



OMNA: ¿Tipo de cambio fijo o flotación?

Conforme abren sus economías, es posible que estos países tengan que reconsiderar sus regímenes cambiarios

Abdelali Jbili y Vitali Kramarenko

DESDE las crisis cambiarias de los años noventa, los economistas se han dedicado en gran medida al estudio teórico y práctico de los regímenes cambiarios de los países en desarrollo. Inicialmente se creía que los países de este grupo que están muy integrados en el comercio y los sistemas financieros internacionales debían adoptar un régimen de flotación o de tipo de cambio fijo, pero esta idea se está poniendo en entredicho. La opinión que ahora prevalece es que una mayor flexibilidad de la gestión del tipo de cambio ayudaría a los países a afrontar las perturbaciones externas, paliar el riesgo de crisis bancarias y facilitar la estabilidad financiera. Por supuesto, están también los que se inclinan por regímenes intermedios y subrayan lo difícil que es para los países en desarrollo cum-

plir con los requisitos para implantar con éxito un régimen de flotación y las repercusiones negativas de un exceso de volatilidad cambiaria en la inversión y el crecimiento.

En los últimos años, varias economías de Oriente Medio y Norte de África han registrado notables avances en la liberalización del comercio, en la apertura de sus sistemas financieros y en la adopción de instrumentos de política monetaria de mercado. Ante estas circunstancias, ¿les convendría también estudiar la posibilidad de flexibilizar más sus políticas cambiarias? En la actualidad, los regímenes cambiarios de la región incluyen una caja de conversión (Djibouti), distintos tipos de flotación (la República Islámica del Irán y Egipto) y regímenes de tipo de cambio fijo. Además, los seis miembros del Consejo para la Cooperación en el Golfo (CCG) han

acordado la creación de una unión monetaria con una sola moneda vinculada al dólar de EE.UU. para 2010.

A continuación se analizan los regímenes cambiarios de cinco países de mercados emergentes de la región (Egipto, Jordania, Líbano, Marruecos y Túnez) y un país productor de petróleo (Irán) a fin de determinar si deberían adoptar regímenes más flexibles a medida que siguen abriendo sus economías. El análisis se basa en la teoría de las zonas monetarias óptimas, según la cual las perturbaciones reales (como las de la relación de intercambio) pueden afrontarse mejor a través de regímenes de tipo de cambio flexible y las nominales (como las que afectan a la demanda de dinero) a través de regímenes de tipo de cambio fijo. El tamaño de la economía, la apertura al comercio y a los flujos de capital, el grado de dolarización, la flexibilidad de los mercados de bienes y de trabajo, las políticas comerciales y la coordinación de las medidas fiscales y monetarias son otros factores importantes que inciden en la determinación de un régimen cambiario. La decisión de aplicar un régimen flexible es adecuada en el caso de Egipto e Irán, pero en el de otros países, es menos clara y debe considerarse a más largo plazo. En cualquier caso, la transición a un régimen cambiario más flexible plantea el tema de las condiciones que el país debería satisfacer a tales efectos, como la modificación de su marco de política monetaria.

Regímenes actuales

Según la clasificación oficial publicada en *International Financial Statistics 2002* del FMI, Jordania, Líbano y Marruecos aplican alguna variación del régimen de tipo de cambio fijo. Egipto mantuvo uno hasta el 29 de enero de 2003, cuando adoptó un régimen de flotación. Túnez y, más recientemente, Irán han aplicado regímenes de flotación dirigida.



Egipto vinculó su moneda al dólar en 1991, pero abandonó este régimen a mediados de 2000. La presión sobre la libra ha aumentado desde 1998, por la fuga de capitales a raíz

de la crisis de Asia y las repercusiones del terrorismo interno y externo en el turismo. Además, la apreciación del dólar frente al euro y al yen agravó la pérdida de competitividad. En un comienzo, el país respondió a la presión interviniendo en el mercado de divisas y aplicando medidas crediticias más restrictivas, pero la merma de las reservas oficiales no se detuvo y el crecimiento económico se desaceleró. La presión sobre el tipo de cambio no cedió después de una primera depreciación a mediados de 2000, y en enero de 2001 se adoptó una banda cambiaria ajustable. Sin embargo, esa presión se reintensificó después del 11 de septiembre, provocando una depreciación de más del 35% frente al dólar entre mediados de 2000 y principios de 2003. Las divisas al tipo de cambio oficial escasearon en el mercado formal, y surgió un mercado paralelo. Tras la reciente adopción de un régimen de flotación, el tipo de cambio se depreció un 20% y la disponibilidad de divisas en el mercado formal es mayor.



