



De un tipo de cambio fijo a uno flotante: No hay que temer

Cómo los países pueden efectuar la transición hacia un régimen cambiario de flotación

*Cem Karacadag,
Rupa Duttagupta,
Gilda Fernández
y Shogo Ishii*

PESE A QUE la mayoría de los países tienen regímenes cambiarios fijos, en la última década un creciente número de economías —como Brasil, Chile, Israel y Polonia— han adoptado regímenes flexibles. Es probable que esta tendencia continúe porque la intensificación de los vínculos transfronterizos ha incrementado el riesgo de la volatilidad de los flujos de capital para los países con regímenes fijos. Además, los regímenes flexibles suelen proteger mejor a los países de las perturbaciones externas y ofrecer mayor independencia en la formulación de la política monetaria.

No obstante, muchos países son reacios a dejar que sus monedas floten por temor a una volatilidad excesiva —inquietud central en países en que los balances son vulnerables al riesgo cambiario y en que los ajustes del tipo de cambio repercuten con fuerza en la inflación— y a la pérdida de control de las expectativas inflacionarias. Asimismo, les preocupa cómo abandonar el tipo de cambio fijo en forma ordenada puesto que ello exige efectuar preparativos, actuar en el momento oportuno y contar con un sólido marco de política económica.

De hecho, la mayoría de las salidas hacia regímenes flexibles se debe a una crisis (gráfico 1).

¿Qué medidas pueden adoptar los países para reducir al mínimo los riesgos de la transición de un régimen fijo a un tipo de cambio flexible? y ¿con qué rapidez deben actuar? ¿Deben abandonar la paridad antes o después de liberalizar la cuenta de capital? En el presente artículo se resumen las principales cuestiones operativas y de política para los países que deciden adoptar un tipo de cambio de mercado. El objetivo es ofrecer orientación práctica a fin de atenuar el “temor a la flotación” de los países que están efectuando la transición. Aunque cabría esperar que la aplicación de políticas macroeconómicas y estructurales sólidas es un requisito esencial, tanto para los países que optan por flexibilizar el tipo de cambio como para mantener una paridad creíble, las instituciones y los mercados también desempeñan una función importante.

El mercado cambiario

En primer lugar, *es esencial que los países establezcan mercados cambiarios profundos y*

líquidos para la determinación y formación de los precios (en este caso, el tipo de cambio). En la mayoría de las economías en desarrollo y de mercados emergentes el mercado cambiario es poco profundo e ineficiente, en parte porque depende en gran medida de la reglamentación cambiaria. Asimismo, la rigidez del tipo de cambio frena su desarrollo porque los agentes de mercado tienen menos incentivos para formarse una opinión de la tendencia del tipo de cambio, tomar posiciones, o controlar el riesgo. Además, en un régimen fijo el banco central suele ser un agente en el mercado por necesidad, lo cual frena la actividad interbancaria.

¿Qué medidas pueden adoptar los países para mejorar la profundidad y eficiencia de sus mercados cambiarios? Permitir un cierto grado de flexibilidad es quizás la medida más importante. Incluso cuando son pequeñas, las fluctuaciones del tipo de cambio crean rápidamente incentivos para que los agentes del mercado recopilen información, se formen opiniones, asignen precios a las divisas y controlen el riesgo cambiario (gráfico 2). Es esencial que el primer paso hacia la flexibilidad—independientemente de la rapidez con que se abandonará el régimen—genere en el mercado cambiario un sentimiento de riesgo de error en ambos sentidos. De esta forma los agentes tomarán posiciones cortas y largas. Entre otras medidas que los países pueden adoptar para profundizar el mercado cabe señalar:

- *Reducir la función de creación de mercado del banco central*—y la frecuencia con que fija las tasas de compra y venta—porque limita la actividad de otros creadores de mercado. En su lugar, el banco central puede promover el mercado reduciendo al mínimo sus operaciones con los bancos y dejando de ejercer influencia en los precios.
- *Divulgar más información* sobre las fuentes y usos de las divisas y las tendencias de balanza de pagos para que los agentes del mercado puedan formar juicios creíbles con respecto al tipo

Gráfico 1

Salidas ordenadas o desordenadas

La mayoría de las salidas hacia un régimen cambiario más flexible generalmente se debe a una crisis y se efectúa en forma desordenada.

