

# El costo de atarse de manos

Atish R. Ghosh, Mahvash S. Qureshi y  
Charalambos G. Tsangarides

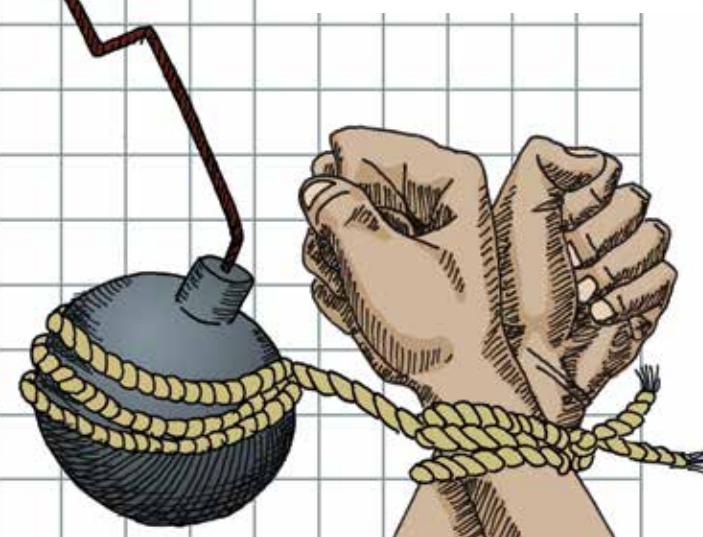
**E**n la reunión que celebraron en Ciudad de México en noviembre de 2012, los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del Grupo de los Veinte declararon: “El débil ritmo del crecimiento mundial también refleja un limitado progreso hacia el equilibrio y mantenimiento de la demanda mundial . . . En este sentido, reiteramos nuestro compromiso de avanzar más rápidamente hacia sistemas de tipo de cambio que estén determinados en mayor medida por el mercado, y la flexibilidad del tipo de cambio para reflejar los fundamentos subyacentes . . .”

La importancia de la flexibilidad cambiaria para facilitar el ajuste de los desequilibrios de la cuenta corriente ha sido uno de los principales temas de los debates de política internacional. Antes de la crisis financiera mundial, el debate se centraba en los desequilibrios mundiales y en cómo las políticas cambiarias de algunos grandes países asiáticos y países exportadores de petróleo con superávits externos prolongaban estos desequilibrios. Desde la crisis, los desafíos a los que se enfrentan las economías avanzadas y de mercados emergentes en Europa han reavivado el interés por la relación entre la flexibilidad cambiaria y el ajuste externo.

¿Existe una conexión entre la flexibilidad cambiaria y el ajuste externo? Durante el apogeo del sistema de gestión monetaria establecido en Bretton Woods, el prestigioso economista Milton Friedman (1953) escribió que en un régimen de tipo de cambio flexible “las variaciones del [tipo de cambio] ocurren en forma rápida, automática y continua, tendiendo a producir movimientos correctivos antes que las tensiones se acumulen y sobrevenga una crisis”.

Por lo tanto, en países con déficits, la moneda se depreciará, restableciendo la competitividad y reduciendo el déficit; y en países con superávits, la moneda se apreciará, reduciendo el superávit. En un régimen de tipo de cambio fijo, en cambio, la carga del ajuste en los países con déficits recaerá enteramente en los precios de los bienes y factores que no pueden ajustarse a la baja, mientras que en los países con superávit no será necesario este mecanismo de ajuste. De este argumento se desprende que los desequilibrios externos (superávits o déficits en cuenta corriente) son menos persistentes en regímenes de tipo de cambio flotante que en regímenes de tipo de cambio fijo, lo cual reduce la

**Mantener un tipo de cambio fijo tiene sus ventajas, pero sin un tipo de cambio flexible, el ajuste externo puede ser duro**



posibilidad de que se acumulen desequilibrios peligrosos y de que sobrevenga una crisis.

Las crisis financieras de los años noventa en los mercados emergentes, los elevados déficits en cuenta corriente en los países de Europa oriental antes de la crisis financiera mundial y los esfuerzos en curso en algunos países de la zona del euro, como Grecia, Portugal y España, parecen indicar que el ajuste externo es más prolongado y más difícil en un régimen de tipo de cambio fijo. De hecho, es sorprendente que la mayoría de los recientes acuerdos del FMI se suscribieron con países que antes de la crisis en 2007 aplicaban algún tipo de régimen cambiario dirigido (véase el gráfico 1).

