han definido, y definen la política monetaria. El tema da para más, pero creo que me llevaría más tiempo el exponer con detenimiento la experiencia costarricense.
5. Se ha avanzado en despoltizarla y por ende en convertirla en una variable de política económica.
6. Ineficaz para alcanzar efectos por la estructura del sistema financiero.
7. Con tipo de cambio semi fijo, no hay papel para la política monetaria, más que responder endógenamente para sostener la paridad. Eso es lo que ha hecho la política monetaria en Nicaragua.
8. La política monetaria y cambiaria ha estado focalizada hacia la estabilidad de precios y financiera del país.
9. El mantener un tipo de cambio estable como un fin ha sido el problema, pues éste es un medio de la política económica.
10. No obstante, con costos elevadísimos. La política monetaria (contractiva) se ha dedicado más bien a contrarrestar los efectos negativos generados por la política fiscal (expansiva).
11. Son de signo anti-inflacionario con baja competitividad y no estabilizadoras de la producción.
12. Demasiada tendencia al aumento en el tipo de cambio real, estimulando adicionalmente a la inflación.

política monetaria y cambiaria (elige en primer lugar una opinión positiva, 21.b). Nicaragua también valora un efecto positivo en la competitividad y ocupa el segundo lugar de país con menor brecha entre las opiniones positivas y negativas.

Una interpretación de los autores a las bajas calificaciones en el caso de El Salvador, es que la "memoria histórica" penaliza la opinión sobre el desempeño de la política monetaria reciente. En otras palabras, a pesar de que se reconoce que en la actualidad la inflación se encuentra en niveles deseables, se resiente las altas tasas de interés reales y el período de apreciación real que predominó en la década de los noventa.

**Cuadro 4.14**  
**PUNTAJES ASIGNADOS AL ORDEN DE OBJETIVOS DE POLÍTICA ECONÓMICA**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
23.a: Reducir la inflación	3.9	3.0	1.7	3.7	5.6	6.2
23.b: Solucionar el problema fiscal	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	6.0
23.c: Política más agresiva de fomento a la inversión extranjera y de creación de zonas francas	2.7	2.2	3.8	2.0	3.0	2.0
23.d: Que se reduzcan las tasas de interés reales	3.0	3.8	2.4	2.1	5.1	1.0
23.e: Reducir la deuda externa	2.2	1.7	1.0	1.3	2.8	5.2
23.f: Lograr una mayor confianza y credibilidad de la institucionalidad económica – sistema de seguridad, respeto a la propiedad privada, disminución de la corrupción -	8.5	3.6	9.5	9.9	7.9	<b>10.0</b>
23.g: Mayor inversión en educación y salud	4.5	2.9	7.2	4.4	4.0	2.2
23.h: Estabilidad de las principales variables económicas	3.9	1.8	2.6	7.1	2.9	2.7

#### 4.2.3.3 Las prioridades de política económica:

El orden de las prioridades de política económica percibida por los encuestados se presenta en el cuadro 4.14:

A partir del cuadro anterior, queda claro que dos alternativas acaparan las mayores puntuaciones: solucionar el problema fiscal, y otorgarle mayor confianza y credibilidad a la institucionalidad.

En Costa Rica las opiniones apoyan con claridad la alternativa de solucionar el problema fiscal, y a diferencia del resto de países de la región, la alternativa de las mejoras institucionales obtiene un puntaje bajo. En realidad, todas las alternativas con excepción de la 23.b reciben puntajes muy bajos en Costa Rica.

El Salvador, Guatemala y Honduras coinciden en que las prioridades son el problema de finanzas

públicas y lo institucional. Nicaragua considera que su objetivo más relevante es lo institucional, disminuir la inflación y luego el logro de una política fiscal prudente.

Es importante resaltar el papel tan predominante que tiene el tema fiscal en la agenda de prioridades percibidas. Como se dijo en la sección anterior, la política fiscal puede tener un efecto importante de desalentar cambios en las decisiones cambiarias. Esto puede interpretarse como que será demasiado riesgoso dar un paso hacia un esquema de “*hard peg*” sin antes llevar a cabo las reformas necesarias en materia fiscal. El mal sabor del fin de la Caja de Convertibilidad Argentina parece haber acentuado las restricciones inherentes a un sistema de este tipo, en el que la política fiscal imprudente eventualmente llevará a que el sistema colapse.

#### COMENTARIOS RECIBIDOS:

1. Los principales objetivos, son: 1. Lograr una mayor tasa de crecimiento real de la economía del país. 2. Lograr una distribución más equitativa del crecimiento real de la economía del país.
2. El objetivo final es estabilidad de precios pero debe de iniciarse por depurar las finanzas públicas.
3. Creo que todos son importantes en este momento.
4. La deuda interna es el problema más serio en Costa Rica.
5. El Banco Central tiene sus objetivos muy claramente definidos, los cuales no siempre son coincidentes con los del resto de las autoridades económicas. Por lo general se dice que el objetivo de la política económica es promover el crecimiento y desarrollo económico. Para ello es deseable la estabilidad de precios, la cual se le encomienda al Banco Central.
6. Me parece que es mejor aumentar la libertad económica
7. Paguemos los impuestos y elevemos la productividad sistémica.
8. Aplicación de políticas para el fomento y desarrollo agropecuario.

### 4.3 LA OPINIÓN SOBRE LOS SISTEMAS CAMBIARIOS

Se incluyeron preguntas para evaluar la percepción de los encuestados sobre diferentes regímenes cambiarios. Los principales resultados se resumen en el cuadro 4.15.

En general, se observó que en Honduras y Guatemala las preferencias se inclinan por aumentar la flexibilidad del tipo de cambio.

### 4.4 LA OPINIÓN SOBRE UN SISTEMA CAMBIARIO COMÚN EN CENTROAMÉRICA

Este es el tema crucial de la investigación, y todo lo que se ha analizado hasta ahora es un preámbulo que ha tenido como fin conocer el entorno de opinión de las condiciones económicas, institucionales y de política

<b>Cuadro 4.15. OPINIÓN SOBRE DIFERENTES REGÍMENES CAMBIARIOS</b>
<b>Tipo de Cambio fijo de facto:</b> A nivel centroamericano, la pérdida de flexibilidad de la economía se cita como el principal costo de adoptar un sistema de este tipo.
<b>Tipo de Cambio flexible:</b> La incertidumbre sobre la trayectoria del tipo de cambio se considera la principal desventaja de este esquema, ya que desalentaría planes de largo plazo en la economía. La razón detrás de este temor puede explicarse por la falta de mecanismos institucionales para defenderse de la volatilidad. En Stein (1999) se apunta la falta de cobertura a la exposición cambiaria en Centroamérica.
<b>Caja de Convertibilidad:</b> Goza de poca popularidad en la región, lo cual no es de sorprender dada la estridente crisis que se desató en Argentina a fines del 2001.
<b>Dolarización:</b> El beneficio más importante que se percibe de la dolarización es la reducción de las tasas de interés que está ligado a la eliminación del riesgo cambiario, algo que no se consigue con la Caja de Convertibilidad. Sin embargo Guatemala se distingue del resto de países en el hecho que, si bien es cierto la alternativa de la reducción de tasas obtuvo un puntaje alto, la eliminación de discrecionalidad en la política monetaria y cambiaria es el beneficio que se percibe como más importante. Adicionalmente, la pérdida de ingresos por señoreaje y la ausencia de un prestamista de última instancia reciben bajas puntuaciones, siendo el principal costo la pérdida de flexibilidad de la economía.
<b>Tipo de cambio flexible puro:</b> De los comentarios se observa que esta opción es considerada poco factible para los países de la región por la falta de experiencia que tienen los países con respecto a este tipo de esquema cambiario.
<b>Bandas Cambiarias:</b> A nivel agregado el principal costo percibido es el que se produce si la regla de devaluación está mal fijada y por ello produce desalineamientos del tipo de cambio real con respecto a su trayectoria de largo plazo. Esta alternativa es la que resulta más importante para el caso de Costa Rica y Guatemala.

económica que pueden conducir a una determinada recomendación cambiaria.

La información que se obtiene en esta sección es un valioso insumo para lograr el objetivo principal de dar una recomendación sobre un régimen cambiario común. Como un adelanto podemos resaltar que las apreciaciones del tema son notablemente variables entre los países de la región, donde, en general no se percibe que tener un sistema común sea una prioridad. Eso sí, se deja entrever por los comentarios que el dólar podría llegar a ser la moneda de uso común en Centroamérica, eso principalmente por una decisión privada la cual no necesita apresurarse.