Número y tipo de salidas



Salidas, por tipo de régimen cambiario; 1990–2002



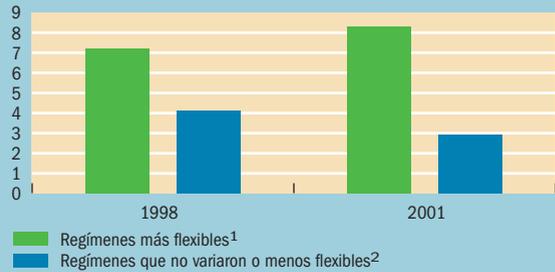
Fuente: FMI.

Gráfico 2

Cómo ayuda la flexibilidad

Aunque ha disminuido en los países con regímenes flexibles (o que no variaron), el volumen de operaciones del mercado de divisas en los mercados emergentes de mayor flexibilidad cambiaria ha aumentado.

(Porcentaje de los flujos en cuenta corriente y de capital)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y FMI.

¹Brasil, Chile, Filipinas, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Tailandia.

²Hungría, India, Malasia y México.

de cambio y la futura política monetaria y determinar el precio de las divisas en forma eficiente.

- *Eliminar gradualmente la normativa que inhibe la actividad de mercado*, como la cesión de divisas al banco central, los impuestos y los recargos sobre las transacciones en moneda extranjera y las restricciones sobre las operaciones interbancarias.
- *Unificar y simplificar la legislación cambiaria* y evitar cambios frecuentes y ad hoc. Si la legislación y reglamentación cambiarias son sencillas y fáciles de comprender, mejora la transparencia del mercado y se reducen los costos de transacción.
- *Facilitar el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo* suprimiendo los controles sobre las operaciones a término una vez que las instituciones financieras logren controlar el riesgo en forma adecuada.

Intervención oficial

Segundo, **los países necesitan establecer políticas que orienten los objetivos, las fechas y los montos de la intervención cambiaria.** En un régimen fijo, la magnitud de las intervenciones y las fechas en que ocurren están en gran parte fuera del control del banco central. En un régimen flexible, la intervención es discrecional y el banco central sigue interviniendo para corregir desajustes, tranquilizar a los mercados, acumular reservas y proporcionar divisas. No obstante, la experiencia de los países parece indicar por qué son preferibles las intervenciones más selectivas y de alcance limitado:

- *Los desajustes cambiarios son difíciles de detectar y cuantificar* debido a la variedad de metodologías para estimar el tipo de cambio de equilibrio.
- *La volatilidad cambiaria a corto plazo no siempre justifica una intervención.* Un tipo de cambio volátil a corto plazo puede atribuirse a variaciones de las variables fundamentales o a la aparición de nueva información y ser consecuencia de la formación de precios de mercado.
- *La intervención oficial no siempre es eficaz* para influir en el tipo de cambio o reducir la volatilidad, como se observó

en Chile, México y Turquía. De hecho, en muchos casos la intervención incrementa la volatilidad cambiaria.

- *La intervención es más eficaz cuando es relativamente infrecuente* porque aprovecha el elemento de sorpresa y consolida la confianza del mercado en el compromiso oficial con la flexibilidad cambiaria.

