

La selección del régimen cambiario en los países candidatos a ingresar en la UEM

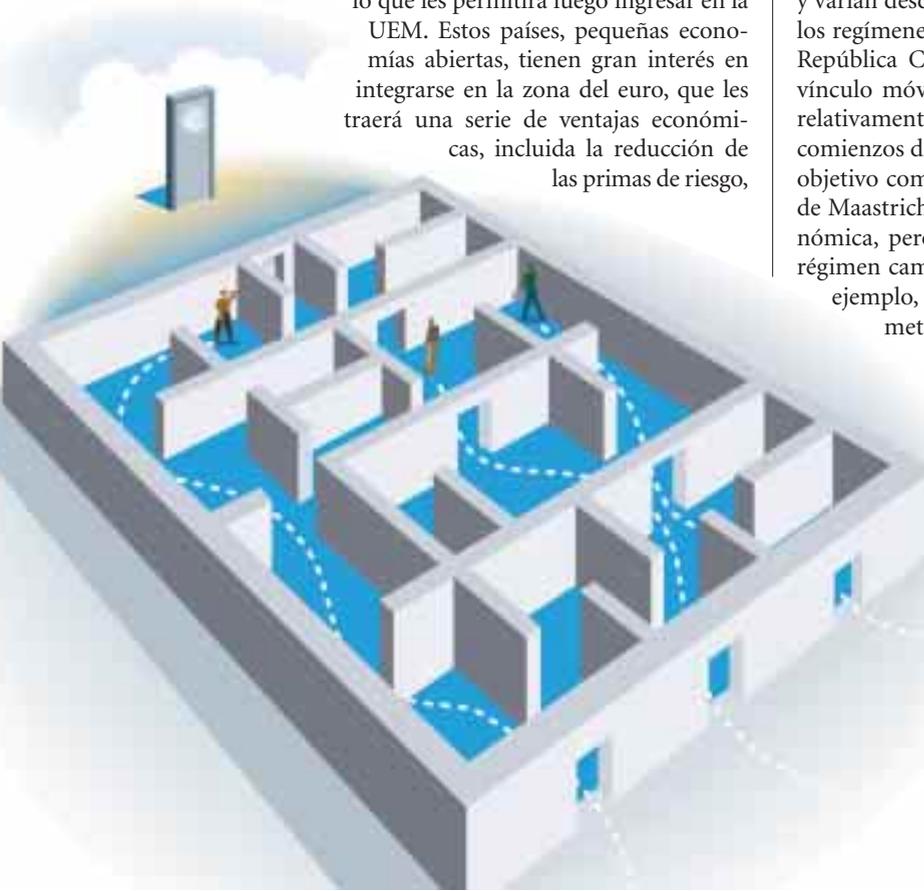
Una decisión importante para los países de Europa central y oriental que desean ingresar en la Unión Europea es la selección del régimen cambiario más apropiado. La experiencia demuestra que son muchos los factores que deben tenerse en cuenta y que no hay una solución “de talla única”.

György Szapáry

LA CREACIÓN de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa ha reanimado el debate sobre los regímenes cambiarios. Ahora está en juego la selección del régimen que mejor se ajuste a los intereses de los países de Europa central y oriental que se preparan a ingresar en la Unión Europea (UE) y tratan de cumplir los criterios establecidos en el Tratado de Maastricht, lo que les permitirá luego ingresar en la UEM. Estos países, pequeñas economías abiertas, tienen gran interés en integrarse en la zona del euro, que les traerá una serie de ventajas económicas, incluida la reducción de las primas de riesgo,

las tasas de interés y los costos de transacción. Se trata de determinar si hay un régimen cambiario ideal para estos países, en la etapa anterior a su ingreso en la UEM, que garantice la estabilidad, mantenga la competencia, fomente la reforma estructural y permita cumplir los criterios de Maastricht en materia de inflación.

