

# Selección del régimen cambiario

Un viejo interrogante desde un nuevo ángulo: ¿Tipo fijo, flotante o algo intermedio?

Atish R. Ghosh y Jonathan D. Ostry

UN INTERROGANTE perenne de la economía internacional —ya sea en círculos académicos o gubernamentales— es la selección del régimen cambiario óptimo. Tras el desmoronamiento del sistema de Bretton Woods a comienzos de los años setenta y la adopción de la segunda enmienda del Convenio Constitutivo del FMI, los países tienen libertad para elegir el régimen cambiario que preferan.

Pero como ya no están obligados a vincular su tipo de cambio dentro de un sistema supervisado por el FMI, necesitan una base sólida para seleccionar el régimen más adecuado a sus necesidades, ya sea fijo, flotante o intermedio. Durante la última década, el FMI elaboró tres grandes análisis de la selección de regímenes cambiarios —en 1999, 2003 y 2009 (Mussa *et al.*, 2000; Rogoff *et al.*, 2004; y Ghosh, Ostry y Tsangarides, de próxima publicación)— basados en estudios empíricos internos y externos (Ghosh *et al.*, 1997; Ghosh, Gulde y Wolf, 2003; Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2002; y Reinhart y Rogoff, 2004). Estos exámenes, que forman parte del mandato de la organización, contribuyen a informar a los países miembros sobre la posible influencia de esa decisión en el desempeño macroeconómico— inflación, crecimiento, proclividad a crisis— y su aporte a la estabilidad del sistema monetario internacional.

## Puntos de vista en evolución

Las preferencias en cuanto al régimen cambiario cambiaron considerablemente durante las dos últimas décadas, sobre todo en las economías en desarrollo y de mercados emergentes. A comienzos de la década de 1990, la tendencia era vincular el tipo de cambio a una moneda ancla fuerte (generalmente, el dólar de EE.UU. o el marco alemán), particularmente en las naciones que estaban pasando de una economía dirigida a una de mercado e intentando estabilizarse tras las primeras liberalizaciones de precios. Pero en esa década también se produjo una serie de “crisis de la cuenta de capital” en



los mercados emergentes, durante las cuales fuertes vuelcos de las afluencias de capital provocaron colapsos monetarios y pusieron de relieve la fragilidad de los tipos de cambio fijos.

Cuando el FMI realizó el examen de los regímenes cambiarios en 1999, la línea ortodoxa sostenía que un vínculo cambiario simple era demasiado propenso a la crisis y que los países debían adoptar o bien un vínculo “duro”, tal como una unión monetaria o una caja de conversión, o, en el otro extremo del espectro, una flotación libre en la cual el mercado determina el valor de la moneda sin intervención estatal.

Esta “receta bipolar”, pensada principalmente para los países de mercados emergentes y en desarrollo, contenía básicamente las mismas alternativas que se estaban planteando las economías avanzadas. Muchas de ellas iban encaminadas hacia vínculos duros en forma de uniones monetarias —como en el caso de la zona del euro—, mientras que otras optaban por la flotación libre. De hecho, algunas lograron una solución doble: los países del bloque del euro tienen un vínculo duro (una unión monetaria) entre sí, pero el euro flota respecto de otras monedas.

Sin embargo, la receta bipolar para los mercados emergentes resultó efímera. El colapso del vínculo duro de Argentina en 2002 (el régimen de convertibilidad, que mantenía atada la emisión interna de pesos a los dólares depositados en el banco central) puso en tela de juicio ese extremo del espectro bipolar.

## Miedo a la flotación

El examen de 2003 utilizó una clasificación de facto de los regímenes basada en el comportamiento efectivo del tipo de cambio, y no en el compromiso formal —de jure— declarado por el banco central. Una de sus conclusiones fue que los vínculos cambiarios ofrecían escaso beneficio a los países de mercados emergentes desde el punto de vista de la inflación y del crecimiento. Como la vinculación está asociada a una mayor probabilidad de crisis monetarias o financieras, el examen determinó que los mercados emergentes —así como

los países en desarrollo a medida que avanzara su integración financiera— deberían adoptar la flotación libre.

Pero en la práctica, pocos bancos centrales estaban —o, de hecho, están— dispuestos a seguir esa política porque no pueden ser indiferentes al valor de la moneda. Cuando ese valor retrocede, las autoridades se preocupan tanto por la importación de inflación como por los efectos que una depreciación cambiaria produce en el balance de los prestatarios con deudas en moneda extranjera, repentinamente más costosas de atender. Por otra parte, cuando aumenta el valor de la moneda las exportaciones pierden competitividad.

Ese miedo a la flotación es particularmente prevalente en los países de mercados emergentes y en desarrollo para los cuales las apreciaciones o las depreciaciones cambiarias abruptas —o, en términos más generales, la volatilidad cambiaria— pueden ser particularmente perjudiciales. Pero también hay que señalar que entre las economías avanzadas, los miembros de la zona del euro evitan la volatilidad monetaria manteniendo tipos de cambio irrevocablemente fijos (a través de la unión monetaria) con los países a los que están unidos por los lazos económicos más profundos, tales como el comercio.

