

Por qué debe prestarse atención a la estabilidad de los tipos de cambio

Las grandes fluctuaciones de los tipos de cambio de las principales monedas pueden ser sumamente costosas, no sólo para los países directamente involucrados, sino también para el resto del mundo. En este artículo, los autores proponen un marco de cooperación internacional para estabilizar los tipos de cambio.

Benoît Coeuré y Jean Pisani-Ferry

EL TEMA de la estabilidad cambiaria ha recibido gran atención desde el colapso del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods, que se produjo en los años setenta. En distintas ocasiones, los gobiernos han intervenido individual y colectivamente en los mercados cambiarios para tratar de limitar los efectos nocivos de los grandes movimientos pendulares de los tipos de cambio y los desajustes excesivos. No obstante, los mecanismos más elaborados que crearon los principales países industriales para estabilizar sus tipos de cambio —el Acuerdo del Plaza de 1985 y el Acuerdo del Louvre de 1987— no han dado los resultados previstos y muchos observadores han llegado a la conclusión de que los gobiernos no deberían desperdiciar sus escasos recursos en intervenciones en los mercados cambiarios.

Pese a los resultados desalentadores de los dos acuerdos mencionados, deberán estudiarse nuevas vías de coordinación cambiaria, sobre todo en vista de las crisis financieras que estallaron en 1997 en varias economías asiáticas con mercados emergentes —cuyas monedas estaban formal o informalmente vinculadas al dólar de EE.UU.— y la introducción del euro el 1 de enero de 1999.

Impacto del euro

Si bien el régimen de monedas múltiples al que dará lugar la introducción del euro refleja mejor la globalización de la economía y representa una base más sólida para el comercio y el crecimiento que un sistema dominado por la moneda estadounidense, cabe prever cierta inestabilidad de los tipos de cambio mientras el mundo se ajusta al nuevo sistema y las autoridades de los países europeos concluyen el proceso de aprendizaje bajo la mirada vigilante de los mercados.

Es más, la creación de una nueva moneda provocará conmociones en la demanda y la oferta de divisas. Ante la unificación del mercado financiero europeo y mayores posibilidades de intercambiar activos denominados en euros por activos denominados en dólares de EE.UU. y viceversa, los inversionistas internacionales podrían decidir modificar sus carteras de manera considerable. Si bien la evolución del euro desde su creación parece indicar que aún no ha habido reasignaciones de cartera en gran escala, sería muy prematuro descartar esta posibilidad. Ya se han observado virajes en la

oferta, sobre todo en los mercados de bonos internacionales: en el período comprendido entre enero y abril de 1999, los valores en euros representaban el 44% del total de emisiones, proporción similar a la de los valores en dólares, del 46%, frente a 35% y 48% respectivamente en 1998.

Otra razón por la cual puede incrementarse la inestabilidad cambiaria en el corto plazo es que el tipo de cambio entre el euro y el dólar preocupará menos al Banco Central Europeo que a los bancos centrales nacionales, puesto que la economía de la zona del euro será más cerrada y autárquica que la economía de los países que la integran. La apertura de la zona del euro (medida en función de la razón entre el comercio de bienes y servicios y el PIB) es de aproximadamente 14%, en comparación con un 25% en Francia y Alemania.

Todos estos factores entran en juego en un entorno monetario sujeto a perturbaciones. El desequilibrio en cuenta corriente que registra actualmente Estados Unidos atenta contra la estabilidad del dólar, en tanto que el yen padece deficiencias internas muy arraigadas, y muchas monedas de economías emergentes están apenas comenzando a recuperarse de crisis excepcionalmente graves.





Los peligros latentes de la inestabilidad cambiaria

Se ha documentado ampliamente la inestabilidad de los tipos de cambio flotantes y, aunque es posible absorber algunas fluctuaciones sin demasiadas dificultades, los grandes desajustes, sobre todo entre las principales monedas, son perjudiciales.