Irán adoptó un régimen de flotación dirigida con un agregado monetario como ancla nominal de facto tras la unificación, en marzo de 2002, de los múltiples tipos de cambio reconocidos oficialmente. El banco central regula la flotación principalmente mediante intervenciones en el mercado de divisas, dado que en el país prácticamente no existen los mercados monetarios y las tasas de rendimiento financiero (que equivalen a las tasas de interés) están controladas. Las fluctuaciones del tipo de cambio efectivo real del rial parecen estar determinadas por los ingresos del petróleo. Hace poco se creó un fondo de estabilización del petróleo para suavizar las repercusiones de las fluctuaciones del precio del crudo. La decisión de adoptar un régimen de flotación dirigida parece adecuada en vista de la vulnerabilidad de Irán frente a las perturbaciones de la relación de intercambio, las actuales reformas comerciales, los planes de liberalización gradual de los precios y las perspectivas de una gran afluencia de capital.



Jordania, una pequeña economía abierta, ha vinculado su moneda al dólar desde 1996. Este anclaje ha ayudado al país a reducir la inflación y a amortiguar las perturbaciones nominales en la demanda de dinero, pero lo ha tornado vulnerable a las que afectan a la relación de intercambio. Aunque depende de los precios de las exportaciones de minerales y de las remesas de trabajadores jordanos en la región, la economía del país sigue siendo sólida, a pesar de la sensible apreciación del dólar y el deterioro de la relación de intercambio en años recientes. Esto se debe, en parte, a la flexibilidad de los mercados de trabajo del país, las reformas estructurales, un acuerdo de libre comercio con Estados Unidos y uno de asociación con la Unión Europea, y el margen de seguridad proporcionado por las donaciones en especie de petróleo de Iraq. Si bien la afluencia de capital privado no es cuantiosa, durante períodos de inestabilidad los bancos comerciales acumularon activos externos en proporción con la creciente preferencia de los habitantes por la moneda extranjera. El banco central hace frente a las presiones sobre el dinar con intervenciones en el mercado de divisas y ajustes de la tasa de interés. El nivel de las reservas oficiales brutas, que a finales de septiembre de 2002 equivalían a nueve meses de importaciones, alivió la vulnerabilidad ante las perturbaciones, mientras que un ajuste fiscal que redujo los coeficientes de deuda pública ha reforzado la credibilidad y ha dado cabida a políticas fiscales anticíclicas.



Líbano tiene una economía abierta pequeña muy dolarizada y con una paridad fija con esa moneda. Aunque durante los años noventa el país logró una rápida desinflación, la economía se ha visto afectada por una pérdida de competitividad y se ha vuelto vulnerable a la volatilidad de las

transferencias y los flujos de capital. Además, los grandes déficit fiscales estructurales han causado una gran acumulación de deuda pública (170% del PIB en 2001), con lo cual ha aumentado la vulnerabilidad del sistema financiero frente a cualquier ajuste apreciable del tipo de cambio nominal. En varias ocasiones Líbano ha tenido que elevar aún más las tasas de interés para defender la paridad en períodos de poco crecimiento. Últimamente, la intervención en el mercado de divisas ha sido el mecanismo al que más se ha recurrido para defender la libra, pero ello tiene sus limitaciones, especialmente si las reservas no son suficientes para cubrir las obligaciones externas a corto plazo y los agregados monetarios.



La moneda de Marruecos, el dirham, que está vinculada a una cesta de monedas, se apreció, en términos tanto nominales como reales, durante largo tiempo. Al existir restricciones en la cuenta de capital (principalmente en las salidas de capital de residentes), el banco central ha retenido cierta autonomía en cuanto a la política monetaria. Debido a la aplicación de una política monetaria más bien prudente, las tasas de inflación según el índice de precios al consumidor han ido convergiendo hacia las de los países desarrollados. Sin embargo, el dirham se apreció en alrededor del 21% en términos efectivos reales entre enero de 1991 y marzo de 2001, básicamente por la elevada ponderación del dólar de EE.UU. en la cesta. Esto, aunado a la creciente integración de Marruecos con la Unión Europea, impulsó al banco central a ajustar la composición de la cesta en abril de 2001 a favor del euro, lo que dio lugar a una depreciación relativamente pequeña del tipo de cambio efectivo nominal. A pesar de los avances logrados en materia de estabilidad macroeconómica, el crecimiento ha sido relativamente débil, debido a la dependencia de la agricultura y al ritmo lento al que avanzan las reformas estructurales. Es posible que, al no haber incrementos de la productividad, la apreciación real del dirham también haya frenado el aumento de las exportaciones.