El desarrollo sigue esta secuencia:

- Primero se pregunta ¿Cuál es su opinión de considerar Centroamérica como una AMO?.
- Segundo, ¿Cuáles son los costos y beneficios de contar con una moneda única en CA?. En este caso se habla de una moneda única sin pronunciarse por una en particular.
- Tercero, se le pone el nombre a esa moneda y se pregunta sobre los criterios bajo los cuáles la dolarización podría resultar adecuada, pregunta que se hacía tanto para el país del encuestado como para Centroamérica.
- Cuarto, producto de las reflexiones anteriores ¿Qué alternativa cambiaria le recomienda a su país?, y ¿Cuál le recomienda a la región?.

#### 4.4.1. ¿Cuál es su opinión de considerar Centroamérica como una AMO?

Lo que pretende esta pregunta es conocer si se tienen opiniones positivas, negativas o neutras sobre esa idea, y no abordar el tema de los criterios de convergencia que la literatura señala como requisitos de una AMO.

La pregunta se formuló así: “Indique cuáles argumentos considera más ciertos con relación a que Centroamérica sea un área monetaria óptima”, y se ofrecían 7 alternativas para revelar las preferencias en ese punto.

Esas 7 alternativas se podían agrupar en 3 categorías:

- Opinión neutra –la 22.a-.
- Opiniones negativas –la 22.b, 22.c y 22.d- y
- Opiniones positivas –la 22.e y 22.f-.

La idea de esa alternativa neutra es porque quiénes la elegían en realidad no estaban decidiéndose a favor o no de la AMO, sino que sólo citaban la premisa, muy razonable, del prerrequisito de una situación macro-económica similar entre los países al estilo de la Unión Europea. En las otras alternativas se forzaba a revelar opiniones favorables o contrarias al hecho de considerar Centroamérica como una AMO.

<b>Cuadro 4.16 CA Y CADA PAÍS: COMPARACIÓN ENTRE LAS OPINIONES NEUTRAS, NEGATIVAS Y POSITIVAS DE PENSAR EN CENTROAMÉRICA COMO UNA AMO</b>						
<b>Opiniones</b>	<b>CA</b>	<b>CR</b>	<b>ES</b>	<b>GT</b>	<b>HN</b>	<b>NI</b>
Neutra	7.6	4.6	7.0	10.0	4.0	4.3
Negativas	10.0	10.0	10.0	9.0	6.2	4.0
Positivas	8.6	2.9	7.8	6.8	10.0	10.0

**Cuadro 4.17**  
**PUNTAJES ASIGNADOS A LA OPINIÓN DE UNA AMO PARA CENTROAMÉRICA**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
22.a: Un prerrequisito es una situación macroeconómica similar entre los países (al estilo de la Unión Europea)	10.0	10.0	10.0	10.0	5.9	5.8
22.b: No lo considero conveniente dado el alto costo político	4.9	5.9	5.3	3.9	1.9	4.4
22.c: No considero conveniente la adopción de una moneda común para toda C. A.	2.4	6.0	0.6	1.7	1.9	1.7
22.d: Por la evidencia histórica no considero factible que C. A. se ponga de acuerdo para definir una moneda común, independientemente que esa moneda sea o no el dólar	6.8	9.7	8.3	4.2	5.3	1.8
22.e: Me parece una excelente idea que debería empezarse a analizar en la actualidad	8.2	2.7	9.1	5.6	10.0	10.0
22.f: Es una buena idea, pero que debe implementarse a más largo plazo	3.9	3.7	2.0	1.8	4.7	9.6
22.g: No tengo opinión en este tema	0.7	0.0	0.0	0.9	0.0	2.5

### COMENTARIOS RECIBIDOS

1. No existen las condiciones macroeconómicas ideales para crear en Centroamérica una unión monetaria.	8. Yo creo que en el sistema como Costa Rica, con mayor libertad de negociar en dos monedas
2. Economías distintas que no pueden aplicar misma moneda, políticas fiscales distintas, es a muy largo plazo.	9. La integración económica centroamericana está planteada en la dirección de establecer una área monetaria común.
3. El control de las finanzas públicas y alcanzar una reducción del déficit fiscal, similar en la región puede garantizar el seguimiento de un patrón monetario con moneda única.	10. La integración debe ser económica, social y política.
4. Eventualmente es factible, pero requiere de una serie de cambios y a la vez estudiar sus costos. Entre ellos, el determinar que el país pierda capacidad de utilizar una política monetaria autónoma y la posible exposición de choques externos, y políticas de ajuste, totalmente ajenos a la situación particular del país.	11. Tratemos con seriedad el tema de la convergencia macro sobre una visión de región a la que se aproximaría con metas comunes y sendas distintas según las posibilidades de cada país.
5. Existe muchísima inestabilidad entre nuestros gobiernos para pensar acaso en coordinar nuestra política monetaria	12. Debido a la globalización y al cada vez mayor comercio con Estados Unidos, Centroamérica se está convirtiendo en un área monetaria óptima "de hecho". Cada vez es mayor la importancia del US Dólar en las distintas economías. Si debería ser una política explícita de parte de los distintos gobiernos creo que todavía hay muchos obstáculos políticos que salvar antes de implementarse.
6. Costa Rica debería dolarizar su economía	
7. No tiene pies ni cabeza; para que?	

En ese ejercicio de revelar preferencias, se identifica 2 grupos de países, los negativos con Costa Rica y El Salvador, y los positivos: Honduras y Nicaragua. Guatemala se inclina por la alternativa neutra, aunque le da mayor puntaje a la categoría negativa. El cuadro 4.17 presenta los resultados para cada una de las alternativas.

Costa Rica y El Salvador son los más escépticos acerca de la capacidad de llegar a acuerdos en Centroamérica o simplemente muestran indiferencia

en el tema, precisamente por ser países que gozan de estabilidad macroeconómica y de ahí que puedan no percibir altos beneficios de la unificación monetaria. Honduras y Nicaragua por el contrario, demuestran una actitud marcadamente positiva por la idea de la AMO, lo que puede interpretarse como que estos países perciben altas ganancias de adoptarse este esquema. De esta forma, la posición de estabilidad de la que parten los países es un elemento importante en determinar su interés por esta opción.

#### 4.4.2 La percepción de los costos y beneficios de una sola moneda en Centroamérica

De nuevo, no se pregunta por el grado de cumplimiento de los criterios de convergencia, sino por las alternativas consideradas como costos o beneficios de contar con una moneda única. Las calificaciones a las alternativas consideradas los costos de una moneda única en Centroamérica, son:

La decisión de una moneda común genera 2 tipos principales de temores, perder una política económica independiente (25.a) y el no contar con la fortaleza fiscal en el área para auxiliar a los países en crisis (25.f). En el cuadro 4.19 se presentan los puntajes para los beneficios.

Los países de Centroamérica consideran que los mayores beneficios asociados a la moneda única son la mayor facilidad al comercio intrarregional y la integración de servicios financieros. Esas 2 razones

son el primer y segundo lugar, a excepción de Costa Rica, que pondera más la alternativa de mayor integración de los servicios financieros y en segundo lugar no considera que existan beneficios de tener una moneda única.

#### 4.4.3 La opción de dolarizar:

La pregunta asignada en este caso, era: “En su criterio la idea de una dolarización resultaría adecuada –tanto para su país como para Centroamérica–”. Esa pregunta contaba con 6 alternativas que intentaban evaluar lo que podríamos llamar los principales requisitos percibidos para llevar a cabo la dolarización. Las calificaciones asignadas a esas alternativas, son: Los puntajes revelan un patrón de respuestas similar entre Guatemala y Honduras: ambos países reparten su preferencia entre la necesidad de un superávit fiscal para cada país (26.b) y consideran que la

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
25.a: La pérdida de capacidad que tendría cada país de realizar políticas económicas independientes	9.6	<b>10.0</b>	6.5	6.8	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
25.b: Aumento de la vulnerabilidad de cada país de CA. ante la crisis de algún otro país centroamericano	6.7	7.8	5.8	7.2	4.5	2.8
25.c: Posibles conflictos regionales en la decisión de cuál país tendría el “Banco Central de C.A.”.	5.6	3.3	7.2	2.8	6.6	5.0
25.d: Las quejas de los exportadores de los países que contaban con devaluaciones de las monedas.	3.8	2.5	3.1	4.9	2.8	2.1
25.e: Que ocurran procesos migratorios entre los países centroamericanos.	1.7	2.1	1.8	1.2	0.7	1.7
25.f: Que no se cuente con la suficiente fortaleza fiscal a nivel de C.A. para auxiliar a los países que resulten más afectados de crisis internacionales.	<b>10.0</b>	8.7	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	6.4	6.7