Los regímenes cambiarios de estos países son muy diversos y varían desde los mecanismos de conversión (Estonia) hasta los regímenes de flotación (Polonia, desde abril de 2000, y la República Checa). El sistema de Hungría —basado en un vínculo móvil preanunciado con una banda de fluctuación relativamente estrecha de 2,25% de cada lado, en vigor hasta comienzos de mayo de 2001— es un régimen intermedio. Un objetivo común de estos países es avanzar hacia los criterios de Maastricht a medida que llevan a cabo su transición económica, pero no parece haber un vínculo directo entre su régimen cambiario actual y el avance hacia ese objetivo. Por ejemplo, Estonia ha logrado prácticamente cumplir la meta de inflación fijada por la UE con su régimen de caja de conversión, al igual que la República Checa. Polonia ha seguido una trayectoria de desinflación bastante similar con un vínculo móvil de banda ancha, en tanto que Hungría ha logrado lo mismo con una banda angosta (gráfico 1). Si bien estos resultados demuestran que hay otras políticas tan importantes como el régimen cambiario, la selección de éste sigue siendo fundamental puesto que el objetivo final de los países es fijar el valor de su moneda en relación con el euro de manera ordenada y eficiente.



El efecto Balassa-Samuelson

El efecto Balassa-Samuelson (analizado por los economistas Bela Balassa y Paul Samuelson) se produce porque la tasa de aumento de la productividad varía de un sector a otro, en tanto que los salarios tienden a diferenciarse menos. En general, la tasa de aumento de la productividad es mayor en el sector de bienes comerciables que en el sector de bienes no comerciables, como los servicios. En la medida en que el aumento más rápido de la productividad en el sector de bienes comerciables eleva los salarios en todos los sectores, los precios de los bienes no comerciables en relación con los comerciables aumentarán. Dado que el aumento de la productividad es más rápido en los países que preparan su adhesión a la UE que en los países miembros de la UE, este efecto implica que, si no varían otros factores, el índice de los precios al consumidor aumentará en los primeros países más rápidamente que en los segundos.

Características comunes

Los países en transición que desean ingresar en la UEM reúnen varias características comunes que repercuten en la política cambiaria. Primero, los sueldos y los precios de los bienes no comerciables son más bajos que en otros países de la UE y, conforme al efecto “Balassa-Samuelson” (véase el recuadro), aumentarán más rápidamente que los precios en la UE a medida que las economías en transición alcancen los niveles de la UE. Por lo tanto, los tipos de cambio reales de los países que preparan su adhesión, medido según el índice de precios al consumidor, se elevarán durante esta etapa, que probablemente durará varios años. Si estos países desean evitar una pérdida de competitividad y graves problemas de balanza de pagos, la apreciación real deberá ajustarse en general al efecto Balassa-Samuelson.

Segundo, estas economías sumamente abiertas forman parte de un sistema financiero mundial en el que el flujo de capital está mucho menos restringido de lo que estaba, por ejemplo, cuando ingresaron en la Unión Europea, Grecia, Portugal y España. Debido a su calidad de mercados emergentes, estos países siguen expuestos a la inestabilidad de los flujos de capital, como la que se observó durante la crisis financiera de Rusia en 1998, cuando se registró en estos países una fuga de capitales independientemente de los factores básicos de la economía y los regímenes cambiarios. Tercero, los precios relativos en estos países sufrirán ajustes que van más allá del efecto Balassa-Samuelson como consecuencia de la reforma estructural y la liberalización que se llevan a cabo en sectores como las telecomunicaciones, la energía, el transporte y la atención de la salud. El efecto inflacionario de estas reformas es menos estable y progresivo que el correspondiente al efecto Balassa-Samuelson porque está vinculado a la realización de las reformas, que a menudo está vinculada, a su vez, a la privatización de esas actividades. Cuarto, los mercados internos de estos países son pequeños, y la inversión y el crecimiento económico dependen en gran medida de la

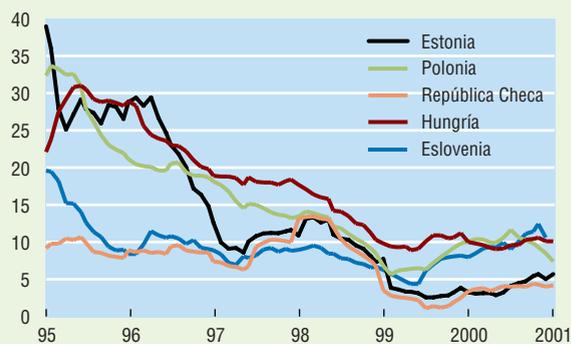
exportación y la importación. Una pérdida de competitividad se traducirá con bastante rapidez en un deterioro de la balanza de pagos.

