

Una banda cambiaria en el G-3 ¿Es lo mejor para los mercados emergentes?

Carmen M. Reinhart y Vincent Raymond Reinhart

A LO LARGO de los años, pese a los vaivenes de la moda cambiaria, siempre han estado a la orden del día las propuestas de fijar una banda dentro de la cual fluctuaría la cotización de las tres monedas más importantes: el dólar, el marco alemán (hoy, el euro) y el yen. Conceptualmente, las bandas —que marcan la amplitud permitida de la fluctuación de las divisas, en términos porcentuales, por acuerdo de los países emisores— brindarían a los países industriales mayor estabilidad cambiaria tras el colapso de los tipos de cambio fijos.

Los pioneros del tema, Ronald McKinnon y John Williamson, se concentraron en los posibles beneficios para los países industriales. En los últimos años, los analistas han comenzado a plantearse si también podrían verse favorecidos los mercados emergentes, ya que muchos de ellos han vinculado su moneda implícita o explícitamente al dólar. Después de todo, las crisis financieras que los azotaron a fines de la década pasada fueron atribuidas en parte a la inestabilidad cambiaria en los países industriales. Concretamente, se consideró que la prolongada apreciación del dólar frente al yen y al marco alemán antes de la crisis asiática menoscabó la competitividad de muchas economías de mercado emergente.

Hay quien sostiene que una manera de suavizar las sacudidas desestabilizantes originadas en el extranjero sería reduciendo la variabilidad de los tipos de cambio entre las monedas del Grupo de los Tres (G-3) —es decir, Estados Unidos, Japón y los 12 miembros de la zona del euro (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal)— mediante la fijación de bandas. ¿Es esto algo que les convenga a los mercados emergentes? Para responder a ese interrogante,

estudiamos los efectos de las fluctuaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés del G-3 en 128 países en desarrollo en los últimos 30 años. Confiamos en que nuestras conclusiones den qué pensar a los proponentes de las bandas cambiarias.

La relación inversa con las tasas de interés

Para comprender los pro y los contra de una banda es indispensable contestar esta pregunta: ¿qué pueden hacer los bancos centrales del G-3 (el Sistema de la Reserva Federal estadounidense, el Banco de Japón y el Banco Central Europeo) para que los tipos de cambio se mantengan dentro de su banda? En principio, las posibilidades para las autoridades monetarias son tres:

- Recurrir a intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario —en otras palabras, compras o ventas de la moneda propia que no hagan variar la oferta monetaria interna— para limitar el movimiento de los tipos de cambio bilaterales.

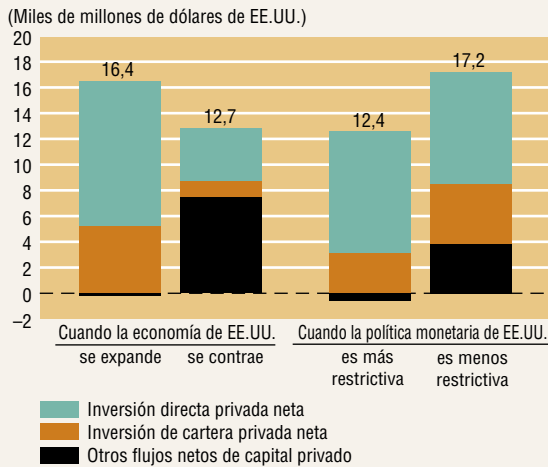
- Imponer controles sobre las operaciones de cambio o los capitales, como un impuesto sobre las transacciones o la constitución obligatoria de reservas bancarias prudenciales.

- Alterar las condiciones del mercado interno para mantener el tipo de cambio de la moneda nacional dentro de los límites deseados. Al alcance de las autoridades de los grandes países, esta posibilidad implicaría intervenciones no esterilizadas en el mercado cambiario —compras o ventas de la moneda propia que hagan variar la oferta monetaria interna—, estableciéndose así un vínculo más directo entre las tasas de interés internas y el valor de cambio de la moneda.

En la práctica, la única alternativa viable es la tercera, ya que las intervenciones esterilizadas

¿Es la estabilidad que ofrece una banda cambiaria para las tres monedas principales lo que más conviene a los países de mercado emergente? Según un estudio reciente, la respuesta no es tan sencilla porque el precio podría ser el recrudescimiento de la volatilidad de las tasas de interés.