Este patrón es congruente con los resultados de varios estudios empíricos en los que se observa una fuerte asociación entre un régimen de tipo de cambio fijo y el grado de vulnerabilidad a las crisis, los cambios bruscos en la cuenta corriente y la caída del crecimiento (por ejemplo, Milesi-Ferretti y Razin, 1996; Ghosh, Ostry y Qureshi, 2014). De esto se deduce naturalmente que la falta de flexibilidad del tipo de cambio nominal retrasa el ajuste externo hasta que se acumulan grandes desequilibrios, y se desencadena una crisis.

Si bien este argumento parece convincente, la evidencia formal de que un tipo de cambio fijo impide el ajuste externo —y un tipo de cambio flotante lo facilita— curiosamente es escasa y contradictoria. Por ejemplo, en un amplio estudio de países, Chinn y Wei (2013) no observan una relación empíricamente sólida y robusta entre el régimen cambiario y el ritmo al cual se revierten los desequilibrios de la cuenta corriente. En su estudio sobre los países de la zona del euro, Berka, Devereux y Engel (2012) sostienen que los movimientos del tipo de cambio real dentro de la zona del euro han sido al menos tan compatibles con un ajuste externo eficiente como los observados en los países con un tipo de cambio flotante fuera de la zona del euro.

En cambio, en otros estudios se observa evidencia de que la flexibilidad cambiaria *influye* en el ajuste externo. Por ejemplo, en varios países de Europa central y oriental, Herrmann (2009) observa que la flexibilidad cambiaria mejora considerablemente el ritmo de ajuste de la cuenta corriente. Análogamente, en los países de la zona del euro, Berger y Nitsch (2014) observan que los desequilibrios comerciales han aumentado y son más persistentes desde la introducción de la moneda común. En su estudio sobre un amplio panel de países, Ghosh, Qureshi y Tsangarides (2013) también observan que la flexibilidad cambiaria es un factor muy importante para el ajuste externo.

Por lo tanto, puede afirmarse que no hay consenso entre los economistas con respecto al papel que desempeñan los tipos de cambio flexibles para facilitar el ajuste externo.

### Ajuste y flexibilidad cambiaria

Entonces, ¿por qué en los estudios no se establece una relación inequívoca entre la flexibilidad cambiaria y la facilidad del ajuste externo? Suponemos que es porque estos estudios se basan en indicadores agregados o compuestos de los régimen cambiarios que no distinguen entre el grado de flexibilidad del tipo de cambio según los socios comerciales.

El problema se advierte claramente en el caso de Estados Unidos. El dólar de EE.UU. flota, y el régimen cambiario de este país se

clasifica como tal. Pero el tipo de cambio de su moneda frente a las de sus principales socios comerciales, no se ajusta libremente.

Por ejemplo, la volatilidad del tipo de cambio entre Estados Unidos y China, que representa alrededor del 15% del comercio

**Los desequilibrios en regímenes con paridades directas e indirectas se ajustan de manera más lenta que los desequilibrios en regímenes flotantes.**

de Estados Unidos, ha sido inferior a 0,5 puntos porcentuales en la última década, pero de alrededor de 2½ a 3 puntos porcentuales con respecto a otros grandes socios comerciales, como Canadá, Alemania, Japón y México (véase el gráfico 2, primer panel). Si la flexibilidad cambiaria es un factor importante, entonces el comportamiento de la balanza comercial bilateral entre Estados Unidos y China debería diferir de la de otras relaciones bilaterales de Estados Unidos. De hecho, observamos que así es: los déficits de Estados Unidos con otros países han tendido a fluctuar, mientras que el déficit con China ha empeorado de manera continua, y casi se ha triplicado en la última década (véase el gráfico 2, segundo panel).

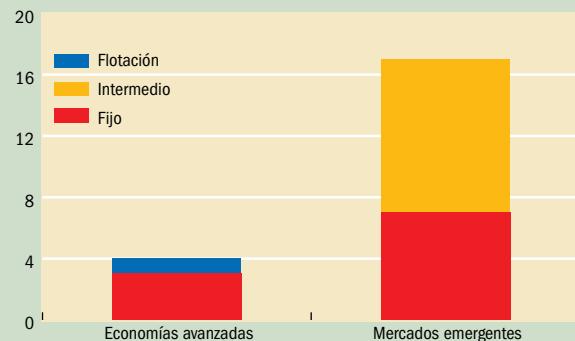
Existen otros ejemplos: los regímenes cambiarios de los países de la zona del euro se clasifican como de flotación (aunque el 60% de su comercio tiene lugar dentro de la zona) o de tipo de cambio fijo (aunque el 40% de su comercio tiene lugar con países con respecto a los que el tipo de cambio de su moneda flota). Los regímenes cambiarios de los países que vinculan su tipo de cambio a una moneda ancla se clasifican como de

Gráfico 1

### Ajuste difícil

El ajuste externo es más difícil en los regímenes de tipo de cambio fijo. La gran mayoría de los recientes acuerdos del FMI se suscribieron con países que aplicaban algún tipo de régimen de tipo de cambio dirigido antes de verse afectados por una crisis.