En suma, la receta bipolar descartó los regímenes intermedios (incluidos los vínculos simples), el colapso de la convertibilidad en Argentina descartó los vínculos más duros, y en la práctica pocos países estaban dispuestos a volcarse a una flotación totalmente libre. Entonces, ¿qué régimen convenía adoptar? Obviamente, era hora de estudiar la cuestión desde una nueva perspectiva.

### **Del dicho al hecho**

El examen que acaba de concluir, basado en un conjunto de datos de los países miembros del FMI que abarcan el período entre 1980 y 2006, constituye el estudio más exhaustivo de regímenes cambiarios. No solo examina su impacto en una diversidad más amplia de variables (políticas monetarias y fiscales, inflación, crecimiento del producto y volatilidad, comercio y flujos de capital transfronterizos, proclividad a la crisis y ajustes externos), sino que también es el primero en utilizar clasificaciones de jure y de facto.

En consecuencia, se trata de un análisis más matizado de las ventajas relativas de los distintos regímenes.

### **El desempeño de la inflación**

Una abundancia de datos muestra que, en los países en desarrollo y de mercados emergentes, *los vínculos cambiarios están asociados a un desempeño óptimo de la inflación*. La única excepción ocurre cuando se fija un tipo subvaluado, el país no puede compensar el crecimiento de la oferta monetaria que acompaña a superávits persistentes de la cuenta corriente, y la acumulación resultante de reservas de divisas se traduce en un crecimiento monetario excesivo. En esos casos (una pequeña minoría dentro del grupo de datos del FMI), el vínculo cambiario no produce un beneficio inflacionario.

Esa determinación quizá parezca ir en contra de las conclusiones del estudio de 2003, según las cuales el beneficio inflacionario del vínculo cambiario en las economías emergentes era pequeño. La razón es sencilla: el estudio de 2009

utiliza clasificaciones tanto de jure como de facto; el de 2003 empleaba únicamente la clasificación de facto. Gran parte del beneficio inflacionario proviene de la credibilidad del compromiso formal del banco central a mantener la paridad, no solo de su intervención de facto en los mercados de divisas ni del comportamiento del tipo de cambio. En casi todos los casos en los cuales un banco central se compromete formalmente a un vínculo cambiario, lo mantiene en la práctica. El caso opuesto —un vínculo de facto sin un compromiso de jure— es mucho más común pero no produce el mismo beneficio a la hora de anclar las expectativas inflacionarias y reducir la inflación. A diferencia de los análisis precedentes, el estudio de 2009 pudo captar esas sutilezas utilizando clasificaciones tanto de jure como de facto.

### **El desempeño del crecimiento**

*El desempeño óptimo en términos del crecimiento se obtiene con regímenes intermedios*, es decir, los que mantienen tipos de cambio relativamente rígidos pero no establecen un vínculo formal con una moneda ancla. La razón principal es que esos regímenes representan un término medio entre la vinculación y la flotación libre. Los vínculos cambiarios están asociados a un nivel más bajo de inflación, menos volatilidad del tipo de cambio nominal y real, y mayor apertura comercial, todo lo cual está relacionado con un crecimiento más rápido. Pero también son más proclives a la sobrevaloración cambiaria, que perjudica la competitividad y socava el crecimiento.

Comparativamente, los tipos flotantes corren menos riesgo de sobrevaloración, pero por otra parte no bajan la inflación, no reducen la volatilidad ni promueven la integración comercial.

Los regímenes intermedios logran un equilibrio ideal entre estos extremos y están asociados a un crecimiento más rápido del producto per cápita, de alrededor de medio punto porcentual por año (teniendo en cuenta otros factores que influyen en el crecimiento). La vinculación cambiaria está asociada a un mejor desempeño del crecimiento que los regímenes flotantes, pero únicamente si logra evitar la sobrevaloración y la pérdida de competitividad.

### **Vínculos comerciales**

Es un hecho consabido que los miembros de una unión monetaria tienen lazos comerciales más fuertes. Pero el estudio de 2009 muestra que se obtienen beneficios parecidos con vínculos cambiarios simples (y, en menor medida, incluso con regímenes intermedios). El estudio determina también que —dejando de lado las crisis y en comparación con los regímenes flotantes— en los regímenes con vinculación y en los regímenes intermedios los flujos de capital tienden a encajar mejor con la suavización del consumo. Aunque esta última determinación no es tan contundente, una explicación es que la menor volatilidad del tipo de cambio real que caracteriza a los regímenes más rígidos promueve modalidades más “estables” de los flujos de capital —tales como la inversión extranjera directa—, en comparación con los flujos de cartera de “dinero caliente”. De hecho, la promoción más activa del comercio y de la inversión transfronteriza fue la motivación económica para los tipos de cambio fijos y, finalmente, la unión monetaria en Europa.

## Ventajas y desventajas

De más está decir que nada es perfecto. Según los estudios, los regímenes cambiarios más rígidos (con vinculación o intermedios) presentan tres grandes desventajas.