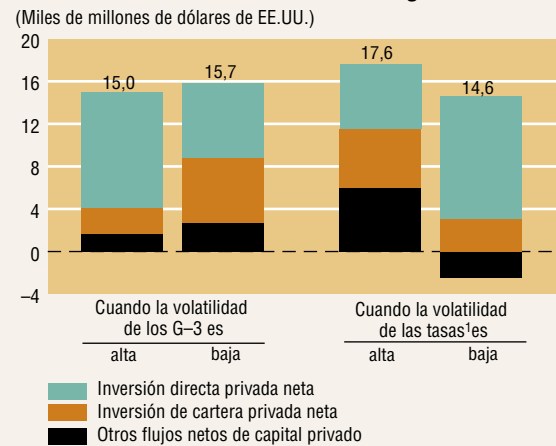
Gráfico 1
Influencia de los ciclos económicos estadounidenses sobre los flujos de capital reales hacia mercados emergentes



Fuente: Cálculos de los autores basados en *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2000 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Nota: Las cifras sobre cada barra vertical denotan flujos de capital privados netos.

Gráfico 2
Influencia de la volatilidad de los tipos de cambio y las tasas de interés sobre los flujos de capital reales hacia mercados emergentes



Source: Cálculos de los autores basados en *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2000 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Nota: Las cifras sobre cada barra vertical denotan flujos de capital privados netos.

¹ El período de la muestra es 1973–99.

han resultado infructuosas, y la comunidad internacional se inclina en general por la libre circulación de los capitales. ¿Cómo funciona la tercera opción? Por ejemplo, si el valor de cambio del dólar respecto del yen trepara hacia el límite superior de la banda acordada (es decir, si el dólar se apreciara frente al yen), la Reserva Federal podría hacerlo bajar comprando yenes con dólares. Esto engrosaría las reservas del sistema bancario estadounidense y provocaría un descenso de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos. La clave está en que hay una relación inversa: dentro del G-3, las tasas de interés a corto plazo internas tendrían que ser más variables para que los tipos de cambio lo fueran menos. Además, la subordinación de la política monetaria a una meta cambiaría presuntamente alteraría la dinámica de los ciclos económicos de los países del G-3, y también el flujo de capital hacia el mundo en desarrollo.

Por consiguiente, una banda cambiaria podría reducir la volatilidad de los tipos de cambio e incrementar la de las tasas de interés. Para evaluar esta relación, es importante recordar que la mayoría de los países en desarrollo son deudores netos de los países industriales, con obligaciones generalmente a corto plazo denominadas en una divisa del G-3. Entonces, la estabilización de los tipos de cambio del G-3 implicaría una estabilización de la relación de intercambio de los mercados emergentes, pero también provocaría una mayor volatilidad de los costos del servicio de la deuda externa y podría hacer subir las primas de riesgo. En suma, la situación no sería necesariamente favorable para las economías de mercado emergente. Hay que comparar las ventajas de la estabilización de la relación de intercambio con el costo de una mayor inestabilidad de los gastos en concepto de intereses, y el cálculo depende de la composición de los flujos comerciales y de la

deuda. En la práctica puede resultar bastante complicado si, por ejemplo, un fuerte aumento del costo del endeudamiento sacudiera los balances y produjera un racionamiento del crédito cuyos efectos negativos sobre las perspectivas de ingresos de un país fueran mayores que los efectos positivos de una reducción equivalente de dicho costo. El cálculo se vuelve aún más enmarañado al incorporarle la interacción más compleja —y realista— entre el mundo industrial y en desarrollo, ya que el recrudecimiento de la volatilidad de las tasas de interés del G-3 podrían influir en el nivel global de demanda de los países industriales o en la voluntad de sus inversionistas de conceder crédito al exterior.

Flujos de capital norte-sur

Como la teoría económica plantea diversas vías de influencia que no operan en el mismo sentido, abordamos el tema empíricamente, examinando primero la influencia de los ciclos económicos —es decir, recesiones y expansiones— de Estados Unidos sobre los flujos de capital reales hacia los mercados emergentes en 1970–99. Como muestra el gráfico 1, los flujos netos fueron por lógica sustancialmente mayores en términos reales durante las expansiones que durante las recesiones. La causa principal de la diferencia fue el repunte de los flujos de inversión extranjera directa (IED) y los flujos de inversión de cartera, que casi se triplicaron y quintuplicaron, respectivamente, entre la fase de recesión y la de expansión.