Al seleccionar el régimen cambiario, las autoridades de los países que aspiran a ingresar en la UE se ven confrontados con tres objetivos difíciles de conciliar: i) lograr una estabilidad cambiaria razonable frente a la volatilidad del capital, ii) lograr una apreciación ordenada del tipo de cambio real siguiendo una trayectoria que se ajuste al efecto Balassa-Samuelson y iii) avanzar hacia el criterio de Maastricht en materia de inflación. Este último estipula que, un año antes de ingresar en la UEM, la tasa de inflación del país no debe superar en más de 1,5 puntos porcentuales la tasa media de inflación de los tres países de la UE de menor inflación.

La mejor forma de alcanzar el objetivo de estabilidad sería un régimen de tipo de cambio fijo. Sin embargo, dado el riesgo de que la flexibilización de los salarios y las firmes políticas de respaldo necesarias para mantener un tipo de cambio fijo no puedan implementarse, un tipo de cambio rígidamente fijo podría dar lugar a una rápida apreciación del tipo de cambio real, que resultaría insostenible. Un régimen cambiario flexible, en forma de banda ancha de fluctuación o flotación libre, podría permitir, en principio, una apreciación gradual del tipo de cambio real de conformidad con el efecto Balassa-Samuelson y, al mismo tiempo, ayudar al país a alcanzar la meta de inflación sin necesidad de aplicar políticas monetarias y fiscales excesivamente restrictivas. No obstante, puesto que los países en transición están especialmente expuestos a la inestabilidad de los flujos de capital especulativo, un régimen flexible podría traducirse en una gran variabilidad del tipo de cambio real.

Uno de los argumentos a favor de los regímenes flexibles es que ofrecen mejor protección contra ataques especulativos. Durante la crisis de Rusia, sin embargo, Israel y Polonia —consideradas economías de mercado emergente— descubrieron que las bandas anchas no los protegían de ataques especulativos en caso de bruscos cambios en la actitud del

Gráfico 1
Tasa de inflación en los países en transición,
enero de 1995–enero de 2001
(porcentaje)



Fuente: *Estadísticas financieras internacionales* (febrero de 2001) (versión 1.0) [CD-ROM] (Washington: Fondo Monetario Internacional).

mercado. Otro argumento, según el cual las bandas anchas desalientan las entradas de capital especulativo puesto que el riesgo de depreciación es mayor, no se confirmó ni en Israel ni en Polonia antes de la crisis de Rusia. En efecto, ambos países registraron una afluencia de capital sustancial (véase Darvas y Szapáry, 2000).

La convergencia

Es probable que los países que aspiran a ingresar en la UE atraigan capital a medida que los inversionistas prevean la convergencia de las tasas de interés y la apreciación de los tipos de cambio. De hecho, la expectativa de que estos países adopten políticas que les permitan ingresar en la UE anuncia la posibilidad de buenos rendimientos y un menor riesgo de capital especulativo. A fin de alcanzar la meta de inflación necesaria para ingresar en la UEM, las autoridades monetarias de los países intentarán mantener tasas de interés nominales mayores que las que exige el control del riesgo cambiario, lo cual alentará a los extranjeros a invertir en instrumentos de renta fija denominados en moneda nacional, como los títulos públicos. Las favorables perspectivas de crecimiento también atraerán inversión extranjera a los mercados bursátiles, como sucedió en Grecia, Portugal y España, cuyas bolsas de valores registraron mejores resultados que los otros mercados europeos tras su ingreso en la UE. El rendimiento que se espera de estas inversiones de cartera se verá favorecido por la apreciación prevista del tipo de cambio.

La afluencia de capital especulativo crea problemas específicos para los países que desean ingresar en la UE. Primero, sería prematuro que se centren en la convergencia. La fecha de ingreso en la UEM es aún incierta, y una apreciación excesiva de las monedas de estos países o una caída demasiado rápida de las tasas de interés internas, como consecuencia de las entradas de capital, no serían compatibles con los objetivos de estabilización. Segundo, estos países siguen siendo vulnerables frente a cambios de actitud del mercado provocados por las crisis financieras de otros países. Cuanto mayor sea el volumen de capital especulativo que ingresa al país, mayor será el capital que saldrá cuando cambie la percepción del mercado, lo cual reduciría la estabilidad. Un volumen de capitales insignificante para mercados del tamaño del Estados Unidos o la zona del euro puede crear conmociones en los mercados cambiarios de países como la República Checa, Hungría e incluso Polonia.

