



Los regímenes cambiarios ¿Es correcto el enfoque bipolar?

En los últimos 10 años muchos países han modificado su régimen cambiario, pasando de un vínculo cambiario flexible —propicio para las crisis— a un vínculo cambiario rígido o a un régimen de flotación. Este proceso probablemente continuará, especialmente en los países de mercado financiero emergente.

Stanley Fischer

LOS TIPOS de cambio fijos o vinculados han sido un factor en todas las crisis financieras importantes de los mercados emergentes en los últimos años (México a fines de 1994, Tailandia, Indonesia y Corea en 1997, Rusia y Brasil en 1998, Argentina y Turquía en 2000, y nuevamente Turquía en 2001). Los países de mercado emergente que no tienen un tipo de cambio fijo —incluidos Sudáfrica, Israel, México y Turquía en 1998— han logrado evitar estas crisis.

No es sorprendente que muchos de los encargados de la política económica se opongan al uso de tipos de cambio fijos pero ajustables (vínculo cambiario flexible) en los países abiertos a los flujos de capital. La tesis de que un régimen intermedio entre un vínculo cambiario rígido y un régimen de flotación libre no es viable se denomina enfoque bipolar. Este enfoque ha sido aceptado —voluntaria o involuntariamente— por un

creciente número de países. La proporción de países miembros del FMI con un régimen intermedio disminuyó en la década de los noventa, en tanto que aumentó el uso de vínculos cambiarios rígidos y regímenes más flexibles (gráfico 1).

Los defensores del enfoque bipolar —entre quienes me incluyo— han exagerado quizá sus argumentos para despertar mayor interés. Probablemente, la formulación correcta del problema es la siguiente: en los países abiertos a los flujos de capital, 1) los vínculos no son viables a menos que sean muy rígidos; 2) existe una amplia gama de posibles regímenes de tipo de cambio flexible, y 3) en la mayoría de los países las políticas, de todos modos, tendrán en cuenta hasta cierto punto la posibilidad de fluctuación del tipo de cambio.

Los países abiertos a los flujos de capital pueden adoptar diversos regímenes: desde la flotación libre hasta una variedad de parida-

des móviles con una amplia gama alrededor (régimen en el cual el tipo de cambio central se ajusta frecuente y marginalmente), así como vínculos muy rígidos respaldados por políticas como la caja de conversión, la dolarización (o, en general, la adopción de una moneda extranjera como moneda de curso legal), o la participación en una unión monetaria. Esto excluye, básicamente, los tipos de cambio fijos pero ajustables y los sistemas de banda estrecha, en virtud de los cuales el gobierno está decidido a defender un determinado valor (o una gama de valores) del tipo de cambio pero no a orientar la política monetaria —y a veces la política fiscal— exclusivamente a la defensa de la paridad.

Los países desarrollados y los países de mercado emergente

En los años noventa muchas economías desarrolladas y de mercado emergente, abiertas a los flujos de capital, abandonaron el régimen de tipo de cambio fijo pero ajustable; algunas adoptaron un vínculo cambiario más rígido pero la mayoría adoptó regímenes más flexibles (gráfico 2).

De los 33 países clasificados como “economías de mercado emergente” por J.P. Morgan y Morgan Stanley Capital International, la proporción de países con un régimen intermedio disminuyó de 64% a 42% durante la década pasada. A fines de 1999, 16 de estos países tenían tipos de cambio flotantes y tres tenían un régimen cambiario sumamente rígido en forma de caja de conversión o sin una moneda nacional de curso legal. El resto tenía regímenes intermedios: cinco una banda de fluctuación, uno una banda horizontal, uno una paridad móvil, y siete una paridad fija (gráfico 3). Las economías de mercado emergente han ido abandonando los regímenes intermedios desde fines de 1999; Grecia eliminó la banda horizontal y adoptó el euro, y Turquía dejó la paridad móvil y adoptó un régimen de flotación.