En primer lugar, los tipos de cambio entre las principales monedas tienen carácter de bienes públicos para la economía mundial. Europa, Japón y Estados Unidos son grandes mercados de exportación para muchos países, por lo que las oscilaciones de gran amplitud de los tipos de cambio entre el euro y el yen frente al dólar tienen efectos desestabilizadores sobre esos países, como ocurrió en 1997, cuando la apreciación del dólar contribuyó a la caída de las monedas asiáticas que se mantenían formal o informalmente vinculadas a él.

Si bien las crisis podrían llevar a algunos de estos países a la conclusión de que deben dejar flotar libremente su moneda, o bien adoptar un régimen de caja de conversión, el argumento anterior tiene validez para los países con un régimen intermedio.

En segundo lugar, los desajustes de los tipos de cambio pueden ser inquietantes por razones que atañen al país. En Estados Unidos pueden desatar conflictos entre diferentes grupos de interés así como presiones proteccionistas. Además, la facilidad de intercambiar activos en dólares por activos en euros, combinada con la necesidad de financiar el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos debería incrementar la posibilidad de que ocurran cambios abruptos en las carteras y hacer que las autoridades del país presten más atención a la evolución de los tipos de cambio. Probablemente también en Europa se originen conflictos como resultado de grandes variaciones cambiarias, porque no todos los gobiernos responden de igual manera ante las exigencias del sector de bienes comerciables. Esto podría causar dificultades en la gestión de la Unión Monetaria Europea. Algunos gobiernos podrían insistir en utilizar los instrumentos de política cambiaria previstos en el Tratado de Maastricht, en tanto que otros podrían rehusar hacerlo convencidos de que ello amenazaría la independencia del Banco Central Europeo.

Enseñanzas de la era posterior al sistema de Bretton Woods

La coordinación de los tipos de cambio en la era posterior al sistema de Bretton Woods fue un proceso de ensayo y error. Sólo se ha logrado consenso bajo la presión de las circunstancias, cuando la falta de coordinación ha dado lugar a desajustes masivos de los tipos de cambio y a tensiones internas, o cuando han fracasado los intentos de estabilización cambiaria.

Este proceso queda claramente ilustrado por la reorientación de la política estadounidense a mediados de la década de los años ochenta. Durante el primer gobierno de Reagan se aplicó una política de *laissez-faire* en los mercados cambiarios, pero en febrero de 1985 el dólar había alcanzado un nivel tan alto y el déficit comercial de Estados Unidos era tan amplio que hubo que tomar medidas. Conforme a lo estipulado en el Acuerdo del Plaza, celebrado el 11 de septiembre de 1985, los ministros de Hacienda y los gobernadores de banco central de Estados Unidos, Francia, Alemania, Japón y el Reino Unido convinieron en depreciar el dólar y estrechar su cooperación.

En la reunión cumbre de Tokio de 1986, cuando los ministros de Hacienda de los grandes países industriales prepararon una lista de indicadores, atendiendo a la solicitud de que examinaran colectivamente sus objetivos y pronósticos económicos, se llegó a un segundo acuerdo que ha servido de instrumento para coordinar la política económica a partir de entonces.

A fines de 1986 se había depreciado el dólar, y Estados Unidos y Japón habían convenido en estabilizar la paridad entre sus monedas respectivas, formalizando el acuerdo en un marco multilateral, el primer Acuerdo del Louvre (21 y 22 de febrero de 1987), mediante el cual se estableció secretamente un mecanismo de intervención para las monedas de los países del Grupo de los Siete. El acuerdo estuvo en pie durante cierto tiempo pero el compromiso internacional terminó por desvanecerse. Alemania elevó las tasas de interés en 1990, tras la reunificación del país, en tanto que Estados Unidos aplicó una política monetaria más expansiva para contrarrestar la contracción de la actividad económica. Si bien los diferenciales de tasas de interés entre Estados Unidos y Europa dieron lugar a la apreciación de varias monedas europeas, el Grupo de los Siete no reaccionó, ni tampoco trató de impedir la depreciación del yen en 1990. Hacia 1993 el Acuerdo del Louvre había dejado prácticamente de existir: los objetivos nacionales adquirirían prioridad frente a las metas acordadas internacionalmente. Influyeron también algunas conmociones políticas (como la reunificación de Alemania y la invasión de Kuwait) y factores económicos (como la persistencia del superávit en cuenta corriente de Japón pese a la fortaleza del yen). El Grupo de los Siete sólo intervino en casos de desajuste extremo, preocupándose más por los niveles de los tipos de cambio que por su inestabilidad.