El principal contrapeso fueron otros flujos netos —sobre todo el crédito bancario—, que se evaporaron durante las expansiones. Aparentemente, los bancos estadounidenses buscaron oportunidades de préstamo (por lo general a corto plazo) en el extranjero al contraerse la demanda interna de crédito y bajar las tasas de interés, como suele suceder durante

una recesión. A la vez, la demanda de préstamos provenientes de países industriales parece intensificarse cuando la IED da señales de agotamiento. El auge del crédito bancario estadounidense a América Latina entre fines de los años setenta y comienzos de los ochenta, y la multiplicación de los préstamos bancarios japoneses a las economías emergentes asiáticas a mediados de la década del noventa, son ejemplos del comportamiento cíclico de los otros flujos netos. Aunque una recesión en Estados Unidos quizá no sea del todo mala para los flujos de capital encaminados hacia los mercados emergentes, esos flujos están compuestos mayormente por financiamiento a corto plazo, que es menos estable que la IED.

También analizamos esta muestra anual desde la óptica de la dirección de la política monetaria estadounidense. En los años en que fue expansiva, los mercados emergentes de todas las regiones (excepción hecha de África, que quedó excluida casi por completo de los mercados internacionales de capital) recibieron corrientes de capital notablemente mayores. Los flujos de IED y de inversión de cartera no varían demasiado durante los ciclos de las tasas de interés, pero otros flujos (a corto plazo) experimentan vaivenes marcados.

¿Cuál es la volatilidad que importa?

Como existen varias vías de influencia del norte sobre el sur a través de los mercados de capital, no está del todo claro cuál es el beneficio neto de obtener estabilidad de los tipos de cambio a costa de la variabilidad de las tasas de interés. Para dar una idea empírica, en el gráfico 2 se muestran los resultados del conjunto de datos de 30 años sobre los flujos de capital reales, divididos según los tipos de cambio reales del G-3 fueran más (o menos) volátiles que la mediana y las tasas de interés a corto plazo reales en Estados Unidos más (o menos) volátiles que la mediana.

Del parecido del primer par de barras se deduce que los flujos de capital anuales fueron, en promedio, más o menos iguales a pesar de la presencia o ausencia de volatilidad en los tipos de cambio del G-3. Ahora bien, la volatilidad cambiaria aparentemente estuvo acompañada de una menor inversión de cartera y un consiguiente aumento de la inversión directa. Las consecuencias fueron mucho más notables cuando las tasas de interés a corto plazo estadounidenses fluctuaron más que el promedio. En los últimos 30 años, los flujos de capital se intensificaron cuando las tasas de interés experimentaron más cambios, lo cual se debe exclusivamente a la inversión de cartera y otros flujos (sobre todo bancarios), que fueron prácticamente inexistentes en términos netos cuando las tasas de interés eran estables, pero que sumaron más de US\$10.000 millones cuando las tasas de interés eran volátiles. La IED, por el contrario, pareció sufrir, reduciéndose a la mitad durante los períodos de inestabilidad de las tasas de interés.

Reflexiones para los encargados de la política económica

Al plantearse la posibilidad de bandas cambiarias para el G-3, las autoridades podrían preguntarse si el mundo en desarrollo se vería favorecido. La experiencia no parece indicar que la volatilidad de los tipos de cambio del G-3 haya influido de-



Vincent Raymond Reinhart, Director de Asuntos Monetarios, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal estadounidense. Carmen M. Reinhart, profesora de Economía de la Universidad de Maryland durante la preparación de la monografía original, actualmente Directora Adjunta del Departamento de Estudios del FMI.

masiado en los flujos de capital dirigidos a las economías de mercado emergente. Si el precio de aplacarla es incrementar la volatilidad de las tasas de interés de los países industriales, los efectos desfavorables para los mercados emergentes pueden ser considerables. No debe sorprendernos la posibilidad de que los canales financieros reaccionen de manera distinta en el norte y en el sur. Después de todo, las economías de mercado emergente —que ya han cedido gran parte de la autonomía en cuestiones monetarias, suelen fijar los precios de sus bienes en moneda extranjera y pueden perder repentinamente acceso a los mercados financieros mundiales— son muy diferentes de las economías industriales. **F&D**

Este artículo se basa en la monografía "What Hurts Most: G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility?", que los autores presentaron en la conferencia sobre crisis monetarias organizada por el National Bureau of Economic Research en Monterrey, California, en marzo de 2001.

Referencias bibliográficas:

- Calvo, Guillermo A. y Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating", en *Quarterly Journal of Economics*, de próxima publicación.
- McKinnon, Ronald, 1997, *The Rules of the Game* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Reinhart, Carmen M., 2000, "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises", documento de trabajo, Universidad de Maryland.
- Rogoff, Kenneth, "On Why Not a Global Currency," en *American Economic Review*, de próxima publicación.
- Williamson, John, 1986, "Target Zones and the Management of the Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, págs. 165-74.