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
25.a: Mayor turismo de centroamericanos en los mismos países de C.A.	1.6	1.5	1.0	1.3	3.8	0.8
25.b: Mayor facilidad para el comercio intrarregional	<b>10.0</b>	6.4	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
25.c: Mayor facilidad a la integración de servicios financieros	7.4	<b>10.0</b>	5.7	7.3	5.7	7.9
25.d: Mayor percepción de estabilidad lo que podría aumentar la inversión extranjera directa en la región.	6.0	4.8	6.5	4.1	5.7	7.6
25.e: Me parece el proceso para llegar a esa moneda única es muy complicado, por lo que esos beneficios nunca se tendrían.	2.8	4.6	1.1	4.3	3.6	0.0
25.f: No considero que se tengan beneficios por el hecho de tener una moneda única.	2.0	8.1	0.3	2.2	0.5	0.0

## COMENTARIOS RECIBIDOS:

1. En el caso de la creación del peso centroamericano como moneda común se tuvo el problema de la liquidación, esto es, cuando Nicaragua tuvo problemas de pago ya no liquidó y los países restantes tuvieron que absorber dicha deuda.
2. Difícil, especialmente porque Costa Rica sigue su propio rumbo.
3. El beneficio no es la constitución de una moneda única sino la armonización de la política monetaria e indirectamente la fiscal de los países.
4. Costa Rica está casi dolarizada sin tener que pasar por el trauma legal.
5. El tener una moneda única reduce costos de transacciones. Los problemas de Centro América, no se resuelven con el cambio de la unidad de cambio. Va mucho más allá. Podría empezarse por reasignación de gasto público. Menos gasto militar y más gasto en salud y educación. Pero obviamente este es un tema muy sensible.
6. Ahorrarnos el costo de la conversión al dólar y más inversión en el sector real de la región de las reservas.
7. Ya existe una moneda única: el dólar. En la actualidad, con tarjetas de crédito y computadores, en realidad no es muy importante
8. Una crisis en un país centroamericano generaría problemas de liquidación.
9. Primero se tienen que ordenar las finanzas de cada país para después hacer una unión monetaria.

10. Pérdida de oportunidades de inversión y creación de un mercado interesante para los inversionistas.
11. Me parece que actualmente no sería viable políticamente.
12. Es difícil por las disparidades entre los países y las dificultades internas de algunos.
13. Lo que se pierde es la capacidad de realizar política monetaria independiente, pero no económica. La opción b) ocurre de todas formas con o sin moneda común. Lo mismo con el inciso e), Costa Rica es un claro ejemplo. Tenemos una inmigración no menor al 9% de la población, eso ha ocurrido por una serie de factores políticos y económicos, independiente de la moneda que se use. La opción f) es totalmente irrelevante, pues no sé de ayudas de Centroamérica a sus países miembros, ante crisis internacionales. Este es otro tema sensible, pues lo que se tiene son deudas entre países centroamericanos que posiblemente nunca se pagarán.
14. Pérdida de tiempo!!!
15. La coordinación de políticas macroeconómicas reduciría los costos.
16. Que sea el BCIE el BCR de la región.
17. No vale la pena el forzar a la región a una moneda única. El dólar siempre será muy superior a cualquier moneda común.

**Cuadro 4.20**  
**PUNTAJES ASIGNADOS A LA IDEA DE**  
**QUE LA DOLARIZACIÓN RESULTARÍA ADECUADA, SÍ:**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
26.a: Se tiene asegurada la posibilidad de compartir el señoreaje con Estados Unidos	7.5	9.1	2.5	6.8	7.0	7.7
26.b: Se asegura un superávit fiscal en cada país de Centroamérica	<b>10.0</b>	8.2	5.7	8.2	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
26.c: Se asegura un prestamista de última instancia para la región	6.3	<b>10.0</b>	4.5	4.3	2.6	4.8
26.d: Se permite la libre movilización de personas en Centroamérica y se flexibilizan los mercados laborales.	9.0	7.5	7.4	7.2	7.4	5.5
26.e: Se fortalece la supervisión bancaria y aumenta la participación de la banca extranjera en Centroamérica	9.4	7.6	<b>10.0</b>	6.3	5.1	5.8
26.f: No resulta adecuada de ninguna forma	7.3	5.7	1.3	<b>10.0</b>	9.6	5.0

dolarización no resulta adecuada de ninguna forma (26.f).

El Salvador, el país dolarizado del área, es el que califica con la nota más baja la presunción que la dolarización no resulta adecuada de ninguna forma y también de las 6 alternativas evaluadas es la última – al igual que Costa Rica, y en Nicaragua es la número 5-. Costa Rica presenta una calificación más balanceada de las alternativas en relación a los demás países, siendo la principal que se asegure un prestamista de

última instancia para la región. La posibilidad de compartir el señoreaje con Estados Unidos es una preocupación que comparte, al igual que con Nicaragua, en segundo lugar. La idea de contar con un superávit fiscal es la alternativa prioritaria para Nicaragua y Honduras.

Finalmente, se introdujo una pregunta en la encuesta que evaluaba la posibilidad de compartir el señoreaje con Estados Unidos. Se encontró que la

COMENTARIOS RECIBIDOS:
1. Ninguna de las alternativas es condición para la dolarización.
2. No debiera mezclarse la decisión de dolarizarse a nivel de país con C.A.
3. En el largo plazo lo del prestamista de última instancia es clave y la supervisión bancaria.
4. Dolarización es, desde el punto de vista teórico, el caso extremo de tipo de cambio fijo, luego la caja de conversión y así sucesivamente hasta llegar al tipo de cambio totalmente flexible. Algunas de las cosas que se mencionan en los incisos a)...e) se pueden lograr independientemente de una dolarización. Los argumentos para "dolarizar", al menos desde el punto de vista teórico formal son otros. Entre otras cosas, los argumentos para "dolarizar" tienen que ver más con llevar la inflación doméstica a los niveles de inflación internacional. Ello dado que somos economías pequeñas y abiertas (tomadores de precios).
5. No veo grandes ganancias en adoptar esta moneda en este momento.
6. Si se mantiene la autonomía de la Banca Central
7. El único beneficiado sería Estados Unidos

opinión predominante en todos los países es que compartir señoreaje es una ilusión.

#### 4.4.4 La recomendación de política cambiaria al país y al área centroamericana:

Para realizar dicha recomendación se presentaban una serie de alternativas con un amplio rango de opciones, desde dejar las cosas como están, hasta irse a las recomendaciones extremas: sustituir la moneda o adoptar un tipo de cambio flexible. Como se verá a continuación, las recomendaciones varían cuando se responde en función del país o para el área. El cuadro

COMENTARIOS RECIBIDOS CON RESPECTO AL SEÑOREAJE:
1. Es imposible en mi opinión que Norteamérica apruebe tal Ley.
2. Es una posibilidad pero no en el momento actual sino a largo plazo.
3. Sí es factible por el alto grado de integración comercial que tenemos con Estados Unidos y las posibilidades de un TLC regional.
4. Desconozco si el tema se discute en Estados Unidos. Ellos se beneficiarían de la adopción del dólar como moneda en América Latina. Pues eso les permite, exportar su inflación. Creo que no les interesaría si los que se dolarizan son los centroamericanos. Somos muy pequeños como para que les parezca atractiva la idea. Otra cosa ocurriría, si México, Brasil y Argentina como mínimo deciden dolarizarse. Al menos en el corto plazo, considero casi imposible que ellos compartan el señoreaje con los centroamericanos.
5. Esta en la cola de un venado...
6. Ya lo dijeron: el FED es para USA solamente.

4.21 presenta los puntajes para la recomendación cambiaria para el país.

Y las calificaciones recomendando al área centroamericana, son:

La recomendación para el país de dejar las cosas como están es la que prevalece en El Salvador y Nicaragua –segundo lugar en Costa Rica y Honduras-. Esto parece reforzar la idea que reformar el régimen cambiario no es considerada prioritaria en la región. Costa Rica, Guatemala y Honduras prefieren un sistema cambiario más flexible pero con intervenciones del Banco Central.

