

## ¿Por qué tanta inestabilidad cambiaria en el G-3?

*Kenneth S. Rogoff*

Pese a la concepción revolucionaria de Dornbusch, la inestabilidad de las tres monedas principales sigue siendo un misterio.



*Kenneth S. Rogoff es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.*

**E**N NOVIEMBRE del año pasado, tuve la feliz oportunidad de asistir a un homenaje al famoso modelo de sobrereacción cambiaria de Rudiger Dornbusch, cuyo estudio se había convertido de inmediato en un clásico 25 años antes por haber encontrado aparentemente sentido al caos del sistema cambiario flexible que acababa de desplazar a la serenidad de los tipos fijos de Bretton Woods.

Según Dornbusch, la inestabilidad cambiaria excesiva era resultado inevitable de las políticas monetarias caóticas que ya habían causado el derrumbe de los tipos fijos. Si esta política es impredecible en un país, también lo serán los diferenciales de inflación nacional. En consecuencia, hay inestabilidad cambiaria, ya que a muy largo plazo tiene que haber un vínculo estrecho entre los diferenciales de inflación nacional y los tipos de cambio. (Por lo menos, eso es lo que venímos creyendo desde que el economista sueco Gustav Cassel propugnó la teoría de la “paridad de poder adquisitivo” —los tipos de cambio fluctúan según varía el nivel de los precios al consumidor— para recalibrar el sistema cambiario mundial, que se había venido abajo en la primera guerra.)

Si Dornbusch se hubiera limitado a señalar que la política monetaria había perdido el rumbo en los años setenta, habría impresionado por su sensatez, pero no necesariamente por su brillantez. La genialidad fue la idea de la sobrereacción. Su lógica ya es famosa: la inestabilidad cambiaria no solo *refleja* la inestabilidad de la política monetaria, sino que la *amplifica*. El argumento central es que, como los precios y los salarios nacionales son lentos en reaccionar, el tipo de cambio debe servir

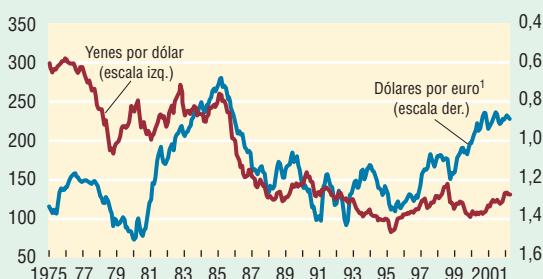
de amortiguador de la política monetaria. Realzando aún más el interés del modelo, Dornbusch lanzó la teoría de las “expectativas racionales”, según la cual los agentes privados se hacen expectativas en cuanto al tipo de cambio a partir de un examen razonado e inteligente de los datos económicos disponibles. Por ende, a un modesto aumento de la estabilidad monetaria correspondería un gran afianzamiento de la estabilidad cambiaria.

En 1976, el sistema de tipos flexibles era demasiado nuevo y no había datos suficientes para hacer pruebas con resultados significativos. A nadie le importaba. El modelo —conocido generalmente ahora como “Mundell-Fleming-Dornbusch”— era una belleza a nivel teórico, y como se dijo alguna vez, un economista es alguien que ve algo en la práctica y quiere saber si es posible en teoría. Dornbusch ofrecía la tranquilidad de que quizás hubiera cierta lógica en la aparente aleatoriedad cambiaria y de que incluso existiera una cura para la inestabilidad. Los estudiantes regresaron en bandada a la disciplina de las finanzas internacionales, que habían dado por moribunda hacia más de 10 años. Los dificilísimos seminarios de posgrado que dictaba Dornbusch en el Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT) fueron como un campo de batalla para gente del calibre de Lawrence Summers, Paul Krugman y Jeffrey Sachs.

Pese a este final feliz, la historia no termina ahí. El modelo representa un hito en el terreno teórico pero en la práctica no sirve, al menos para los tipos de cambio dentro del Grupo de los Tres (Estados Unidos, Japón y Europa). La observación más obvia es que la política monetaria del G-3 es mucho más estable hoy que a mediados de los setenta, después de la primera crisis petrolera. La inflación ha registrado

## La inestabilidad se perpetúa

En el G-3, la política monetaria es mucho más estable hoy que a mediados de los años setenta, pero la inestabilidad cambiaria apenas se ha atenuado.



Fuente: FMI.

<sup>1</sup>Euro sintético antes de 1999.

una caída drástica (y excesiva en Japón). Los bancos centrales han afianzado su independencia y están a cargo de directivos "conservadores" que se han fijado como meta una inflación baja, anclando las expectativas inflacionarias del sector privado.