Este proceso se observó también en las economías desarrolladas en la década de los noventa, durante la cual se creó el euro y desapareció el mecanismo europeo de ajuste de

cambios. A fines de 1999, la mitad de las economías caracterizadas como “desarrolladas” por Morgan Stanley Capital International tenían un vínculo cambiario sumamente rígido y casi la mitad tenía un tipo flotante. Sólo una (Dinamarca) tenía un régimen intermedio, a saber, una banda horizontal.

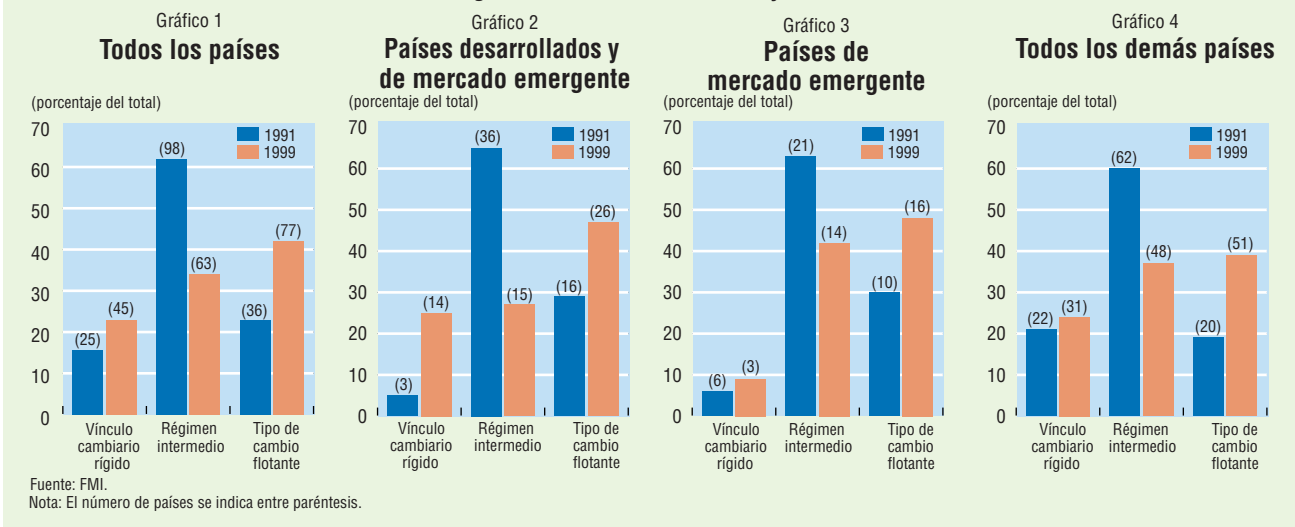
Con el correr del tiempo se ha comprobado que los vínculos cambiarios flexibles simplemente no son viables, especialmente en los países integrados o en proceso de integración en los mercados internacionales de capital. Esto se ha visto a través de numerosas crisis monetarias desde la década de los setenta, que han demostrado que los países no pueden mantener —al mismo tiempo— un tipo de cambio fijo, la movilidad del capital y una política monetaria dedicada al logro de objetivos internos.

¿Cómo se explica la aparente incapacidad de los encargados de la política económica para orientar de manera convincente la política monetaria interna hacia el objetivo único de mantener un tipo de cambio fijo? Con algunas excepciones, la respuesta es que si los políticos tienen una oportunidad para modificar el tipo de cambio cuando los beneficios a corto plazo parecen superar los costos, probablemente lo harán, y los agentes del mercado financiero lo saben.

El tipo de cambio nominal puede desviarse del oficial como resultado de las conmociones económicas externas e internas. Por lo tanto, para defender un tipo de cambio vinculado sobrevaluado generalmente es necesario aplicar una política monetaria y fiscal más restrictiva a fin de reducir el déficit en cuenta corriente y desalentar las salidas de capital. Si la sobrevaluación es pequeña —y se adoptan las medidas de políticas necesarias— generalmente es posible estabilizar la situación. Si, por el contrario, la sobrevaluación es cuantiosa estas medidas podrían no ser política ni económicamente viables y los ataques sobre la paridad podrían ser exitosos.