Una política de intervención transparente también puede ayudar. Muchos países, entre otros, Filipinas y Turquía, afirmaron su compromiso con un tipo de cambio de mercado y recalcaron que la intervención no tendría por objeto fijar una meta para el tipo de cambio. Además, el compromiso público con los objetivos de intervención somete las operaciones en divisas del banco central a la vigilancia del mercado y a la rendición de cuentas. En este sentido las políticas de intervención de Australia y Suecia, en las que se declaran claramente los motivos de la intervención, son buenos ejemplos.

Cambios de ancla y de la política monetaria

Tercero, *los países deben establecer una nueva ancla nominal y tenerla en cuenta cuando rediseñan el marco de política monetaria* al abandonar el régimen fijo. Ambas tareas exigen un considerable fortalecimiento de la capacidad y de la credibilidad. Planificar la transición es esencial para poder abandonar el régimen en forma ordenada. Debido a las dificultades que surgen al intentar establecer una nueva ancla nominal que, además, sirva de ancla de las expectativas inflacionarias, muchos países solo han podido renunciar gradualmente a la función de ancla (y, por lo tanto, de fijación) del tipo de cambio. Varios países han utilizado una banda de fluctuación (que se amplía gradualmente) como régimen intermedio en la transición, a veces larga, hacia otra ancla nominal (como sucedió en Chile, Hungría, Israel y Polonia).

En consecuencia, los países que han logrado abandonar la paridad en forma ordenada generalmente adoptan el sistema de metas de inflación como ancla nominal alternativa si el horizonte temporal es largo. Estas transiciones de larga duración han sido en parte atribuibles al tiempo necesario para cumplir los requisitos institucionales y macroeconómicos. Independientemente de que se satisfagan o no las condiciones de un sistema de metas de inflación, muchos de los elementos de ese sistema son esenciales para establecer un marco fiable de política monetaria. Concretamente, el régimen de política monetaria debe asignar una prioridad indiscutible a la estabilidad de precios con respecto a otros objetivos rivales, ofrecer independencia operativa al banco central, establecer la transparencia y rendición de cuentas para la ejecución de la política monetaria, demostrar su capacidad para pronosticar la inflación y adoptar medidas de política compatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Además, la política monetaria es más creíble cuando se sustenta en una regla de metas monetarias intermedias basada en las proyecciones de inflación y en un proceso explícito de formulación de la política monetaria (por ejemplo, reuniones periódicas del comité de política monetaria y la posterior emisión de comunicados de prensa, en lugar de procesos ad hoc de toma de decisiones y de comunicación).

Control del riesgo cambiario

Cuarto, *los países necesitan contener el riesgo cambiario en todos los sectores de la economía*. Fortalecer la capacidad de los

agentes de mercado para que controlen este riesgo y el de las autoridades de supervisión para que lo regulen y lo vigilen requiere tiempo, y estas funciones deben fomentarse mientras el tipo de cambio siga fijo.

La crisis financiera de México de 1994 puso de manifiesto cómo una deficiente gestión pública de la liquidez en divisas puede provocar una crisis cambiaria. Análogamente, la crisis de Asia oriental demostró que el endeudamiento del sector empresarial en moneda extranjera, sin cobertura de riesgos, puede ocasionar pérdidas enormes para los bancos acreedores y un auge de la demanda de divisas. Incluso cuando los bancos equiparan los activos y los pasivos en moneda extranjera, utilizar el financiamiento externo a corto plazo para conceder préstamos en moneda extranjera a largo plazo a prestatarios sin cobertura de riesgos engendra considerables riesgos crediticios y de liquidez para los bancos.

Un análisis y control de gran alcance del riesgo cambiario en todos los sectores de la economía es un paso clave en países que desean abandonar una paridad cambiaria en forma ordenada. A su vez, la evaluación del riesgo cambiario entraña un análisis detallado de los balances, no solo de la composición por monedas de las partidas del balance, sino también de los vencimientos, la liquidez y la calidad crediticia de los activos y pasivos en moneda extranjera.