El afinamiento excesivo de los tipos de cambio no es factible ni deseable; en efecto, el tipo de cambio es un importante instrumento en el ajuste macroeconómico basado en el mercado. El auge y la caída del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos en los años ochenta demostró que la adopción de un tipo de cambio flexible podía desempeñar una función importante en el ajuste, mientras que el aumento paralelo del superávit japonés subrayó que no debe exagerarse esa función. Por otra parte, la coordinación de políticas que prometía el Acuerdo del Louvre no era viable por razones políticas pues resulta muy difícil a las economías de gran magnitud y relativamente cerradas mantener condiciones que favorezcan la estabilidad externa. En el entorno económico y político actual no puede darse otra era de Bretton Woods.

Por las mismas razones, las zonas meta, si bien pueden tener cierto valor para las economías de mercados emergentes, no son una alternativa práctica para las grandes economías. Por un lado, los márgenes de intervención deben ser estrechos para que tengan un efecto estabilizador. Por otro lado, pueden producirse grandes perturbaciones asimétricas o tensiones en el mercado, con lo cual la modificación o defensa del tipo de cambio podría tener un alto costo político. Para que perduren, las zonas meta deben ser relativamente amplias, y en este caso se convierten en variantes del régimen de tipo de cambio flotante.

Cambios en el entorno

En este decenio, las principales economías optaron por una política monetaria con un solo objetivo fundamental: la estabilidad de los precios internos, y le asignan mucho menos peso a la gestión de los tipos de cambio. Como resultado, la política monetaria puede utilizarse para coordinar medidas a nivel internacional únicamente si los objetivos externos coinciden con las estrategias monetarias del país. Por ejemplo, el Banco Central Europeo elevaría las tasas de interés para contrarrestar una depreciación del euro si se viera amenazada la estabilidad de los precios pero es probable que no las reduzca si hubiese una apreciación como consecuencia de una expansión fiscal.

Los cambios estructurales en los mercados cambiarios han sido espectaculares. Entre 1989 y 1998 prácticamente se triplicó el volumen neto de operaciones, alcanzando la cifra de US\$1,5 billones diarios, en tanto que la exportación mundial aumentó solo 80% en valores nominales. La introducción del euro creó de la noche a la mañana un mercado integrado de bonos e instrumentos monetarios de magnitud similar a la del mercado estadounidense. Además, los mercados se fueron concentrando cada vez más: Londres y Nueva York representan actualmente el 50% del volumen mundial de

cambio flotantes pueden desviarse durante mucho tiempo de las variables macroeconómicas fundamentales, aunque en el largo plazo recobran el equilibrio. En los modelos representativos de determinación de los tipos de cambio se incluye en la actualidad la optimización explícita del comportamiento con el correr del tiempo, a la vez que se presta cada vez más atención a cuestiones tales como la heterogeneidad de las expectativas, el vínculo entre los precios y el flujo de pedidos, las repercusiones de la información que no se publica y la forma en que el mercado integra la información. Por otro lado, las intervenciones requieren ahora un mayor volumen de reservas, una cuidadosa preparación y mayor transparencia.

Un enfoque dual

Teniendo en cuenta estos cambios, en todo nuevo acuerdo internacional debe hacerse hincapié en la coordinación de las respuestas ante las conmociones macroeconómicas —más que en metas numéricas para los tipos de cambio— así como en el seguimiento de lo que ocurre en los mercados cambiarios y en la divulgación de información.

Coordinación de las respuestas ante las conmociones macroeconómicas. La incertidumbre en torno al curso futuro de

Deberán estudiarse nuevas vías de coordinación cambiaria, sobre todo en vista de las crisis financieras y la introducción del euro.

operaciones, frente al 42% en 1989, y la participación combinada en el mercado de las diez empresas operadoras de valores más importantes se elevó de 44% a 50% en Londres y de 48% a 51% en Nueva York. Por otra parte, tras la aparición de nuevos mecanismos como los contratos de futuros y los instrumentos financieros derivados se contrajo la participación del mercado de entrega inmediata en el total de las transacciones, pasando de 59% en 1989 a 40% en 1998.