(número de acuerdos, septiembre de 2008-septiembre de 2012)



Fuentes: Bases de datos del FMI sobre Seguimiento de los Acuerdos (MONA, por sus siglas en inglés), y Ghosh, Ostry y Qureshi (2014).

Nota: Excluye los acuerdos precautorios, donde no se utilizaron los recursos del FMI. Los acuerdos múltiples con el mismo país a lo largo del período se cuentan una sola vez. El régimen cambiario es de 2007. Flotación = flotación independiente; Intermedio = paridad con una cesta de monedas, paridad móvil, banda horizontal y flotación dirigida; Fijo = unión monetaria, caja de conversión, dolarización, paridad con una única moneda.

tipo de cambio fijo, aunque el tipo de cambio de su moneda puede fluctuar frente a la de sus principales socios comerciales.

Para identificar correctamente el efecto de los regímenes de tipo de cambio fijo en el ajuste externo, es necesario examinar esta relación utilizando datos sobre los socios comerciales frente a cuya moneda el país mantiene una paridad fija. Con este fin, utilizamos las relaciones cambiarias entre distintos socios comerciales de 181 países en 1980–2011 y examinamos el nexo régimen-ajuste externo desde el punto de vista de las relaciones *bilaterales* entre pares de países.

Nuestro conjunto de datos comprende una clasificación de los regímenes cambiarios bilaterales en tres categorías —*fijos, intermedios y flotantes*— para cada país con respecto a cada uno de sus socios comerciales (véanse más detalles en Ghosh, Qureshi y Tsangarides (de próxima publicación)). En el caso de los regímenes fijos e intermedios (denominados colectivamente “con paridades fijas”), distinguimos también entre relaciones *directas* e *indirectas* entre pares de países. La paridad fija directa se forma cuando un país vincula su moneda a la de otro país (ancla), mientras que las paridades indirectas se forman entre países que vinculan su moneda a una moneda ancla común o a otras monedas ancla que están, a su vez, vinculadas a una moneda ancla común.

Entre las distintas relaciones cambiarias bilaterales examinadas, se prevé que la flexibilidad del tipo de cambio nominal y —suponiendo que los precios son rígidos— real sea menor en regímenes de tipo de cambio fijo que en regímenes intermedios (y, por supuesto, flotantes), porque en estos últimos el movimiento del tipo de cambio nominal es mayor. Entre las paridades directas e indirectas, se prevé que la flexibilidad del tipo de cambio sea mayor en regímenes con paridades indirectas (porque, por ejemplo, si las paridades directas implican estabilizar la paridad dentro de márgenes de  $\pm 1\%$ , la paridad indirecta entre dos países que vinculan su moneda directamente a la misma moneda ancla podría fluctuar dentro de un margen de  $\pm 2\%$ ). Por lo tanto, en general, la flexibilidad cambiaria debería ser menor cuando un país *fija directamente* su tipo de cambio a otra moneda y mayor cuando los países hacen flotar

sus monedas. Así parece estar ocurriendo empíricamente: de todos los regímenes cambiarios, la volatilidad del tipo de cambio real (bilateral) es menor en un régimen de tipo de cambio fijo directo, seguido por un régimen intermedio directo (véase el gráfico 3). La flexibilidad del tipo de cambio real es mayor cuando dos países mantienen una relación flotante.

Por lo tanto, según la hipótesis de Friedman, el ajuste externo debería ser más rápido en un régimen flotante que en un régimen con paridad fija y más rápido cuando la paridad es indirecta que cuando es directa (porque las paridades indirectas permiten una flexibilidad del tipo de cambio relativamente mayor).