El síndrome del “pesaje”

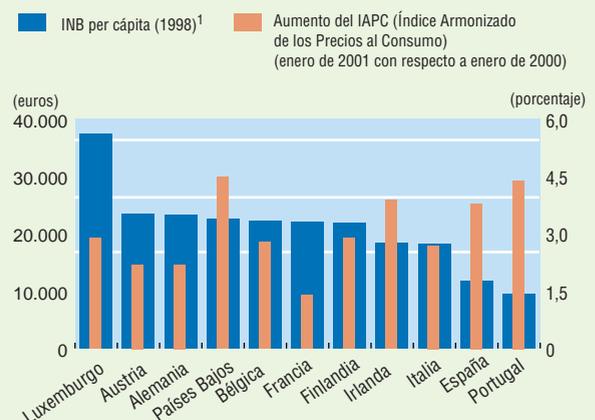
Al adoptarse el régimen cambiario en la etapa previa al ingreso en la UEM debe tenerse en cuenta la necesidad de cumplir el criterio de Maastricht con respecto a la inflación, que, como ya se señaló, está vinculado a la tasa de inflación en la UE. Puesto que este proceso de convergencia implica una tasa de inflación más alta en virtud del efecto Balassa-Samuelson, la meta de inflación de Maastricht sólo podrá alcanzarse aplicando políticas monetarias y fiscales muy restrictivas —que podrían poner en peligro el crecimiento económico y el empleo— o mediante la apreciación del tipo de cambio nominal. Es probable que, por temor de perder competitividad, los países se resistan a una apreciación nominal que consideren excesiva, sobre todo a medida que los

flujos de capital se intensifiquen al acercarse la fecha de ingreso en la UEM. Es probable que se observe un efecto que podría denominarse el “síndrome del pesaje”: al igual que los pugilistas que no comen durante horas antes del pesaje y luego tienen una gran comida, los países podrían mantener una política monetaria muy restrictiva y recurrir a diversas técnicas (por ejemplo, el congelamiento de los precios administrados o la reducción de los impuestos sobre el consumo) para reducir la inflación antes del ingreso en la UEM, abandonando estas políticas tras el ingreso. Como resultado, se vería menguada la eficiencia de la gestión económica.

Una forma de evitar el síndrome del pesaje es tener explícitamente en cuenta el principio del efecto Balassa-Samuelson en los criterios de Maastricht dejando mayor margen de maniobra que el previsto en la norma actual, que subestima dicho efecto. Desde un punto de vista estrictamente económico, lo más lógico sería vincular la desviación permisible de la inflación al diferencial de aumento de la productividad, puesto que este diferencial determina el efecto Balassa-Samuelson. Sin embargo, dado que la tasa de aumento de la productividad depende de factores cíclicos que varían de un país a otro, sería difícil encontrar una medida estándar del efecto Balassa-Samuelson que pueda aplicarse uniformemente para definir la desviación permisible de la inflación.

Una mejor solución sería agrupar tanto los países miembros como los países candidatos según su ingreso per cápita y definir sobre esta base el valor de referencia para la desviación de la inflación. En el caso de los países de alto ingreso, la referencia sería la tasa de inflación media del grupo de países con el mayor ingreso per cápita, y la referencia para los países de bajo ingreso sería la tasa de inflación media del

Gráfico 2
Ingreso nacional bruto (INB) per cápita y tasa de inflación en algunos países de la UEM



Fuente: *Estadísticas financieras internacionales* (febrero de 2001) (versión 1.0) [CD-ROM] (Washington: Fondo Monetario Internacional).

¹1997 en el caso de España; PIB per cápita en el caso de Portugal.

grupo de países con el ingreso per cápita más bajo. Una agrupación de este tipo permitiría estimar el nivel de desarrollo de los países y, por lo tanto, la mayor rapidez del aumento de la productividad y el efecto Balassa-Samuelson. De hecho, no es sorprendente que los países de la UEM con el menor ingreso per cápita, Portugal y España, hayan registrado tasas de inflación superiores al promedio en la zona del euro (gráfico 2). No obstante, un tratamiento diferenciado violaría el principio de equidad entre los países miembros originales de la UEM y los que ingresan a la unión monetaria más tarde. El principio de equidad se mantuvo por razones comprensibles cuando se negociaron los criterios iniciales de ingreso y los países fundadores establecieron la unión monetaria. Es difícil imaginar que no hubiese sido así; haber intentado acordar distintas tasas de inflación habría paralizado las negociaciones. Ahora que la unión monetaria está establecida y en funcionamiento, sería preferible, en aras de la eficiencia de la gestión económica, adoptar un enfoque más exacto en el que se tengan en cuenta las leyes del desarrollo económico.