¿Por qué no aplicar controles del capital para proteger el tipo de cambio de los efectos de los flujos perturbadores de capital? En China estos controles se adoptaron para evitar los

Regímenes cambiarios, 1991 y 1999



efectos de las crisis asiáticas de 1997 y 1998. En Malasia también se aplicaron controles y en septiembre de 1998 se adoptó un tipo de cambio vinculado, si bien es más difícil evaluar los efectos de estas medidas pues en ese momento la primera parte de la crisis había sido superada y la mayor parte del capital que se quería sacar del país ya había salido.

Es necesario distinguir los controles sobre las salidas de los controles sobre las entradas de capital. Los controles sobre las salidas de capital pueden ayudar a mantener un tipo de cambio vinculado si las políticas internas son coherentes. Sin embargo, con el tiempo generalmente pierden su eficacia y crean otros problemas. Los controles sobre las entradas de capital podrían permitir a un país, durante un cierto período, aplicar una política monetaria independiente si existe un vínculo cambiario flexible; además, podrían afectar la composición de las afluencias de capital. Pero su eficacia en el largo plazo es dudosa.

Para que los controles sobre las salidas de capital sean eficaces, deben ser bastante amplios. Pero a medida que un país se desarrolla, dichos controles se hacen más distorsionantes y pierden su eficacia. (Los intentos por controlar las salidas de capital una vez iniciada la crisis generalmente son ineficaces.) Los controles sobre las salidas deben eliminarse gradualmente, cuando no existan presiones sobre el tipo de cambio, a medida que se establece una infraestructura eficiente de sólidas instituciones financieras y mercados de divisas. También pueden imponerse reglamentaciones prudentes, como los límites sobre el nivel de divisas de las instituciones nacionales, a medida que se eliminan los controles sobre el capital.

Los controles sobre las entradas de capital pueden rendir beneficios por un cierto período y en algunos casos el FMI los ha respaldado, aunque con cautela. Estos controles pueden ser de utilidad para un país que procura evitar las dificultades creadas por las afluencias de capital en la política interna. El caso de Chile, donde los controles permitieron, por un tiempo, mantener una cierta independencia financiera, es el que se menciona con mayor frecuencia. Pero incluso en Chile esos controles perdieron aparentemente su eficacia después de 1998 y recientemente se eliminaron.

El temor a la flotación

Calvo y Reinhart (2000) y otros han observado que, en la práctica, muchos de los países que, en principio, mantienen un tipo de cambio flotante no permiten, de hecho, su libre flotación pero utilizan las tasas de interés y políticas intervencionistas para influir en su comportamiento. Sobre esta base, los autores formulan dos conclusiones: primero, es incorrecto afirmar que los países están abandonando los sistemas de paridad ajustable y, segundo, puesto que los países están ansiosos de aplicar tipos de cambio fijos, por buenas razones, sería conveniente que adoptaran un vínculo cambiario rígido.

Para la mayoría de los encargados de la política económica el comportamiento de los tipos de cambio nominales y reales es motivo de inquietud. Las fluctuaciones del tipo de cambio nominal pueden afectar la tasa de inflación, mientras que las fluctuaciones del tipo de cambio real pueden afectar tanto el patrimonio personal de los residentes del país como la asig-

nación de recursos, con importantes consecuencias políticas. Por consiguiente, en los países con un régimen de flotación la política monetaria se adaptará probablemente a las fluctuaciones del tipo de cambio.

Esto ocurre, indudablemente, en muchas economías emergentes pequeñas y en la mayoría de los países industriales del Grupo de los Siete (aunque raramente en Estados Unidos). En los países que se adopta una estrategia basada en objetivos de inflación, las fluctuaciones del tipo de cambio se consideran al formular la política monetaria pues afectan el comportamiento de los precios. Muchos partidarios recientes de la flotación han optado por esta estrategia, que parece haber dado buenos resultados.