### ¿Qué indican los datos?

Combinando las relaciones cambiarias bilaterales con la información sobre los saldos comerciales, obtenemos resultados que coinciden ampliamente con la hipótesis de Friedman. Los desequilibrios en regímenes con paridades directas e indirectas se ajustan de manera más lenta que los desequilibrios en regímenes flotantes. El ritmo del ajuste con paridades indirectas es, sin embargo, más rápido que con paridades directas. Los resultados también indican lo siguiente:

- Los déficits y superávits bilaterales muy grandes se ajustan a un ritmo mucho más rápido que los desequilibrios más pequeños en regímenes flotantes, mientras que en regímenes con paridad fija no se observa esta tendencia.
- La dirección de los movimientos del tipo de cambio en un régimen flotante es congruente con la corrección de los desequilibrios. Por ende, los países con déficits comerciales bilaterales experimentan depreciaciones reales del tipo de cambio bilateral, mientras que los países con superávits registran apreciaciones reales; pero en regímenes con paridad fija no se observa este comportamiento.
- Una mayor movilidad del capital debilita la relación entre la flexibilidad cambiaria y el ajuste externo dado que los flujos de capitales pueden sostener los desequilibrios durante un período más prolongado, incluso en un régimen de tipo de cambio flexible. Pero la diferencia en la persistencia de los desequilibrios comerciales según el régimen cambiario sigue siendo estadísticamente significativa, incluso en las economías financieramente más abiertas.

Estos resultados están respaldados por varios “experimentos naturales”: casos en que se produjeron cambios claramente exógenos en el régimen cambiario entre los países y posteriormente cambió la dinámica de sus balanzas comerciales bilaterales.

Por ejemplo, cuando Francia adoptó el euro en 1999, los países miembros de la zona del franco CFA automáticamente pasaron a vincular su moneda a la de los países de la zona del euro. Observamos que desde entonces los desequilibrios comerciales bilaterales entre los miembros de la zona del franco CFA y los de la zona del euro son más persistentes.

Análogamente, desde que Lituania cambió la moneda ancla de su régimen de caja de conversión del dólar de

Gráfico 2

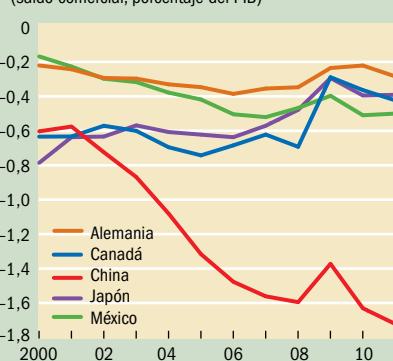
### La flexibilidad importa

La flexibilidad cambiaria es importante, como lo ilustra la evolución muy diferente de los tipos de cambio bilaterales de Estados Unidos y los saldos comerciales con sus principales socios comerciales.

(tipo de cambio nominal, índice, 2000 = 100)



(saldo comercial, porcentaje del PIB)

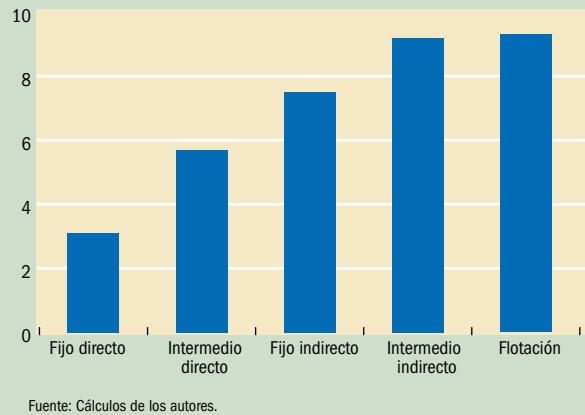


Fuente: Estimaciones de los autores a partir de las bases de datos del informe WEO y del Sistema de Notificación del FMI.

Gráfico 3

### Limitar sus opciones

La flexibilidad cambiaria es menor cuando un país fija directamente el tipo de cambio de su moneda con respecto a otra, y es mayor cuando un país deja flotar su moneda con respecto a otra. (volatilidad del tipo de cambio real bilateral, porcentaje anual)



Fuente: Cálculos de los autores.

EE.UU. al euro en 2002, su desequilibrio comercial con Estados Unidos es menos persistente pero su desequilibrio con los países de la zona del euro lo es mucho más. Por último, aunque la progresión del Sistema Monetario Europeo/Mecanismo de Tipos de Cambio a la adopción del euro no dio lugar a una disminución sustancial de la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales de estos países, observamos que la persistencia de sus desequilibrios comerciales es mayor.