Aunque también existe riesgo cambiario en los regímenes fijos, regular y controlar el riesgo son tareas más apremiantes en regímenes flexibles en que el tipo de cambio fluctúa a diario. La gestión del riesgo cambiario por parte de las instituciones financieras comprende establecer sistemas de información para llevar un seguimiento de las fuentes de riesgo, diseñar fórmulas de base contable y emplear técnicas analíticas de medición del riesgo basadas en la evolución prevista, y crear políticas y procedimientos sobre el riesgo interno.

Momento propicio para liberalizar la cuenta de capital

Con respecto a las cuestiones críticas de política, los países deben considerar si la cuenta de capital debe liberalizarse antes o después de la transición hacia una mayor flexibilidad cambiaria. La experiencia de los mercados emergentes en la última década pone de manifiesto los riesgos que entraña abrir la cuenta capital antes de adoptar un tipo de cambio flexible. Muchos países se vieron obligados a abandonar la paridad tras registrar súbitos cambios de sentido de los flujos de capital en un entorno de apertura de la cuenta capital (México a finales de 1994, Tailandia en julio de 1997 y Brasil a principios de 1999). Otros, confrontados con grandes entradas de capital y presiones al alza sobre la paridad, tuvieron que flexibilizar el tipo de cambio para evitar el recalentamiento de la economía (Chile y Polonia en los años noventa). Por lo tanto, incluso en condiciones económicas favorables, abrir la cuenta de capital antes de flexibilizar el tipo de cambio puede desestabilizar las condiciones internas de liquidez, crear desequilibrios macroeconómicos y engendrar ataques especulativos.

Incluso cuando la flexibilidad cambiaria antecede la apertura de la cuenta capital, sin embargo, la orientación y la composición de la liberalización de la cuenta capital tienen repercusiones macroeconómicas. Los países que liberalizan la cuenta de capital para facilitar las entradas de capital, por ejemplo, corren el riesgo de que se produzcan una liquidez y expansión del crédito excesivas. En

términos más generales, una asimetría sustancial en el grado de apertura de la cuenta de capital puede crear un sesgo al alza (o a la baja) en el valor del tipo de cambio con respecto a su valor de equilibrio a largo plazo. Por lo tanto, la transición hacia la flexibilidad cambiaria debe complementarse eliminando gradualmente las asimetrías en la movilidad del capital para facilitar una corrección ordenada de posibles desajustes del tipo de cambio.

¿Salida lenta o rápida?

Los países también deben decidir la velocidad con que flexibilizarán el régimen cambiario. Un enfoque gradual entraña adoptar medidas mesuradas hasta establecerse la libre flotación, por ejemplo, pasando de una paridad frente a una *sola* moneda a un vínculo fijo o móvil con respecto a una *cesta* y, posteriormente, a una banda cambiaria cuya amplitud aumenta progresivamente. En un enfoque rápido, en cambio, son pocos o inexistentes los pasos intermedios.

El grado de desarrollo institucional y del mercado es un factor determinante de la velocidad apropiada. Sin instituciones y mercados que ofrezcan respaldo, una estrategia de salida *gradual* puede ser más indicada porque reduce el riesgo de una excesiva volatilidad cambiaria y los consiguientes efectos negativos sobre la credibilidad del mercado, las expectativas inflacionarias y los balances. Asimismo, fomenta la profundización del mercado cambiario permitiendo que la flexibilidad del tipo de cambio y la actividad en ese mercado se refuercen mutuamente.