¿Por qué no debería la política monetaria focalizarse en el tipo de cambio nominal y la tasa de inflación? Indudablemente, las presiones que crean sobre los bancos centrales la apreciación del tipo de cambio real y los cuantiosos déficit en cuenta corriente los obliga a afrontar este problema. La primera respuesta es que la política monetaria afecta de manera fundamental el tipo de cambio nominal, no el tipo de cambio real. La cuenta corriente debe incluirse en el ámbito de la política fiscal.

No se ha determinado, sin embargo, si la política monetaria en el marco de un sistema de tipo de cambio flotante debe usarse en el corto plazo para influir en el tipo de cambio. Si bien no se ha prestado suficiente atención a este problema prácticamente no cabe duda de que en el corto plazo hay una correlación inversa entre el tipo de cambio real y la inflación, análoga a la curva de Phillips, que se consideraría al formular la política monetaria.

Vínculos cambiarios rígidos viables

A fines del año 2000, 47 países miembros del FMI tenían un vínculo cambiario rígido, ya sea sin una moneda de curso legal independiente o con una caja de conversión. Con excepción de los 11 países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de Europa —una excepción importante—, todas las economías sin una moneda de curso legal independiente eran economías pequeñas. Argentina y la RAE de Hong Kong son las mayores economías que usan una caja de conversión. Es difícil evaluar a priori los beneficios y costos de las restricciones impuestas por la adopción de una caja de conversión.

La experiencia indica que, en los países con un historial de desorganización monetaria, la introducción de una caja de conversión es una forma más rápida y menos costosa de dar credibilidad a la política monetaria.

En general, los observadores que más defienden la adopción de vínculos cambiarios rígidos, como Calvo y Reinhart, se concentran en la cuenta de capital y los mercados de activos. Señalan que, en lo relativo a los mercados de activos, los países no obtienen, esencialmente, ningún beneficio de la flexibilidad del tipo de cambio. En consecuencia, proponen incluso ir más allá de la caja de conversión y adoptar la dolarización y, quizás, crear uniones monetarias más amplias en el largo plazo.

Creo que los vínculos cambiarios rígidos resultan ahora más atractivos que en el pasado, sobre todo desde el punto de vista de los mercados de activos. Una economía pequeña cuyo comercio y cuyas transacciones de cuenta de capital de-

penden de una economía más grande, podría adoptar la moneda de ese país. Pero antes será necesario considerar cuidadosamente el carácter de las conmociones que afectan la economía de ese país.

En la medida que se amplíe la UEM y otras economías decidan si mantener o no su moneda nacional, un mayor número de países podrían adoptar vínculos cambiarios sumamente rígidos y en el futuro podría existir un menor número de monedas nacionales.

El tipo de cambio como ancla nominal

Los beneficios y riesgos de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal para reducir la inflación en países con tasas de inflación de 100% o más han sido profusamente examinados. En pocos casos se ha logrado reducir la inflación desde niveles tan elevados sin el uso de un ancla cambiaria, por ejemplo, una paridad móvil.

A menos que el país en proceso de desinflación adopte un vínculo cambiario rígido, debe considerar diferentes estrategias para abandonar la paridad, es decir, para adoptar un sistema más flexible. De los 12 países que han iniciado programas importantes de estabilización cambiaria desde fines de los años ochenta, cuatro han establecido una caja de conversión y reducido la inflación y ocho han aplicado programas de devaluación discreta o han introducido una banda de fluctuación.