Los guatemaltecos y hondureños, rechazan la dolarización y su preferencia está marcada hacia mayor flexibilidad, pero con cierta intervención. Sin embargo, en la recomendación para el área, se inclinan por la flexibilidad pura antes que dolarización. Es curioso observar que la mejor alternativa para los guatemaltecos

Cuadro 4.21 PUNTAJES ASIGNADOS A LA RECOMENDACIÓN CAMBIARIA PARA EL PAÍS DE RESIDENCIA						
	CA	CR	ES	GT	HN	NI
28.a: Seguir con la política cambiaria actual	10.0	8.9	10.0	3.4	7.4	10.0
28.b Fijar el tipo de cambio tipo caja de convertibilidad	1.8	1.1	1.1	2.8	1.1	0.0
28.c. Dolarizar la economía	6.7	5.7	6.8	4.1	3.4	5.0
28.d: Implementar un esquema de bandas cambiarias	2.4	1.5	1.1	2.5	3.1	1.3
28.e: Tener un tipo de cambio flexible pero con intervenciones del Banco Central.	9.0	10.0	3.4	10.0	10.0	0.0
28.f. Dejar que el tipo de cambio sea flexible sin ninguna intervención del Banco Central.	4.0	0.9	0.0	5.7	6.4	3.8
28.g. No tiene una opinión clara al respecto	2.5	1.7	0.0	2.4	0.0	7.5

**Cuadro 4.22**  
**PUNTAJES ASIGNADOS A LA**  
**RECOMENDACIÓN CAMBIARIA PARA CENTROAMÉRICA**

	CA	CR	ES	GT	HN	NI
29.a. Que se siga con la política cambiaria de cada país	6.0	3.9	1.9	9.8	3.3	8.8
29.b. Que cada país tenga su propia caja de convertibilidad	0.8	0.8	0.0	2.8	0.0	0.0
29.c. Que exista una caja de convertibilidad centroamericana, donde la moneda centroamericana esté respaldada por la suma de las reservas internacionales netas con que cuenta cada país.	4.7	2.1	2.4	6.1	<b>10.0</b>	2.5
29.d. Que se haga un proceso de sustitución de cada una de las monedas centroamericanas y se sustituyan por el dólar	<b>10.0</b>	5.0	<b>10.0</b>	7.6	5.0	<b>10.0</b>
29.e. Que se haga un proceso de sustitución de cada una de las monedas centroamericanas y se sustituyan por el euro.	1.0	0.3	0.5	2.6	0.0	0.8
29.f. Que cada país asuma un tipo de cambio totalmente flexible	4.7	0.3	2.9	<b>10.0</b>	8.3	0.0
29.g. No tengo una opinión clara al respecto	6.6	<b>10.0</b>	1.0	8.1	6.7	5.0

**Cuadro 4.23**  
**NÚMERO DE VECES EN QUE NO SE RECHAZA LA HIPÓTESIS**  
**NULA DE IGUALDAD DE VARIANZAS EN LAS PREGUNTAS 28 Y 29**

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua
Costa Rica	-	1 de 14	8 de 14	6 de 14	4 de 14
El Salvador	1 de 14	-	0 de 14	4 de 14	4 de 14
Guatemala	8 de 14	0 de 14	-	7 de 14	2 de 14
Honduras	6 de 14	4 de 14	7 de 14	-	4 de 14
Nicaragua	4 de 14	4 de 14	2 de 14	4 de 14	-

**COMENTARIOS RECIBIDOS**  
**SOBRE LA RECOMENDACIÓN AL PAÍS:**

1. Debe flexibilizar el tipo de cambio pero cuando hayan ataques especulativos debe participar el Banco Central.	7. Ser con el tipo de cambio actual pero aumentando la amplitud de uso del dólar junto al colón.
2. Un régimen cambiario flexible no es incompatible con un proceso de integración monetaria en Centroamérica: puede ser una etapa inicial de transición y convergencia.	8. Una vez alcanzadas las condiciones de equilibrio fiscal y la reducción de la deuda externa, sería posible analizar la viabilidad de una dolarización, para el caso de Nicaragua.
3. Me parece que es más relevante qué tan estable es la política monetaria y no tanto el sistema cambiario elegido.	9. Le daría certeza (finalmente) a los agentes económicos.
4. El régimen cambiario no afecta por sí sólo el crecimiento económico.	10. <i>El inciso e) es muy parecido a lo que tenemos hoy, excepto que las intervenciones del banco central son arbitrarias. Este es un buen sistema para nuestro país siempre y cuando exista una regla consistente y clara de intervención. De lo contrario tal vez si se debería considerar un currency board.</i>
5. Atenuar la volatilidad del tipo de cambio, pero que este no sea un objetivo en sí mismo.	
6. No busquéis entre los muertos a quien esta vivo. Los problemas de Costa Rica no son cambiarios!!	

es un tipo de cambio flexible con intervenciones, lo que parecería ser muy similar al sistema que tienen en la actualidad. Sin embargo a partir de los comentarios podemos intuir que su recomendación va por el lado de que tales intervenciones sigan alguna regla, y por ende se reduzca su discrecionalidad.

Si revisamos las otras opciones, la caja de convertibilidad recibe el peor puntaje para el área y es también la peor evaluada para cada país si dejamos fuera “no tengo una opinión clara al respecto”. La dolarización queda como la tercera alternativa para el

<b>COMENTARIOS RECIBIDOS SOBRE LA OPINIÓN A LA REGIÓN:</b>
1. Siendo tan divergente la situación macro de la región cada país debe tener la política que más se acomode a su economía.
2. Que en una primera etapa cada país asuma un tipo de cambio flexible, para luego converger a una moneda común en un régimen flexible o de caja de convertibilidad, según lo aconseje la situación de otros vecinos (principalmente México).
3. Nuevamente, el sistema cambiario más pertinente dependerá de otros factores. En todo caso con cualquier alternativa alguno de los países de C.A. perderá más y será difícil lograr la viabilidad política.
4. El régimen cambiario no afecta por sí sólo el crecimiento económico.
5. Esta es una pregunta para la que no tengo respuesta definida y prefiero dejarla en blanco. La dolarización va a venir, pero no a corto plazo excepto que los Estados Unidos se interesen por apoyarla. No me gusta la caja de convertibilidad, ni el euro para C.A. porque nuestros vínculos son con los Estados Unidos. El ideal es el dólar, si hay plata par financiar.
6. En realidad desconozco sobre las situaciones particulares de cada país. El uso de una moneda común tiene ganancias en términos de eficiencia en las transacciones, pero a la vez desconozco que tan importante es el comercio intrarregional, como proporción del comercio exterior total. Dado que somos países con geografías y climas similares, tiendo a pensar que tenemos ventajas comparativas similares, por lo que el comercio intrarregional no ha de dar como para que sea el motor de la reactivación de Centroamérica. De hecho tenemos la experiencia del MCCA, cuyas consecuencias son bien conocidas, y no muy felices, por cierto. Es posible, que en un futuro converjamos a una moneda común como un proceso paulatino y natural, pero para ello han de darse cambios estructurales significativos en C.A.
7. Moneda Única, El Morazán uno a uno con el Dólar
8. Que cada país tenga un sistema cambiario flexible con intervenciones

área y para cada país a excepción de Honduras. Las bandas cambiarias no provocan mayor entusiasmo en la región. La total flexibilidad del tipo de cambio tiene más acogida en Guatemala y Honduras.

Cuando revisamos las recomendaciones para el área, vemos que ocurre un reordenamiento de las preferencias. Costa Rica pasa de una mayor flexibilidad a no tener una opinión clara de cuál sería la mejor recomendación para el área; El Salvador sí decide que la mejor recomendación es una dolarización; Guatemala es consistente con la mayor flexibilidad cambiaria; Honduras pasa de la flexibilidad a una caja de convertibilidad centroamericana y Nicaragua de seguir con su sistema actual, prefiere para el área, una dolarización.

Otro resultado interesante es que los encuestados parecen tener claro el panorama de cuál debería ser el régimen cambiario que debe seguir su país, mientras que se muestran más indecisos en la recomendación para Centroamérica. Esto se observa a partir de la diferencia entre los puntajes para 29.g versus 28.g, siendo las mayores diferencias observadas en Costa Rica, Honduras y Guatemala. El país más consistente en esa comparación de puntajes es El Salvador, ya que ha tenido claro cuáles son las recomendaciones –el menor puntaje en 28.g y 29.g; Nicaragua reduce su indecisión al recomendar la dolarización para la región.