Túnez, que ha fijado una meta de facto para el tipo de cambio real de su moneda, el dinar, ha mantenido una inflación baja desde mediados de los años noventa, debido principalmente a la aplicación de políticas monetarias y fiscales prudentes, y entre 1996 y 2001 registró un promedio de crecimiento del PIB real del 5%. La política cambiaria de Túnez ha tenido a su favor la falta de perturbaciones importantes en la relación de intercambio y los controles de capital aplicados a no residentes. El turismo ha venido cobrando cada vez más importancia, y la dependencia de la agricultura ha disminuido.

Este análisis revela que los regímenes cambiarios de los seis países han dado resultados variados. Los de Jordania, Marruecos y Túnez últimamente no se han visto sometidos a presiones, porque las perturbaciones reales han sido relativamente manejables y las medidas macroeconómicas han sido

coherentes, en general, con el régimen cambiario aplicado. Por el contrario, las presiones persistentes en los mercados cambiarios de Egipto y Líbano demuestran que la vulnerabilidad ante las perturbaciones exógenas reales, la inestabilidad de las entradas de capital (Egipto) y los grandes déficit fiscales estructurales financiados mediante fuertes endeudamientos internos y externos (Líbano) no son compatibles con un tipo de cambio fijo. En cuanto a Irán, la unificación del tipo de cambio ha dado resultados satisfactorios y la transición hacia un régimen de flotación dirigida ha sido fluida.

Independientemente del régimen aplicado, cinco de los seis países (Irán es la excepción) registraron tasas de inflación bajas, con promedios de crecimiento real del 3%–5% entre 1993 y 2001. Estos buenos resultados reflejan la tendencia descendente de la inflación en el mundo durante la mayor parte de los años noventa y los efectos de la aplicación de medidas prudentes de gestión de la demanda, así como también, en grados distintos, la persistencia de controles de precios. Las perspectivas de crecimiento son algo ambiguas, dada la vulnerabilidad de la agricultura a los cambios meteorológicos (Marruecos y Túnez), la volatilidad de los precios del crudo (Irán) y las escasas mejoras de la productividad total de los factores en los seis países. Además, las perturbaciones exógenas internacionales o regionales, incluidos el colapso del proceso de paz en Oriente Medio y los hechos del 11 de septiembre, han repercutido en el crecimiento. El costo de adaptarse a estas perturbaciones podría haber sido menor, *ceteris paribus*, con un régimen cambiario flexible en vez de fijo.

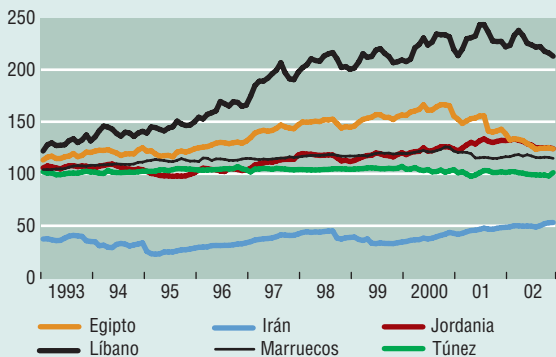
La decisión adecuada

Si bien la decisión de aplicar un régimen cambiario más flexible pareció ser adecuada en el caso de Egipto e Irán, queda por ver si estos países se inclinarán más por la flotación que por la regulación del tipo de cambio, especialmente si se tiene en cuenta el predominio fiscal en la formulación de la política monetaria en Irán y la necesidad de establecer un marco institucional que respalde la coordinación de la política fiscal y la política monetaria en ambos países. No obstante, en el caso de los otros países, podría ser necesaria una mayor flexibilización del tipo de cambio a mediano o largo plazo. Líbano podría mantener un tipo de cambio fijo a corto plazo, a la vez que aplica un fuerte ajuste fiscal acompañado de un monto sustancial de asistencia de donantes. Sin embargo, a más largo plazo no queda claro si solo el ajuste fiscal —aun si va acompañado de reformas estructurales de fondo— será suficiente para reactivar la competitividad y el crecimiento de la economía libanesa.

Al elegir un régimen cambiario, Jordania, Marruecos y Túnez deberán tener en cuenta que las reformas como la liberalización del comercio y de la cuenta de capital probablemente promuevan una mayor afluencia de capitales potencialmente volátiles, y que sus incipientes sistemas financieros podrían encontrar dificultades para su intermediación. Asimismo, tienen que analizar las perturbaciones exógenas reales a las que están expuestas sus economías, como los cambios en la relación de intercambio y las condiciones de seguridad. La experiencia de otras economías de mercados emergentes

Fluctuaciones del tipo de cambio

De los seis países, Líbano y Egipto registraron en los años noventa la mayor apreciación del índice del tipo de cambio efectivo real, lo que redujo la competitividad de sus economías. En el caso de Túnez, se mantuvo estable por haberse fijado el índice como objetivo en sus políticas¹.