Aun así, como muestra el gráfico, desde la década de los setenta, la inestabilidad cambiaria del G-3 apenas se ha atenuado. ¿Dónde están los frutos que debería haber dado la nueva estabilidad monetaria mundial? Las pruebas empíricas formales confirman a las claras que en la práctica el modelo ha fracasado, o al menos que es incapaz de explicar las fluctuaciones a corto y mediano plazo. El único consuelo es que ninguna otra teoría parece satisfactoria tampoco, por lo menos en el G-3. Se obtienen resultados sensiblemente mejores explicando los tipos de cambio de muchos países más pequeños, pero ese es tema de otra columna.

Si la elegante teoría de Dornbusch está errada, ¿qué podemos decir sobre los tipos del G-3? Algo sí, pero no mucho. A muy largo plazo —dos años o más—, existe definitivamente cierto grado de predecibilidad cambiaria. Primero, aunque la teoría de Cassel obviamente no se aplica a corto plazo, el tipo de cambio real de un país (el tipo de cambio nominal ajustado según el nivel relativo de los precios internos) tiende en cierta medida a retomar su valor histórico a largo plazo. Pero el ajuste es muy lento. Todos los análisis empíricos llevan a pensar que pasan años, no meses, para que se hagan sentir los efectos de la paridad de poder adquisitivo.

Segundo, entra en juego el tan mentado efecto "Belassa-Samuelson", propuesto en la década de los sesenta y según el cual los tipos de cambio reales de los países en rápido crecimiento tienden a subir con el correr del tiempo, principalmente porque el crecimiento empuja al alza los precios de los bienes no transables. Durante mucho tiempo pareció explicar la apreciación real tendencial que comenzaron a experimentar el yen en los años cincuenta y el marco alemán en los sesenta. En la década de los noventa, probablemente se dio a la inversa, ya que el crecimiento de Estados Unidos se hizo más fuerte que el de Europa y mucho más que el de Japón. Podríamos pensar incluso que el efecto Belassa-Samuelson explica un 4%–5% de la apreciación real tendencial que ha registrado el dólar frente al yen y al euro en los

cinco o seis últimos años. Aun así, en términos generales, si se vuelve a la paridad de poder adquisitivo y a Belassa-Samuelson, solo se justifica una parte bastante pequeña de la inestabilidad cambiaria a corto plazo. Como lo confirman literalmente cientos de estudios, las fluctuaciones cambiarias a corto plazo entre el euro, el yen y el dólar escapan en su mayoría a una explicación sistemática, y mucho más a una predicción.

Lo bueno es que los efectos de esta inestabilidad parecen ser menos insidiosos de lo que se pensaba generalmente cuando Dornbusch publicó su estudio. Aunque no hay conclusiones contundentes, hasta el momento ha sido muy difícil demostrar sistemáticamente que la inestabilidad cambiaria del G-3 es tan perniciosa como creían los primeros críticos de los tipos flexibles. Una de las razones podría ser que, aun en el caso de los productos importados, los precios internos se adaptan sorprendentemente a las fluctuaciones cambiarias. El consenso es que en Estados Unidos los tipos de cambio "repercuten" solamente alrededor del 50% después de un año en los precios mayoristas y aún menos en los precios al consumidor. En Europa y Japón el porcentaje no es mucho mayor. De hecho, según estimaciones muy recientes, en los últimos años podría haberse reducido incluso al 25% en Estados Unidos.

Junto con Maurice Obstfeld, hemos señalado la "desconexión" entre los tipos de cambio y la economía real. Parte de la explicación podría ser que, aun en la economía mundial de hoy, hay mucho más comercio interno que transfronterizo, y por ende una variación relativamente moderada de la posición internacional en cuenta corriente puede causar una fluctuación bastante grande de los tipos de cambio de equilibrio. Como lo indica la edición de abril de 2002 de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, la situación actual es especialmente propensa a amplias fluctuaciones cambiarias, ya que los desequilibrios de la cuenta corriente son grandes a nivel mundial y se están agudizando entre las principales regiones. Espero que un día tengamos un modelo mucho más convincente de los tipos de cambio del G-3. **F&D**

### Bibliografía:

Dornbusch, Rüdiger, 1976, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 84 (agosto), págs. 1161–76.

Meese, Richard y Kenneth Rogoff, 1983, "Empirical Exchange Rate Models of the 1970s: Do They Fit Out of Sample?", *Journal of International Economics*, vol. 14 (febrero), págs. 3–24.  
<http://www.economics.harvard.edu/~krogoff/JIE1983.htm>.

Obstfeld, Maurice y Kenneth Rogoff, 2000, "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?", Ben Bernanke y Kenneth Rogoff, compiladores, NBER Macroeconomics Annual 2000 (Cambridge, Massachusetts: MIT Press). <http://papers.nber.org/papers/W7777> y <http://www.economics.harvard.edu/~krogoff/NBER2000.htm>.

Rogoff, Kenneth, "Dornbusch's Overshooting Model After Twenty Five Years", estudio presentado en la Segunda Conferencia Anual de Estudios del FMI, 29–30 de noviembre de 2001, y publicado posteriormente como *IMF Working Paper 02/39* (Washington, 2002). <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15653.0>.