Lo que podemos inferir del análisis de varianza para las 2 preguntas es que lo que menos predomina son los “acuerdos de opiniones” entre países. Como prueba de lo anterior presentamos una matriz que muestra el número de veces en que no se rechaza la hipótesis nula de igualdad de varianzas para las 14 alternativas en los 5 países.

Lo que nos dice esa matriz es que los criterios que menos convergen en la calificación de las 14 alternativas son los de El Salvador con Guatemala, El Salvador con Costa Rica y Nicaragua con Guatemala.

#### **4.5 CONCLUSIONES Y ANÁLISIS DE LOS COMENTARIOS RECIBIDOS**

Parece que tomar la decisión de hacer cambios cambiarios no es la prioridad en los países de Centroamérica, y que el entusiasmo por el proceso de sustitución de monedas nacionales por una moneda común es todavía menor. En todo caso, la mejor alternativa, si eventualmente la región adopta una moneda común, es la dolarización de las economías.

Se cita la falta de voluntad política y lo complicado de llegar a acuerdos regionales como una buena razón para dejar los sistemas cambiarios individuales tal como están. Una posibilidad que surge principalmente a partir de los comentarios, es que con el tiempo y por decisión de los agentes privados de cada país –en especial entre mayor sea el comercio esperado con Estados Unidos-, las monedas nacionales se sustituirán por el dólar, de forma natural, libre y espontánea. Sin embargo, no se percibe urgencia de acelerar tal proceso.

Algunas personas sostienen que sus países ya están prácticamente dolarizados –comentario frecuente en Costa Rica y Nicaragua- pero no ven necesario pasar por el trauma de la sustitución de monedas con los costos que esto ocasionaría –pérdida de señoreaje, el prestamista de última instancia, etc-, y la situación

actual donde circulan ambas monedas, no les parece tan mala<sup>36</sup>.

Un elemento que consideramos relevante y que no se incluyó en los comentarios, es la posibilidad de que la dolarización traiga beneficios a los grupos de menores ingresos, para quienes es más difícil cubrir el riesgo cambiario. De esta manera lo que se argumenta es que las devaluaciones tienen un efecto de “impuesto regresivo” en la medida que las personas que más terminan afectadas por la inflación que acompaña a las devaluaciones, son las personas que reciben sus ingresos en la moneda nacional, y que tienen poco margen para evitar la pérdida de poder adquisitivo de su ingreso.

El comentario extraído de un artículo publicado en el Diario La Prensa de Nicaragua<sup>37</sup> manifiesta lo expuesto anteriormente:

“No hay que ser muy sesudo para hablar de la dolarización, al menos desde la perspectiva de los de abajo. Desde esta perspectiva lo que vemos es que nuestra economía ya hace rato que está dolarizada y que los únicos que no nos hemos dado cuenta somos los asalariados. O puesto de otra manera, cada vez que pagamos algo nos damos cuenta que somos los únicos que estamos en total desventaja ante ese fenómeno”.

Hay un argumento recurrente en la discusión, y es la referencia a la pérdida de grados de libertad en la conducción y diseño de políticas. Hay una especie de “rasgo de vestiduras” por la pérdida de la política monetaria. Sin embargo hay buenas razones para pensar que la efectividad de la política monetaria es limitada para los países de Centroamérica<sup>38</sup>.

Surge también en esta discusión la duda de la capacidad de las finanzas públicas para sobrellevar la conducción de política –y se comenta la fortaleza fiscal de la Comunidad Económica Europea con sus fondos de ayuda para los países que sufran de *shocks* asimétricos, algo que suena utópico para Centroamérica. El temor de la mayor relevancia que se le demandaría a la política fiscal está ligado a las malas calificaciones que obtiene en los países. La carga del déficit fiscal,

36 Sin embargo, hay que considerar que el grado en que el dólar funciona como medio de pago varía según el país.

37 Tomado de la versión electrónica de La Prensa <http://www.laprensa.com.ni/>, noticia publicada el Sábado 22 de diciembre del 2001, realizado por Eduardo Enríquez.

38 En la primer sección se aborda el tema de la autonomía de política monetaria. Aparte de las limitaciones ya comentadas al uso de la política monetaria, podemos añadir el hecho de que la misma apertura financiera y comercial hace que el uso de esta política pierda efectividad; o que los cambios que intenta provocar la autoridad monetaria alterando la tasa de interés de referencia bancaria pierda su efecto en la figura de los rezagos; o que tal efectividad sea reducida por la conexión financiera entre bancos locales con bancos extranjeros.

## LOS COMENTARIOS:

1. La adopción de una sola moneda favorece en dos sentidos principales: 1) aumento del mercado para los inversionistas extranjeros y 2) estabilidad macroeconómica (disciplina macro) que requiere la integración monetaria.

2. En definitiva cuál sistema cambiario es el más conveniente es una pregunta que se han hecho muchos países a lo largo del tiempo (principalmente los que han sufrido una crisis en su balanza de pagos). Sin embargo, desconozco la respuesta. Algunos economistas concluyen que lo relevante es que la política monetaria del país sea estable independientemente del sistema cambiario que elija; es decir, con una política monetaria inestable ambos sistemas cambiarios tendrán problemas. Y en caso de que el país decida no tener una moneda nacional lo relevante es que las expectativas sean que la política monetaria externa será más estable que la interna. Habría que identificar, medir y valorar los costos y beneficios de cada alternativa para tomar una decisión (al menos desde el punto de vista estrictamente técnico).

3. Me parece que la Región Centroamericana esta ubicada geográficamente en la zona de influencia del dólar y que aun más importante, el socio comercial más importante para nuestros países es los Estados Unidos y en segundo lugar los países vecinos que cada quien tiene en la Región. Por las razones antes mencionadas, me parece que Guatemala, Costa Rica, Nicaragua y Honduras deberían hacer un esfuerzo importante por seguir los pasos de El Salvador en el sentido de incrementar la presencia del dólar en sus economías. Me parece que este debería ser un paso en concreto que se debe dar con el fin de consolidar la Integración Centroamericana, reto que hoy más que nunca es impostergable producto de la delicada situación de la economía mundial después de los atentados terroristas del 11 de septiembre. Más allá de la retórica y del discurso de la Integración, son estas medidas las que van a permitir fortalecer nuestra posición como Región, disminuir el riesgo país de cada una de nuestras naciones, aumentar los flujos comerciales, nuestras exportaciones y la Inversión Extranjera Directa, y la creación de más y mejores empleos.

4. La elección del régimen cambiario es un second best en términos económicos. Lo más importante es eliminar las distorsiones en los mercados laborales, de capitales, bienes y servicios, de divisas, aranceles bajos y uniformes, impuestos que no afecten la asignación eficiente de los recursos. Si además se tiene una sana política fiscal (superavitaria en tiempos buenos y deficitaria solo en uno o dos años malos), el régimen cambiario no importa, cualquiera mantendría estable el tipo de cambio.

5. Yo creo que ya estamos prácticamente dolarizados en el caso de Costa Rica y me parece innecesario pasar por todo el trauma y el costo político de dolarizar, cuando ya la economía está prácticamente dolarizada. Además, la problemática fiscal del país dificultaría sostener la dolarización y se pierde el señoreaje, que no deja de ser una ventaja. Me parece que la política de deslizamiento tica ha sido útil y las tasas de interés pondrían en términos reales, ajustarse a las “en dólares” con un poco de mayor disciplina y esfuerzo de los

bancos. Por otro lado y dentro de una perspectiva regional, la posibilidad de reactivar el "peso centroamericano" y ponerlo a trabajar realmente como nunca se hizo. Pero eso implica mayor coordinación y gobiernos más serios y honestos en algunos casos; gobiernos que realmente se comprometan con la integración y que actúen transparente y correctamente. ¿Por qué vamos todos a tener que pagar situaciones como la de quiebra de bancos en Nicaragua? En las condiciones actuales y sin la cooperación de los EEUU (para compartir el señoreaje) y de la banca internacional para tener líneas de crédito de emergencia para casos de iliquidez, es muy difícil pensar en dolarización y una moneda centroamericana en las condiciones de desequilibrio actual, es difícil de visualizar, sino imposible.