Primero, esos regímenes (especialmente los regímenes con vinculación) *limitan estrictamente el uso de otras políticas macroeconómicas*. La “trinidad imposible” de mantener simultáneamente un vínculo cambiario, una cuenta de capital abierta y una política monetaria independiente está ampliamente demostrada. Lo notable del estudio de 2009 es que esa limitación parece perpetuarse incluso en los países con un vínculo cambiario y cuentas de capital menos abiertas que someten los flujos de reservas a fuertes esterilizaciones. El otro resultado digno de mención es que la política fiscal anticíclica —recortar los impuestos y aumentar el gasto público para contrarrestar una desaceleración económica, y viceversa— también se ve estrictamente limitada con un vínculo cambiario. Presuntamente, eso sucede porque los flujos de capital están relacionados con el ciclo económico en la mayoría de los países de mercados emergentes y en desarrollo. Como durante una desaceleración una política fiscal expansiva podría erosionar la confianza y provocar nuevas salidas de capital, poniendo en peligro la viabilidad del vínculo cambiario, hay menos margen para una política fiscal anticíclica. Por ende, aunque desde el punto de vista del banco central el vínculo es útil para anclar las expectativas porque infunde disciplina en las políticas, por otro lado limita la respuesta ante shocks macroeconómicos.

Segundo, tanto el estudio de 1999 como el de 2003 determinaron que los vínculos cambiarios (y los regímenes intermedios) están relacionados con *una mayor proclividad a las crisis monetarias y financieras*, tales como crisis de deuda, interrupciones repentinas de las afluencias de capital o crisis bancarias. El estudio actual confirma estos resultados, sobre todo en los países en desarrollo y de mercados emergentes con cuentas de capital más abiertas. Pero también concluye que los auges crediticios, incluso los que terminan en crisis, tienen las mismas probabilidades de ocurrir con un régimen de flotación que con un vínculo o un régimen intermedio. Además, el riesgo de una crisis de crecimiento (una fuerte caída del crecimiento, cualquiera fuera su causa) no está correlacionado con el régimen cambiario. Por lo tanto, la mayor proclividad a la crisis representa un costo de los regímenes más rígidos. Pero los países con tipos flotantes no son totalmente inmunes, tal como lo demostró ampliamente la crisis mundial actual.

Tercero, los regímenes intermedios y de vinculación *dificultan un ajuste externo oportuno*. Del lado del déficit, los regímenes más rígidos están asociados a déficits más profundos que se corrigen de manera más abrupta y, como el tipo de cambio real no se ajusta, tienen un impacto más profundo en el producto y en la actividad económica que en un régimen de flotación. Del lado del superávit, estos regímenes están asociados a superávits grandes y sumamente persistentes, que pueden afectar a la estabilidad global del sistema monetario internacional si alcanzan una magnitud agregada suficiente.

## Conclusión

A diferencia de sus predecesores, el estudio actual expone ventajas y desventajas importantes con cada régimen. Los más rígidos ayudan a los países a anclar las expectativas inflacionarias, sustentan el crecimiento del producto y promueven la integración económica. Pero a la vez limitan el uso de políticas macroeconómicas, exacerbando la vulnerabilidad a la crisis y dificultando el ajuste externo. Así lo demuestra la experiencia reciente de los países europeos de mercados emergentes. Aunque muchos de los países con regímenes menos flexibles gozaron de un crecimiento vigoroso en los años precedentes a la crisis, también acumularon agudos desequilibrios externos, que los hicieron más vulnerables a un ajuste abrupto y perturbador y limitaron la posibilidad de desplegar políticas macroeconómicas anticíclicas.

Fundamentalmente, los resultados del examen de 2009 y la exposición de las ventajas y desventajas contribuiría a lo siguiente:

- Equilibrar el debate sobre los regímenes cambiarios más idóneos para los distintos países.
- Dar más latitud al FMI para tener en cuenta las circunstancias de cada país al adaptar el asesoramiento que proporciona.
- Generar una abundancia de información y resultados empíricos para ayudar a los 186 países miembros del FMI a tomar decisiones más fundamentadas sobre el régimen cambiario más adecuado. ■

*Atish R. Ghosh es Jefe de la División de Cuestiones Sistémicas, y Jonathan D. Ostry es Subdirector del Departamento de Estudios del FMI.*

---

### Referencias:

- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry y Holger Wolf, 1997, “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?”, *NBER Working Paper 5874* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde y Holger Wolf, 2002, *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry y Charalambos Tsangarides, de próxima publicación, *Toward a Stable System of Exchange Rates*, *IMF Occasional Paper* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levy-Yeyati, Eduardo, y Federico Sturzenegger, 2003, “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes”, *American Economic Review*, vol. 93, No. 4, págs. 1173–93.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro y Andrew Berg, 2000, *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*, *IMF Occasional Paper 193* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, No. 1, págs. 1–48.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks y Nienke Oomes, 2004, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, *IMF Occasional Paper 229* (Washington: Fondo Monetario Internacional).