Aunque estos cambios estructurales permiten a los agentes del mercado diversificar los riesgos y de esa manera contribuir a la estabilidad macroeconómica, también incrementan el riesgo de que se produzcan grandes movimientos desestabilizadores. Este riesgo, a su vez, es más intenso debido a la proliferación de operadoras de valores y a la falta de información sobre las transacciones, características del mercado de entrega inmediata. La información sobre los elementos macroeconómicos fundamentales, si bien se puede conseguir fácilmente, es de poca utilidad en el corto plazo porque en este horizonte no resultan adecuados los modelos cambiarios empíricos. Debido a los costos de las transacciones, la información bien puede quedar retenida en cierto segmento del mercado hasta que sea revelada por un agente, lo que da origen inmediatamente a un gran número de operaciones.

Esto tiene importantes consecuencias para el análisis y la gestión de los tipos de cambio. Por un lado, están cambiando las percepciones teóricas de la determinación de los tipos de cambio. Como se sabe, en algunos casos, los tipos de

la política monetaria y fiscal puede generar inestabilidad cambiaria. Por ejemplo, durante la crisis de Rusia de agosto de 1998, los mercados tenían expectativas divergentes en cuanto a las posibles reacciones de Estados Unidos y de Europa: se pensaba que Estados Unidos reaccionaría con gran dinamismo y que Europa congelaría las tasas de interés. En el curso de unas semanas, las monedas de los países que ahora integran la zona del euro se apreciaron más de 10% frente al dólar. Pero Europa redujo las tasas de interés el 3 de diciembre de 1998 y el 8 de abril de 1999, coadyuvando de esa manera a invertir la tendencia a la depreciación del dólar con respecto al euro, y para el segundo trimestre de 1999, el tipo de cambio del euro había regresado al nivel del tercer trimestre del año precedente. Estas fluctuaciones cambiarias podrían haberse evitado si se hubiese sabido e informado a los mercados que las reacciones serían simétricas.

La incertidumbre en materia de política económica puede reducirse mediante la coordinación discrecional dentro del Grupo de los Siete o por medio de la adopción de reglas. La primera opción es difícil para Europa, en tanto que la segunda interesa poco a Estados Unidos.

El punto intermedio sería la aplicación de un enfoque basado en la aprobación de un conjunto básico de principios de política macroeconómica de amplia cobertura por parte de Europa, Japón y Estados Unidos. La base de esta convergencia ya existe, dado que el Grupo de los Siete ha avanzado mucho en el desarrollo de una filosofía económica común, pero

será necesario negociar la representación efectiva de la zona del euro y de sus países miembros más grandes —Francia y Alemania— dentro del Grupo de los Siete.

Seguidamente, habrá que establecer principios comunes consecuentes con el objetivo de la estabilidad de los precios internos para determinar las funciones de la política fiscal y monetaria al reaccionar ante las conmociones. Estos principios no serían de cumplimiento obligatorio, sino herramientas para eliminar la incertidumbre y reducir el costo de las transacciones y que podrían constituir una estructura para deliberar sobre medidas de política económica. Al mismo tiempo, los gobiernos y los bancos centrales deberán procurar una mayor transparencia en sus objetivos de política y en sus pronósticos a mediano plazo. Para salvaguardar la autonomía nacional, la implementación de los principios podrá adaptarse a las instituciones del país. Los gobiernos nacionales podrán apartarse de las metas preanunciadas o de los principios si las circunstancias lo exigen y si lo hacen de manera transparente.