6. Mi opinión general sobre la integración centroamericana es que ella no puede deshacerse de su peor mal, el divorcio entre las palabras y los hechos. Es decir, se discute, se realizan reuniones y foros, se llegan a acuerdos, pero la práctica demuestra que todo permanece varado. Se dice que es problema de los políticos que no logran descifrar lo que los ciudadanos de los cinco países establecen de facto, v.g.: fuertes lazos en el comercio intrarregional. El tema cambiario, uno de los puntos de la agenda de la integración, heredando su mal. Se habla de la creación de una moneda única, de que la acción unilateral de El Salvador iba a ser imitada por el resto de países, como antesala ante una eventual dolarización. Se dicen muchas cosas más, pero se hace tan poco. También se dice que para aventurarnos a un régimen cambiario único regional, como requisito las políticas económicas, fiscales, financieras, etc. deben ser homogéneas. Al mismo tiempo, Honduras y Nicaragua mantienen litigios territoriales sin resolver, Nicaragua aumenta los aranceles a los productos provenientes de su vecino del sur. La Integración de C.A. es una integración. Lo que los gobiernos han sido incapaces de hacer, los ciudadanos y las empresas lo han hecho por sus propios medios: empresas transnacionales que se ubican en uno de los cinco miembros para abastecer el mercado regional, iniciativas no gubernamentales abordados desde la perspectiva del istmo, no de sus islas. En cuanto al tema cambiario, la planificación no será la alternativa. Los años transcurrirán, la homogeneización más que un proceso se dará de facto, si es que se da, de la misma forma como el día de hoy se cotizan en la región los alquileres de viviendas en moneda doméstica y en dólares norteamericanos, sin haber sido una ley la responsable.

7. No se mucho de Centro América mas allá de Costa Rica. Sin embargo los problemas principales no creo que estén en el tema cambiario. Y luego no me parece que se pueda cuestionar la optimalidad de la política cambiaria sin cuestionarse la política fiscal y monetaria.

8. Los países centroamericanos poseen estructuras económicas bastante disímiles, hecho que ha influido en el desarrollo de sistemas cambiarios muy distintos entre sí. Tal vez la principal ventaja de contar con un sistema cambiario único para Centroamérica sería la posibilidad de disminuir la discrecionalidad y el sesgo político en el diseño de las políticas cambiarias, lo cual a su vez

aportaría certeza a los agentes económicos internos y a los inversionistas internacionales.

9. El Consenso de Washington no se ha cumplido en la región. Por cuanto se avanzó en unas cosas (reducir tamaño del Estado) pero no se pagan los impuestos debidos, enfatizando sólo los indirectos. La política fiscal es expansiva y la monetaria contractiva. El punto focal es estabilizar precios a costa de producto y empleo, baja inversión en las personas y menos competitividad a largo plazo. La integración sigue en el plano de la retórica sin avances sustanciales. Probemos empujar a varias velocidades, en lo económico y comercial en los próximos 5 años, demostremos beneficios, y luego hablamos de los temas políticos. No al revés. Fortalezcamos las reglas y los incentivos que generan para el mercado y cuando tengamos verdaderas instituciones nacionales y regionales, avancemos sin retroceder. No más Protocolos sino Tratados nuevos. Eliminemos los oligopolios, profundicemos los sistemas financieros, abramos los cielos y la banca e impulsemos a los micros y pequeños empresarios, y así se elevará el producto con estabilidad. El modelo seguido está agotado y la integración a la centroamericana pero de verdad, con compromisos y líderes a la Monet, De Gaulle y Schuman, funcionará.

10. En la pregunta 12. respondí que el tipo de cambio de Guatemala es flexible con bandas. Esto no es necesariamente cierto, pero era el que más se parecía. Me gustaría aclarar que el sistema de Guatemala es una flotación sucia, con intervenciones (arbitrarias) del banco central.

11. Plantear una integración centrada en una moneda común sin tomar en cuenta los desequilibrios internos que cada país posee, no es la mejor forma de establecer la integración. Existen una serie de asimetrías tanto desde el punto de vista económico, social y político como de índole cultural, factores que inciden en cualquier decisión de política económica que se quisiera tomar. Soy del criterio que la mejor forma de ir posibilitando una integración es comenzando por una unión aduanera y formas de facilitación del comercio.

12. En realidad no tengo una posición totalmente definida respecto a una política cambiaria común centroamericana, pues me asaltan las dudas respecto al grado de madurez de nuestros países para llevar a cabo algo así (moneda única o dolarización) Lo considero una buena idea que marcha acorde a los tiempos modernos, pero creo que algún país puede dañar el esquema y perjudicar al resto por alguna actitud inmadura de sus gobernantes.

13. Creo que la adopción de un cierto régimen cambiario o de dolarizar o no debe basarse en lo que está funcionando en la actualidad, y no buscar establecer algún sistema de antemano basado en las ideas o diseño de los formadores de política en la región. La experiencia en Costa Rica es la de un uso muy generalizado de la divisa norteamericana; se permiten contratos en dicha moneda, como resguardo de los efectos empobrecedores de las minidevaluaciones. Estas deben ser entonces cada vez a mayor ritmo, a medida que la gente adapta rápidamente los precios en pesos a esta situación. Las distorsiones que esto crea no justifican la permanencia de dicho sistema como tal y sería tal vez recomendable abandonar el colón de un todo. El problema de la moneda común

no creo que sea tan importante; el ahorro en costos de transacción es mínimo, más ahora con la existencia del "dinero plástico"; estos disminuyen al existir un mercado de divisas más transparente y con un mayor número de actores. La necesidad de disciplina macro estricta, y el requerimiento de libre movilidad de factores son muy onerosas para contemplar esta posibilidad

14. La dolarización es un régimen cambiario demasiado inflexible que ante la presencia de shocks externos y política fiscal comprometida está obligando a un ajuste real de la economía, el gobierno podrá hacer muy poco en los próximos años para reactivar el crecimiento del PIB.

15. A nivel de Guatemala considero adecuado la flotación administrada, a nivel de Centroamérica la integración financiera donde cabe la dolarización.

deuda pública y servicio de esa deuda, impone un grillete que deja muy poco espacio de maniobra.

Tampoco se prevé una mejora próxima; al contrario existe el desaliento de que los problemas fiscales se agraven, ya que hay factores negativos en fila como la presión de los pagos de pensiones, la poca "colaboración" para pagar impuestos, la necesidad de realizar más gasto social generador de capital humano e infraestructura, entre otros.

## CONCLUSIONES

El objetivo último del trabajo es dar alguna recomendación sobre el rumbo que debería seguir la política cambiaria en los países de Centroamérica. Para ello se han abordado tópicos relacionados con los costos y beneficios de las diferentes alternativas cambiarias; y con la encuesta se ha buscado conocer la opinión de los sectores involucrados en el tema cambiario.

De la revisión de literatura se puede rescatar que la mayoría de estudios realizados hasta la fecha no encuentran una relación directa entre desempeño de una economía (medido como tasa de crecimiento del producto) y determinado régimen cambiario. Esto es importante destacarlo, ya que al tratar el tema de los beneficios de determinados regímenes cambiarios hay que tener clara la dimensión y alcance de estas potenciales ganancias.

Una de las conclusiones que se extrae de la primera sección es la heterogeneidad en materia económica que caracteriza a la región centroamericana, donde aún en la actualidad persisten diferencias en el desempeño de los indicadores macroeconómicos.

Centroamérica ha experimentado mayor estabilidad en sus tipos de cambio en comparación con el resto de países de América Latina. De hecho, en la región no se ha experimentado con regímenes cambiarios tales como flotación libre, cajas de convertibilidad o

bandas cambiarias. De ahí que muchos de los beneficios y costos asociados a este tipo de esquemas cambiarios se conozcan únicamente por lo que dicta la teoría.

Al estudiar el grado de intervención al que están sujetos los mercados cambiarios en Centroamérica, se encuentra que éste es alto cuando se compara con la intervención que se ha producido en El Salvador, país que ha tenido un régimen de tipo de cambio fijo. La percepción de los analistas de la región capturada en la encuesta es que la política monetaria y cambiaria de los países ha estado demasiado focalizada en la defensa del tipo de cambio.

Se analizó el comportamiento del tipo de cambio real en estas economías, y se encontró que en El Salvador (país con tipo de cambio fijo), y en Costa Rica (donde se mantiene un sistema de minidevaluaciones que establece una meta sobre el tipo de cambio real), la variabilidad es menor. Adicionalmente se encuentra una relación débil entre devaluaciones y tipo de cambio real. Ambos elementos parecerían reducir el atractivo de llevar a cabo devaluaciones en los países centroamericanos.

Un elemento crucial en la discusión cambiaria es la pérdida de política monetaria asociada a los "hard pegs". Estudiamos este tópico para la región y encontramos que en estos países no sólo la política monetaria no se utiliza como herramienta de control del ciclo, sino que además su efectividad es muy reducida por varias razones, tales como la existencia de rezagos en la transmisión de tasas de interés.