Fuentes: Autoridades nacionales y base de datos del sistema de avisos de información.

¹El año base es 1990 para todos los países salvo Líbano (1991). Última observación: noviembre de 2002.

demuestra que los regímenes cambiarios más flexibles parecen ser más idóneos para ayudar a los países de OMNA a adaptarse a una mayor afluencia de capitales y a las perturbaciones exógenas, mientras que los tipos de cambio fijos o las bandas estrechas podrían acarrear ingentes costos económicos, particularmente si un país no aborda oportunamente el problema de la rigidez de los salarios nominales y del mercado de trabajo y su situación fiscal relativamente débil.

En cuanto al grado de flexibilidad y el momento adecuado para la transición, no hay una receta colectiva. El ritmo y la secuencia de las mejoras en los sistemas financieros y la evolución del ajuste fiscal son factores importantes, y la flexibilidad podría situarse entre regímenes de flotación ligeramente dirigida y regímenes intermedios. Más importante tal vez es la necesidad de que estos países emprendan la transición hacia una estabilidad relativa antes de que ocurra una crisis.

Efectos en el plano monetario

Los países que opten por una mayor flexibilidad cambiaria tienen que elegir un ancla nominal para su política monetaria a fin de estabilizar las expectativas inflacionarias. Dos posibilidades serían fijar metas para la tasa de crecimiento de un agregado monetario o para la inflación. La fijación de un agregado monetario como meta, por ejemplo la base monetaria o el dinero en sentido amplio, es tal vez más conocida entre las autoridades de los países en desarrollo y exige cumplir requisitos institucionales y de política menos exigentes. Sin embargo, se basa en el supuesto de que existe una relación estable entre la oferta de dinero y la inflación, algo que no siempre podría ser así.

Los datos disponibles sobre la velocidad-ingreso del dinero muestran una tendencia estable a la baja en toda la región, salvo Jordania. No obstante, la demanda de dinero podría

perder estabilidad tras la reforma del sector financiero —incluida la introducción de nuevos instrumentos financieros— y una mayor liberalización de la cuenta de capital. Además, una deuda pública insostenible, sobre todo en economías muy dolarizadas, podría minar la confianza y desestabilizar aun más la demanda de dinero. Todos estos aspectos inciden en la formulación de una estrategia basada en la fijación de un agregado monetario como meta.

En el segundo caso, el banco central fija una meta de inflación para una fecha determinada y usa los instrumentos apropiados para cumplirla. Se compromete además a subordinar otros objetivos a favor de la meta de inflación y a una estricta rendición de cuentas. El banco central ajustará las tasas de interés a corto plazo de acuerdo con la evolución de la inflación prevista, la brecha de producción (definida por lo general como la diferencia porcentual entre el PIB real y el “potencial”) y algún indicador del tipo de cambio, por la importancia que éste seguirá teniendo para el logro de las metas de inflación en las economías abiertas.

Los requisitos para el buen funcionamiento de una estrategia de metas de inflación representan un verdadero desafío para los mercados emergentes: solidez fiscal y alto grado de coordinación de las políticas fiscal y monetaria; un sistema financiero bien desarrollado; independencia del banco central en la ejecución de la política monetaria y el mandato de lograr la estabilidad de precios; entendimiento más o menos adecuado de cómo los instrumentos de política monetaria inciden en la inflación, y credibilidad basada en sólidos antecedentes de rendición de cuentas y transparencia.

Ninguno de los seis países cumple todos los requisitos para la fijación de metas de inflación, pero Jordania y Túnez están cerca en ciertos casos. Concretamente, todos tienen que eliminar el predominio fiscal en la formulación de la política monetaria, reducir la deuda pública y crear instituciones que impulsen medidas fiscales anticíclicas, desarrollar sus sistemas financieros, y dotar de credibilidad a las políticas fiscal y monetaria. Asimismo, los bancos centrales tienen que profundizar el análisis de los instrumentos de transmisión entre los instrumentos de política monetaria y la inflación.

Varios países de mercados emergentes han avanzado paulatinamente hacia una estrategia de metas de inflación, sin cumplir de entrada todas las precondiciones. En Sudáfrica, la transición se produjo a partir de una estrategia de metas de agregados monetarios basada en un objetivo de inflación informal. Chile y Polonia abandonaron gradualmente la estrategia de objetivos de bandas cambiarias e inflación en favor de un enfoque basado en la inflación. De esta experiencia podrían extraerse enseñanzas valiosas para los países de OMNA que estén considerando una estrategia similar. ■

Abdelali Jbili es Director Adjunto y Vitali Kramarenko, economista principal, en el Departamento del Oriente Medio del FMI.

Bibliografía:

Fondo Monetario Internacional, 2002, *International Financial Statistics* (Washington).