Aunque es lógico, desde un punto de vista económico, establecer distintas tasas de inflación permisibles —a efectos de la adhesión a la UEM— en función del nivel de desarrollo económico de los países plantea cierto peligro. El peligro surge del temor popular en la UEM de que un enfoque “permisivo” podría diluir la estabilidad de los precios en la zona del euro y debilitar el valor del euro. Este temor podría reducir el respaldo político necesario para la ampliación de la zona del euro y retrasar la adhesión de los países de Europa central y oriental, sobre todo los que tienen el ingreso per cápita más bajo. Una solución de compromiso razonable sería establecer la desviación permisible de la inflación con respecto a la tasa de inflación media de la zona del euro (Índice Armonizado de Precios al Consumo, IAPC) y no con respecto a la tasa de los tres países de la UE de menor inflación. Cuando se negoció el Tratado de Maastricht y los países aplicaban distintas políticas monetarias, los miembros fundadores deseaban fomentar una convergencia hacia una tasa de inflación menor. Ahora que la tasa de inflación global de la zona del euro depende de una sola política monetaria, tiene más sentido definir la desviación con respecto a la tasa de inflación media de la zona. Para un país candidato en diciembre de 2000, esto habría significado un margen adicional de 1,0% (una tasa de inflación media de la UEM del 2,3%, por oposición a una tasa media de 1,3% en los tres países de la UE de menor inflación). Aunque pequeña, una diferencia de esta magnitud puede ser significativa cuando las tasas de inflación son tan bajas. Otra opción sería sencillamente incrementar la desviación permisible, pero podría considerarse que ello resta rigor al criterio de Maastricht y podría dar lugar nuevamente al temor popular ya mencionado.



György Szapáry, Vicepresidente del Banco Nacional de Hungría.

No hay un régimen cambiario de “talla única”

Si bien faltan varios años para que los países en transición de Europa central y oriental ingresen en la UEM, es necesario tomar decisiones sobre el tipo de régimen cambiario más idóneo para su desarrollo económico y su transición. Como se desprende del análisis anterior, las autoridades de estos países tendrán que considerar problemas complejos para seleccionar el régimen cambiario: las características de su economía, su decisión de seguir una trayectoria que les permita formar parte de la zona del euro y la integración mundial de los mercados financieros. Como consecuencia del efecto combinado de la mundialización y de la convergencia hacia la UE, es probable que los países que preparan su adhesión sigan atrayendo flujos de capital. Asimismo, siguen expuestos a variaciones de la actitud del mercado, que podrían provocar súbitos cambios de sentido de los flujos de capital que no se justificarían por la evolución de los factores

económicos fundamentales.

No hay una solución clara. La experiencia de los países con distintos regímenes cambiarios demuestra claramente que ninguno de ellos es el más indicado para todos los países candidatos en la etapa anterior a la adhesión, y que son muchos los factores que afectan las decisiones de los países. El factor más evidente es la solidez de la voluntad política de aplicar políticas macroeconómicas, sobre todo fiscales, monetarias y de ingreso, necesarias para lograr la estabilidad interna y externa. Cuanto menos firme sea dicha voluntad, menos probable será que un tipo de cambio rígidamente fijo pueda soportar las presiones del mercado. Los avances en la reforma estructural, por ejemplo mediante la privatización, el desmantelamiento de los controles de los precios, y la reforma de los sistemas de salud también deben considerarse porque este tipo de reformas afecta la futura trayectoria de la inflación. Un progreso más lento en estos campos sería un argumento a favor de un régimen cambiario más flexible para absorber los posibles efectos inflacionarios. El requisito de alcanzar la meta de inflación de Maastricht sería un argumento en contra de un régimen rígidamente fijo porque no dejaría margen para una apreciación nominal de la moneda que contribuya a reducir la inflación. Por consiguiente, la carga recaería enteramente sobre otras políticas a un costo que posiblemente no se justifique. La adopción unilateral del euro en una etapa inicial, que propugnan algunos economistas, tendría la misma desventaja. **F&D**

Los puntos de vista expresados en este artículo son del autor y no reflejan necesariamente la posición oficial del Banco Nacional de Hungría.

Bibliografía:

Darvas, Zsolt y György Szapáry, 2000, “Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime Really Matter?” *International Finance*, vol. 3, págs. 25–51.