Se abordó el tema fiscal desde la perspectiva que los problemas fiscales pueden actuar como un freno para llevar a cabo cambios en materia cambiaria. Si bien es cierto para dar un diagnóstico adecuado de las condiciones en materia fiscal se requeriría profundizar en el tema, podemos considerar diversos elementos para tener una idea más completa de la verdadera relevancia del tema fiscal.

Por una parte, existe cierto consenso entre los analistas de la región en desaprobación del desempeño fiscal de sus respectivos países. En segundo lugar, la desastrosa experiencia argentina parece dejar en claro que un "hard peg" no necesariamente garantiza la prudencia fiscal, temor que se ha difundido entre los economistas de la región.

Aunque en este trabajo no se han realizado comparaciones del desempeño fiscal de Centroamérica con otras regiones del mundo, podemos aventurarnos a argumentar que el comportamiento fiscal de estos países históricamente no ha sufrido de problemas crónicos. Aunque puede parecer impopular señalar esta virtud del desempeño fiscal de Centroamérica, consideramos que es un punto importante que debiera considerarse en el futuro en la relación fiscal – cambiaria.

Se analizaron las perspectivas de cambios en materia cambiaria desde dos perspectivas: Si Centroamérica decide adoptar una unificación monetaria, y si la decisión de política cambiaria se hace a nivel individual, tal como ha venido ocurriendo hasta ahora. Si la interrogante es cuál es la mejor alternativa para una política cambiaria unificada en Centroamérica, nuestros resultados apuntan a que la dolarización se convierte en la opción más atractiva. Queda descartada pues, las opciones de adoptar una moneda común diferente al dólar tal como podría ser el euro, o una moneda cuya emisión estuviera a cargo de un organismo local.

Aunque la idea de un Banco Central Centroamericano al estilo del europeo puede resultar interesante dada la posibilidad de adueñarse de los ingresos por señoreaje, esta alternativa es muy remota en la actualidad. La razón principal es que en Centroamérica todavía en la actualidad persisten diferencias entre países en sus indicadores macroeconómicos, y una cierta convergencia en los mismos es necesario para considerarla como alternativa.

Otro factor que hace menos realista la posibilidad de unificación monetaria en la región es el poco interés que esta alternativa recibe entre los diferentes sectores, tal como quedó en evidencia en la encuesta. De hecho, los comentarios en esta sección fueron tajantes en descalificar esta opción, donde un argumento en contra común, fue la existencia de asimetrías en la región. Esto se traduce en que, si acaso los países consideran la adopción del dólar en sus economías, esta decisión tiene un carácter estrictamente unilateral (tal como lo hizo El Salvador), es decir, con la evaluación de los costos y beneficios que se perciban de este esquema cambiario en cada país.

Una vez descartada la opción de que los países unifiquen su política cambiaria, surge la interrogante de qué tan probable y qué tan conveniente resultaría la dolarización para cada uno. Esta es una alternativa siempre interesante de estudiar para los países en vista de los fuertes lazos comerciales que se mantienen con Estados Unidos, de la larga experiencia de tipos de cambios fijos que los caracteriza, y de la reciente decisión salvadoreña de dolarizar su economía.

Descubrimos que el grado en que los países consideran la dolarización una opción factible es variable, ya que esta alternativa puede estar limitada por una serie de obstáculos o riesgos que los analistas de la región perciben de adoptar el dólar en sus economías. Estos temores están asociados a una serie de deficiencias de índole institucional que se abordaron en la encuesta. En este sentido, los siguientes factores se pueden interpretar como “desalentadores” de cambios en materia cambiaria tendientes a la dolarización:

- La existencia de mercados financieros poco sólidos. La mayoría de analistas de la región consideran que el sistema financiero de su país requiere de fuertes reformas, con excepción de El Salvador y Costa Rica, donde no se percibe que este mercado adolezca de serios problemas. Esto claramente desalienta la adopción de la dolarización, ya que con la desaparición del papel de prestamista de última instancia, gran parte del ajuste ante *shocks* quedaría en manos del sistema financiero de los países.
- El funcionamiento del mercado laboral: Los centroamericanos señalaron en la encuesta que este mercado también debería ser objeto de fuertes reformas, y por ello lo consideramos como un elemento adicional que dificulta cambios en materia cambiaria, ya que en la medida que en los países se perciban deficiencias en este mercado, la dolarización se hará menos atractiva. Ello por cuanto uno de los criterios tradicionales que favorece la adopción de “*hard pegs*” es la flexibilidad del mercado laboral que contribuya a amortiguar el efecto de *shocks* negativos en la economía.
- El desempeño en materia fiscal: Como ya se ha mencionado antes, uno de los resultados más notorios a partir de la encuesta es la unanimidad de los encuestados en calificar de preocupante la situación fiscal de sus países. En pocas palabras podemos señalar que la política fiscal prudente suele concebirse como una condición necesaria para la adopción de un “*hard peg*”. El hecho de que la resolución del problema fiscal sea considerada como prioritaria nos da una idea de la importancia que puede jugar este factor en la discusión cambiaria.

Además de los factores institucionales que pueden jugar un papel importante en la decisión de dolarización, los países sopesan los costos y beneficios de esta decisión.

A continuación se presenta un cuadro en el que se comparan las percepciones de estos costos y beneficios con la “realidad”, o con las posiciones que nosotros consideramos reflejan de mejor manera la realidad de los países.

Otro resultado interesante que se descubre a partir del análisis de la encuesta es que las percepciones son marcadamente diferentes en algunos temas entre los analistas de la región.

Así pues, a nivel agregado destaca una especie de “malestar guatemalteco”, ya que se observó como los analistas de este país criticaron con vehemencia varios temas ligados al manejo económico del país.

Variable de decisión	Costo/ Beneficios Percibidos	Realidad
Pérdida de la política monetaria (-)	Se percibe que es el principal costo de la dolarización	La evidencia empírica parece señalar para C.A. que no es un costo importante: es poco efectiva para la región y no se suele utilizar como herramienta anticíclica
Reducción de la inflación (+)	Se reconoce que las menores inflaciones están ligadas a la dolarización, aunque no se otorga un papel primordial a la reducción de inflación en la agenda de política económica. Sin embargo se considera uno de los principales beneficios.	La evidencia señala una relación entre régimen de tipo de cambio fijo y menores inflaciones. Sin embargo, Guatemala ha logrado inflaciones bajas sin un sistema de tipo de cambio fijo.
Pérdida del señoreaje (-)	No se percibe como un costo importante de la dolarización.	En base a datos de la CEPAL, podría representar hasta un 5% del PIB de los países
Pérdida de la figura del prestamista de última instancia (-)	No se considera uno de los principales costos de la dolarización.	Admitimos que es difícil medir el valor de esta figura, aunque en los países se han hecho esfuerzos por mejorar la supervisión bancaria para evitar llegar al uso del prestamista de última instancia. Sin embargo, experiencias recientes de turbulencias en las bancas comerciales de Nicaragua y Guatemala indican que los problemas persisten.
Menor volatilidad del tipo de cambio real (+)	Sí se considera un beneficio de la dolarización.	Hay evidencia suficiente para asegurar que la dolarización lleva a menor volatilidad del TCR.

Específicamente se puede citar el caso de la política fiscal y la discrecionalidad en la política cambiaria, como tópicos receptores de fuertes críticas por parte de los guatemaltecos. La calidad del sistema financiero tampoco se escapó de las críticas. Al preguntarles acerca de su recomendación cambiaria, la respuesta de los guatemaltecos es la de aumentar la flexibilidad del tipo de cambio, y parece que la opción dolarización no les atrae mucho. Consideran que la flexibilidad debe estar sujeta a intervenciones discrecionales, pero que tales intervenciones deben seguir una regla clara.

En el otro extremo se encuentra la opinión de los analistas de Costa Rica, que puede calificarse como la “satisfacción costarricense”, en el sentido que parecen estar relativamente contentos con la conducción de política económica que se lleva a cabo en el país. En otras palabras, no significa que no existan críticas de los costarricenses en muchos tópicos, sino que en comparación con el resto de países de la región, estas críticas son menos severas. Específicamente la política monetaria y el desempeño del mercado financiero reciben buenas calificaciones en este país. Además, en la pregunta de las prioridades de política económica, únicamente el tema fiscal recibió una atención especial. Sabemos que este resultado es bastante natural en vista de las mejores condiciones de vida y estabilidad macro de las que tradicionalmente han gozado los habitantes de este país en comparación con el resto de Centroamérica.