De acuerdo con un estudio de las estrategias para abandonar el tipo de cambio fijo (Eichengreen y otros, 1998) es más beneficioso para un país adoptar esta medida cuando su moneda es fuerte, lo cual ocurrirá probablemente a medida que el programa de estabilización adquiere credibilidad y se amplían los flujos de capital. Esto sucedió en Polonia e Israel, donde la banda se amplió al aumentar las presiones en pro de la apreciación de la moneda. Sin embargo, incluso en este caso los aspectos de política económica del abandono de la paridad son complejos: cuando la moneda es fuerte, las autoridades no ven ninguna razón para abandonar la paridad; cuando es débil, señalan que una devaluación o una ampliación de la banda sería contraproducente. Mientras más tiempo se mantenga la paridad, mayores serán los riesgos asociados con los vínculos cambiarios flexibles. En algunos de los casos en que se derrumbó la moneda de los países que aplican programas de desinflación, el FMI había venido insistiendo, sin éxito, en una mayor flexibilidad cambiaria.

Los tres principales tipos de cambio

La inestabilidad del tipo de cambio entre las principales monedas es un problema perenne. Las fluctuaciones entre estas monedas —el dólar, el euro y el yen— pueden crear dificultades para otros países, especialmente los que usan una de estas monedas como moneda de referencia. Por ejemplo, la apreciación del dólar registrada a partir de 1995 tuvo un efecto negativo para las exportaciones de Asia oriental. La apreciación del dólar agravó también las dificultades económicas de Argentina y Turquía en 2000.

Se ha propuesto a menudo el establecimiento de zonas meta entre las tres principales monedas. En la práctica, este sistema parece funcionar de manera informal y desorganizada. Cuando los tipos de cambio se desvían excesivamente

de los factores fundamentales, dos o tres de los países emisores de las principales monedas acuerdan intervenir en los mercados monetarios. Esto ocurrió a mediados de 1995, al apreciarse el yen, y en el tercer trimestre de 2000, cuando se produjo una fuerte depreciación del euro.

Este sistema informal presenta tres diferencias con respecto a una zona meta oficial. Primero, no hay zonas meta anunciadas y, por consiguiente, no existe la obligación de intervenir en un determinado nivel. Segundo, el sistema informal funciona más a través de intervenciones coordinadas en el mercado cambiario que a través de medidas coordinadas de política monetaria. Tercero, estas intervenciones son escasas. Sin embargo, este sistema informal y desorganizado limita en cierta medida los desequilibrios de los tipos de cambio entre las tres principales monedas.

Los regímenes de otros países

Hasta ahora me he centrado en los regímenes cambiarios de 55 economías desarrolladas y de mercado emergente. Sin embargo, esta evolución ha sido muy similar en otros países miembros del FMI. Incluso en países que no tienen acceso a los mercados internacionales de capital se ha dado preferencia, por una parte, a los vínculos cambiarios fijos por sobre los vínculos flexibles y, por otra parte, a la adopción de regímenes más flexibles (gráfico 4). En general, en estos países es más probable que se utilice un vínculo cambiario rígido que en las economías de mercado emergente, y es menos probable que se usen tipos flotantes o vínculos flexibles.

Se requieren nuevos estudios para determinar qué características de los sistemas cambiarios y qué políticas del sector financiero son las más adecuadas para cada uno de los países que no se han integrado aún en el sistema financiero mundial.

Conclusión

Parece haber una clara tendencia a abandonar los regímenes de vínculo cambiario flexible para adoptar tipos flotantes y vínculos cambiarios rígidos, tanto en los países que se han integrado en los mercados internacionales de capital como en los que aún no se integran. Esto no representa un problema y aparentemente seguirá ocurriendo. **F&D**

Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI.

Este artículo se basa en una conferencia dictada por el autor ante la Asociación de Economía de Estados Unidos, en Nueva Orleans, en enero de 2001. El texto completo de la conferencia puede consultarse (en inglés) en: www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm. También se publicará en la edición del segundo trimestre de 2001 de Journal of Economic Perspectives.

Bibliografía:

Calvo, Guillermo A. y Carmen Reinhart, 2000, "Fear of Floating", NBER Working Paper No. 7993 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Eichengreen, Barry y otros, 1998, Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility, *Occasional Paper 168* (Washington: Fondo Monetario Internacional).