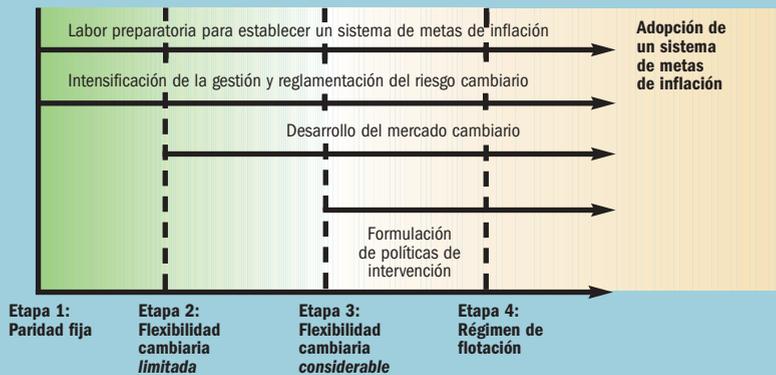
Una estrategia de salida rápida ofrece ventajas importantes siempre que estén establecidos los fundamentos institucionales de un régimen de flotación. Un enfoque rápido —iniciado desde una posición de solidez macroeconómica y conjugado con una política monetaria prudente— puede emitir señales de mayor credibilidad, en cuanto al compromiso con la flexibilidad cambiaria, que un enfoque gradual. Asimismo, ofrece un mayor poder discrecional de intervención: la falta de compromiso con una trayectoria o una banda de fluctuación preestablecida permite al banco central limitar sus intervenciones y conservar sus reservas de divisas.

Independientemente de la estrategia de salida que se escoja, cada paso hacia adelante debe crear riesgo de error en ambos sentidos. Por ejemplo, cuando se utiliza una banda, esta debe ser lo suficientemente amplia como para garantizar que el tipo de cambio oscile en torno a una paridad central en ambos sentidos. También es esencial ajustar el nivel del tipo de cambio para no perder súbitamente la flexibilidad de la banda de fluctuación como consecuencia de una posible asimetría. Si la transición hacia una banda estrecha se efectúa en un entorno de persistentes presiones al alza, el tipo de cambio puede alcanzar el límite superior de la banda y obligar a las autoridades monetarias a defenderla o a ampliarla. A su vez, si los ajustes de la banda de fluctuación son frecuentes puede socavarse la credibilidad del mercado y pueden surgir presiones especulativas que someten a prueba los límites de la banda. Cuanto mayor sea la apertura de la cuenta capital, mayor será la urgencia de abordar estas cuestiones.

Gráfico 3

Salida ordenada

La probabilidad de éxito es mayor cuando se adopta un enfoque gradual para efectuar la transición hacia un régimen de flotación.



Fuente: Autores.

Las probabilidades de éxito de una estrategia para abandonar un régimen cambiario aumentan cuando se realizan preparativos, ya sea gradual o rápidamente. Muchas de las medidas operativas tardan en materializarse, y antes de abandonar una paridad debe haber concluido la labor preparatoria (gráfico 3). Los países pueden, por ejemplo, abordar los siguientes requisitos operativos: otorgar independencia al banco central, mejorar la capacidad para pronosticar la inflación y la transparencia de la política monetaria, crear sistemas de información sobre el riesgo cambiario y recopilar más información sobre la evolución de balanza de pagos. En la segunda etapa puede ser necesario un cierto grado de flexibilidad cambiaria para estimular el mercado de divisas y permitir que se desarrollen otros ámbitos operativos. La política de intervención podrá formularse una vez aceptada la mayor flexibilidad cambiaria. ■

Rupa Duttagupta y Cem Karacadag son economistas del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, y Gilda Fernández es economista del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI. Shogo Ishii es Jefe de División del Departamento de Asia y el Pacífico.

El presente artículo se basa en "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility", IMF Working Paper 04/126, de Rupa Duttagupta, Gilda Fernández y Cem Karacadag.

Referencias:

- Bubula, Andrea, e Inci Otker-Robe, 2003, "Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?", IMF Working Paper 03/223 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Canales-Krijlenko, Jorge, 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey", IMF Working Paper 03/95 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Guimarães, Roberto, y Cem Karacadag, 2004, "The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets: The Cases of Mexico and Turkey", IMF Working Paper 04/123 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Williamson, John, 1996, The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel (Washington: Instituto de Economía Internacional).