Es relativamente fácil definir la respuesta adecuada a las conmociones comunes, pero no lo es cuando se trata de embates asimétricos. Desde la perspectiva europea, cuando se producen conmociones de la demanda que afectan a los países de Europa en forma simétrica, es necesario hacerles frente por medio de la política monetaria, y lo mismo debe hacer Estados Unidos (o Japón). Pero esto provocará necesariamente cierta inestabilidad cambiaria porque las reacciones de la política monetaria amplificarán el efecto de las conmociones sobre los tipos de cambio y habrá que decidir *a priori* si esto es aceptable o no. Si bien deberán permitirse ajustes de los tipos de cambio, puede no ser conveniente que ocurran grandes fluctuaciones, en cuyo caso tendría que intervenir la política fiscal y podría ser necesario modificar la combinación de políticas que se haya decidido aplicar.

Seguimiento de los mercados cambiarios. La evolución de los mercados cambiarios hace cada vez más necesario el seguimiento, que no deberá interferir con los mercados sino mejorar el flujo de información a los participantes para limitar la inestabilidad. Las deliberaciones sobre la nueva arquitectura del sistema financiero y monetario internacional ya ha dado lugar a recomendaciones bien fundamentadas para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros, sobre todo, para intensificar los requisitos de transparencia para los gobiernos y para los participantes de los mercados públicos y privados así como para reforzar las normas de prudencia y la supervisión.

La idiosincrasia de los mercados cambiarios impone una consideración detallada de la transparencia. En el mercado de entrega inmediata la información es inadecuada porque



Benoît Coeuré, Jefe de la Oficina de Mercados Cambiarios y Políticas Económicas en el Ministerio de Economía, Hacienda e Industria de Francia.



Jean Pisani-Ferry, profesor asociado en la Universidad de París-Dauphine y Asesor del Ministro de Economía, Hacienda e Industria de Francia.

no se revela el flujo de los pedidos y la información generalmente carece de utilidad en el corto plazo. No se divulgan datos que podrían dar una idea de las fechas y la magnitud de las modificaciones de la cartera, como los saldos de activos externos, las expectativas de utilidades a nivel internacional y las respectivas correlaciones y la exposición global al riesgo de las instituciones financieras, aunque algunos participantes del mercado tienen acceso a esta información, pero —por razones obvias— la tratan como información privada.

No obstante, no hay razones para impedir el acceso a las estadísticas. Es necesario redoblar esfuerzos. Quizás el Banco de Pagos Internacionales (BPI), bajo la égida del recientemente creado Foro sobre Estabilidad Financiera, pueda revelar vías por las cuales pueda notificarse esa información a los bancos centrales y a las entidades de reglamentación de los mercados, y divulgarse a los mercados en cifras totales. Por ejemplo, el presidente del Foro podría señalar al Grupo de los Siete, en forma confidencial, que existe una exposición anormal al riesgo, de modo que los ministros y gobernadores puedan emitir señales de advertencia al mercado. Las recientes mermas de liquidez y la acumulación de posiciones abiertas en los mercados mundiales ponen de manifiesto que la información es un bien público y su divulgación no puede dejarse únicamente en manos de los mercados.

¿Sería también útil calcular los tipos de cambio de equilibrio para saber si los niveles actuales de los tipos de cambio son adecuados? Afortunadamente se cuenta con modelos bien fundamentados que permiten determinar tipos de cambio a mediano plazo y si bien las estimaciones son imprecisas, proporcionan una base racional (no política) para que el Grupo de los Siete pueda deliberar sobre los tipos de cambio y para que los mercados tengan cierta orientación. Teniendo en cuenta las estimaciones, podría solicitarse al FMI que determine regularmente si los tipos de cambio del mercado

y los saldos de cuenta corriente que conllevan son consecuentes con los factores básicos de la economía a mediano plazo. Esto permitiría a los ministros de Hacienda y gobernadores de banco central identificar con más prontitud los desajustes de los tipos de cambio y enviar las debidas señales al mercado.

Para poner en práctica el marco que se esboza en este artículo no se requieren modificaciones institucionales radicales. Puede hacerse en el contexto de la supervisión que ejerce el Grupo de los Siete recurriendo a la pericia y al asesoramiento de organismos como el FMI y el BPI. De esta manera se protegería a la economía mundial de los perjuicios que probablemente provoque la excesiva inestabilidad de los tipos de cambio entre el dólar, el euro y el yen. **F&D**