En general, nuestros resultados destacan que los tipos de cambio fijos obstaculizan el ajuste externo. También ponen de relieve la complejidad de las relaciones cambiarias entre los países, aspecto que deberá considerarse en cualquier examen sobre la flexibilidad cambiaria y el ritmo del ajuste externo. Así, por ejemplo, aunque el dólar de EE.UU., el dólar de Nueva Zelanda y el euro sean monedas flotantes, nuestro análisis sugiere que el ajuste externo será más rápido en Nueva Zelanda que en Estados Unidos, el cual, a su vez, podrá ajustarse con mayor rapidez que los países de la zona del euro. Esto se debe a que ninguno de los principales socios comerciales de Nueva Zelanda vincula su moneda a la de este país, pero varios socios comerciales de Estados Unidos vinculan su moneda al dólar de EE.UU., y naturalmente los países de la zona del euro comparten una moneda única.

### Opciones de política

Los países que mantienen un tipo de cambio fijo por razones económicas o políticas, ¿qué opciones de política tienen para recuperar y mantener su competitividad?

Cuando los tipos de cambio nominales se mantienen fijos, el movimiento de los tipos de cambio reales requiere flexibilidad de precios. Por lo tanto, la clave está en eliminar rigideces estructurales en los mercados de trabajo y de productos, y aplicar políticas monetarias y fiscales prudentes para evitar la sobrevaluación del tipo de cambio real.

Para aquellos países con sustanciales desequilibrios externos y dificultades de financiamiento externo, las opciones son la

devaluación “externa” o “interna” del tipo de cambio. La devaluación externa corresponde a una variación de la paridad del tipo de cambio nominal con el objetivo de corregir los precios relativos de las exportaciones e importaciones, generando una depreciación inmediata del tipo de cambio real. La devaluación interna, en cambio, imita los efectos de una devaluación del tipo de cambio nominal en el tipo de cambio real pero a través de una disminución del nivel de precios internos. Esto se logra cambiando la estructura impositiva o reduciendo los costos de producción.

La devaluación externa puede ser particularmente difícil si aparecen “efectos del balance”, lo que puede socavar la recuperación económica y forzar al país a abandonar la paridad fija. En el marco de una devaluación interna, el ajuste probablemente será lento y doloroso, sobre todo si el sector privado está muy endeudado.

En cualquier caso, la decisión es difícil. Exige examinar detenidamente las ventajas, riesgos y opciones de política económica antes de atarse de manos con un régimen de tipo de cambio fijo. ■

*Atish R. Ghosh es Director Adjunto, Mahvash S. Qureshi es Economista y Charalambos Tsangarides es Economista Principal, todos ellos del Departamento de Estudios del FMI.*

### Referencias:

Berger, Helge, y Volker Nitsch, 2014, “Wearing Corset, Losing Shape: The Euro’s Effect on Trade Imbalances”, *Journal of Policy modeling*, vol. 36, No. 1, págs. 136–55.

Berka, Martin, Michael Devereux y Charles Engel, 2012, “Real Exchange Rate Adjustment In and Out of the Eurozone”, *American Economic Review*, vol. 102, No. 3, págs. 179–85.

Chinn, Menzie, y Shang-Jin Wei, 2013, “A Faith-based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 95, No. 1, págs. 168–84.

Friedman, Milton, 1953, “The Case for Flexible Exchange Rates”, en *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press), págs. 159–203.

Ghosh, Atish R., Mahvash S. Qureshi y Charalambos Tsangarides, 2013, “Is the Exchange Rate Regime Really Irrelevant for External Adjustment?”, *Economics Letters*, vol. 118, No. 1, págs. 104–09.

—, de próxima publicación, “Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility”, *IMF Working Paper* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry y Mahvash S. Qureshi, 2014, “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment”, *IMF Working Paper 14/11* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Herrmann, Sabine, 2009, “Do We Really Know That Flexible Exchange Rates Facilitate Current Account Adjustment? Some New Empirical Evidence for CEE Countries”, *Deutsche Bundesbank Research Centre Discussion Paper Series 1, Economic Studies No. 22/2009* (Fráncfort).

Milesi-Ferretti, Gian Maria, y Assaf Razin, 1996, “Sustainability of Persistent Current Account Deficits”, *NBER Working Paper 5467* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

—, “New Empirical Evidence for CEE Countries”, *Deutsche Bundesbank Research Centre Discussion Paper Series 1, Economic Studies No. 22/2009* (Fráncfort).

Milesi-Ferretti, Gian Maria, y Assaf Razin, 1996, “Sustainability of Persistent Current Account Deficits”, *NBER Working Paper 5467* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).