Un temor que continuamente aparece en las opiniones costarricenses es la posibilidad de desalineamientos en el tipo de cambio real, lo que podría explicar cierta aversión a adoptar la dolarización. Es importante también destacar que la dolarización en este país se considera un proceso que no traería demasiadas ventajas. El argumento principal es que en Costa Rica la dolarización privada es fuerte, por lo que se hace innecesario pasar por los costos de sustitución de moneda.

Un argumento que cuestiona esta postura es el hecho que las devaluaciones tienen un impacto negativo en el poder de compra de los sectores de la población de menores ingresos, por tener menor capacidad éstos de cubrir el riesgo cambiario.

Al tocar el tema de integración monetaria Costa Rica no se mostró muy interesado, al igual que El Salvador y Guatemala. Honduras y Nicaragua, por otro lado, mostraron más entusiasmo por la posibilidad de integración. Esto es comprensible en vista que estos últimos países están conscientes de las ganancias en estabilidad macroeconómica que se derivarían de tal integración. Costa Rica, El Salvador y Guatemala, en cambio, son países con mayor estabilidad, lo que explica el desinterés en el asunto.

En El Salvador parece también que existe conformidad con algunos temas. La satisfacción de gozar de inflaciones bajas, el buen desempeño del sistema financiero, la dolarización y la reducción de tasas de

interés asociada a ésta, son algunos de los elementos que en promedio, se consideran positivos en este país. Sin embargo todavía persisten quejas con respecto al período de apreciación real y altas tasas de interés reales que se soportaron en la década de los noventa.

En Nicaragua se puso énfasis en los problemas presentes en el mercado laboral, y se consideró que la prioridad de política económica era mejorar la institucionalidad en ese país. A través de los comentarios también se hizo notar que la dolarización privada es bastante importante en Nicaragua.

Honduras parece ser el país que más favorece la integración de la región. Además en este país se califica a la inflación como uno de los grandes problemas del país. A este país tampoco le atrae mucho la idea de dolarizar, y prefiere que se siga con el sistema actual.

A nivel de los países se comparten ciertas características que nuevamente enfatizamos:

- La percepción (a nuestro juicio errónea) que la pérdida de la política monetaria representaría un costo importante para la economía.
- La convicción (principalmente a partir del caso argentino) de que el riesgo cambiario desaparece únicamente con la dolarización, en contraposición con una Caja de Convertibilidad.
- Que, precisamente las menores tasas de interés provocadas por la reducción del riesgo cambiario es uno de los mayores beneficios que trae este sistema (junto con la reducción de la inflación).
- La idea de que la política cambiaria no es una prioridad en la agenda de los países.

- La sensación de que la política cambiaria ha estado excesivamente centrada en reducir la volatilidad cambiaria.

En conclusión, la idea de Centroamérica adopte una moneda común provoca poco interés en los analistas de la región. Ello por cuanto se perciben las asimetrías inherentes a los países. Los cambios en política cambiaria dependerán de una decisión de cada país, en donde deberán ponderar los costos y beneficios de cada régimen cambiario. La dolarización se presenta como una alternativa atractiva para los países: por una parte los sistemas de Centroamérica se asemejan mucho a un sistema de tipo de cambio fijo, con continuas intervenciones en el mercado cambiario. Adicionalmente, la pérdida de política monetaria no consideramos que es un elemento importante en la discusión.

La principal ventaja de la dolarización, a nuestro juicio vendría ligada a la reducción de tasas de interés que traería la disminución del riesgo cambiario, la reducción de la inflación y la mayor estabilidad de las variables económicas. Es comprensible que exista temor a tomar la decisión de renunciar a la moneda. En particular, los factores institucionales que se perciben como deficiencias desalientan tales cambios. En el futuro, con seguridad los países de Centroamérica seguirán con interés la evolución del caso salvadoreño y la alternativa de dolarizar estará siempre presente en la discusión cambiaria.

## BIBLIOGRAFÍA

- Argandoña, A., C. Gámez y F. Mochón (1997). *Macroeconomía Avanzada II*. McGraw Hill.
- Baum, Christopher, M. Caglayan, y N. Ozkan (2001). Exchange Rate Effects on the Volume of Trade Flows: An Empirical Analysis Employing High-Frequency Data.
- Barro, R. Y X. Sala-i-Martin (2001). *Economic Growth*. McGraw Hill. Third Edition.
- Berg, Andrew y E. Borensztein (2000). The Pros and Cons of Full Dollarization. IMF Working Paper.
- Bleaney, Michael y D. Fielding (1999). Exchange Rate Regimes, Inflation and Output Volatility in Developing Countries. Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham.
- Bulmer Thomas, Victor (1989). *La Economía Política de Centroamérica desde 1920*. BCIE.
- Cáceres, Luis René (2001). "Inercia en las Tasas de Interés de El Salvador y Guatemala".
- Calvo, Guillermo (1999) On Dollarization, mimeo, Universidad de Maryland.
- Calvo, Guillermo y C. Reinhart (2000a). Fear of Floating, NBER, Working Paper No 7993.
- Calvo, Guillermo y C. Reinhart (2000b) Fixing for your Life, NBER, Working Paper No 8006.
- CEPAL (2000). "Centroamérica: Evolución del Proceso de Integración Subregional, 1999-2000".
- CEPAL – Naciones Unidas (2001). "Pasado, presente y futuro del proceso de integración Centroamericana".
- Edwards, Sebastian (1987). Exchange Rate Misalignment in Developing Countries.
- Edwards, Sebastian y M. Savastano (1999) Exchange Rates in Emerging Economies: What do We Know? What do We Need to Know? NBER, Working Paper No 7228
- Eichengreen, B. (1988), 'Real Exchange Rate Behavior under Alternative International Monetary Regimes: Interwar Evidence', *European Economic Review*.
- Esquivel, Gerardo y F. Larraín (1999) Currency Crises: Is Central America Different? CID Working Paper No. 26
- Fischer, Stanley (2001). Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?
- Frankel, Jeffrey (1999) No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times, NBER, Working Paper No 7338
- Frankel, J.A: and Rose, A.K. (1998) The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 108:pp 1009-1024.
- Goldberg, Linda S. y Klein, Michael. Foreign Direct Investment, Trade and Real Exchange Rate Linkages in Southeast Asia and Latin America, NBER, working paper No. 6344.
- Hausmann, Ricardo (2000) Why do Countries Float the Way They Float, Banco Interamericano
- de Desarrollo, Departamento de Investigación, Working Paper #418
- Krasner, S (editor). (1983) *International Regimes*, Cornell University Press, Ithaca, N.Y.
- Kent, Christopher y Naja, Rafic (1998). Effective Real Exchange Rates and Irrelevant Nominal Exchange Rate Regimes.

- Levin, Richard y D. Rubin (1996). *Estadística para administradores*. Sexta Edición. Prentice Hall.
- Lothian, James y McCarthy, Cornelia (2000). *Real Exchange-Rate Behaviour under Fixed and Floating Exchange Rate Regimes*.
- Mishkin, F. y M. Savastano (1999). *Monetary Policy Strategies for Latin America*. Prepared for the Interamerican Seminar on Economics, Buenos Aires, December 2-4, 1999.
- Mussa, M. (1986), 'Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25.
- Obstfeld, Maurice y Rogoff, Kenneth (1995) *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, NBER, Working Paper No 5191
- Paiva, Claudio (2001). *Competitiveness and the Equilibrium Exchange Rate in Costa Rica*. IMF working paper.
- Pozo, Susan (1992). *Conditional Exchange-Rate Volatility and the Volume of International Trade: Evidence from the Early 1900s*, *The Review of Economics and Statistics*, Volume 74, Issue 2, 325- 329.
- Rivera, Roberto (2000). *La Economía Salvadoreña al final del siglo. Desafíos para el futuro*. FLACSO.
- Rodas, Pablo (2000). *Documento de Trabajo #1 Proyecto Centroamérica en el 2020*.
- Sala-I-Martin (2000). *Apuntes de Crecimiento Económico*. Segunda Edición. Antoni Bosch Editor.
- Stein, Talvi, Panizza y Marques (1999), *Evaluando la Dolarización: una Aplicación a Países de América Central y el Caribe*, mimeo, Banco Interamericano de Desarrollo
- The Economist (2000). *¿Fix or Float?*.
- Tornell, Aarón y A. Velasco (1994). *Fiscal Policy and the Choice of Exchange Rate Regime*. IADB, working paper No. 303.