

Regímenes cambiarios y la estabilidad del sistema monetario internacional



Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Charalambos Tsangarides

Regímenes cambiarios y la estabilidad del sistema monetario internacional



Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Charalambos Tsangarides

© 2010 International Monetary Fund

Producción: División de Servicios Multimedia del FMI
Diagramado y gráficos: Julio Prego

Cataloging-in-Publication Data

Ghosh, Atish R.

Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system / Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Charalambos Tsangarides – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010

p. ; cm.—(Occasional paper (International Monetary Fund ; no. 270)

Incluye referencias bibliográficas

ISBN: 978-1-58906-931-2

1. Tema cambiario. 2. Tipo de cambio. I. Ostry, Jonathan D., 1962-
II. Tsangarides, Charalambos G. III. Fondo Monetario Internacional. IV. Título.
V. Documento de la serie “Occasional Papers” (Fondo Monetario Internacional); no. 270

HG256.G67 2010

Precio: US\$33

Envíe los pedidos a:

International Monetary Fund, Publication Services
P.O. Box 92780, Washington, D.C. 20090, Estados Unidos
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore.org

Prefacio	v
1 Panorama general	1
2 Introducción	2
3 La selección de régimen cambiario en los países	5
Tendencias de regímenes	5
Desempeño macroeconómico con distintos regímenes cambiarios	6
Consecuencias del tipo de régimen seleccionado	25
4 Fuentes de tensión sistémica	28
Acumulación de reservas	28
Desequilibrios mundiales	30
Cuestiones relacionadas con las monedas de reserva	30
5 Conclusiones	36
Apéndice Clasificación de regímenes cambiarios	37
Referencias	40
Recuadros	
3.1. Diez años del euro: Logros y desafíos	7
4.1. El dólar frente a la libra esterlina: El antecedente del cambio de la moneda de reserva dominante en el período entre las guerras	32
Gráficos	
3.1. Distribución de frecuencia de regímenes cambiarios, 1980–2008	6
3.2. Países de mercados emergentes: Flotaciones de jure y de facto	6
3.3. Volatilidad del tipo de cambio real con horizontes alternativos	22
3.4. Inflación	26
4.1. Países de mercados emergentes: Reservas internacionales	29
4.2. Países de mercados emergentes: Reservas frente al valor proyectado del crecimiento del PIB en dólares de EE.UU.	29
4.3. Recursos provenientes de las cuotas del FMI y de los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos	29
4.4. Superávits y déficits en cuenta corriente en los países del G-20	31
4.5. Composición monetaria de las reservas	33
A1. Índice de similitudes entre las clasificaciones de regímenes cambiarios	38

Cuadros

3.1.	Distribución de regímenes cambiarios	6
3.2.	Políticas monetarias con distintos regímenes cambiarios	9
3.3.	Saldo general del gobierno, 1990–2007	10
3.4.	Políticas fiscales con distintos regímenes cambiarios	11
3.5.	Inflación, 1980–2007	12
3.6.	Inflación con distintos regímenes cambiarios	13
3.7.	Crecimiento del producto, 1980–2007	15
3.8.	Canales de asociación indirecta entre el régimen cambiario y crecimiento del producto	15
3.9.	Crecimiento del producto con distintos regímenes cambiarios	16
3.10.	Probabilidad de crisis cambiaria o financiera según el régimen cambiario	18
3.11.	Saldos en cuenta corriente	19
3.12.	Reversiones de la cuenta corriente	20
3.13.	Regresión no lineal de persistencia de cuenta corriente según el régimen cambiario	21
3.14.	Impacto de las paridades fijas en el comercio de bienes y servicios	23
3.15.	Flujos de capitales niveladores del consumo con distintos regímenes cambiarios	24
3.16.	Estructura de los flujos de capitales netos	25
A1.	Clasificación de regímenes cambiarios	38

Los países miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI) se comprometen a colaborar entre sí y con el FMI para establecer regímenes de cambio ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio, reconociendo que los fines esenciales del sistema monetario internacional son facilitar el intercambio de bienes, servicios y capitales entre los países y sustentar un crecimiento económico sólido. En este estudio de la serie *Occasional Papers*, solicitado por los directores ejecutivos durante su examen del informe de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) acerca del asesoramiento del FMI sobre las políticas cambiarias (OEI, 2007), se analiza la estabilidad del sistema general de tipos de cambio examinando los resultados macroeconómicos (inflación, crecimiento, crisis) bajo diferentes regímenes cambiarios, las implicaciones que tiene el régimen cambiario seleccionado para el resto del sistema (ajuste externo, integración comercial, flujos de capitales) y las potenciales fuentes de tensión para el sistema monetario internacional.

El estudio fue elaborado bajo la dirección de Jonathan D. Ostry, Subdirector del Departamento de Estudios, por un equipo encabezado por Atish R. Ghosh, Jefe de la División de Cuestiones Sistémicas, e integrado por Marcos Chamon, Chris Crowe, Julian di Giovanni, Jun Kim, Marco Terrones y Charalambos Tsangarides. Los autores quisieran dejar constancia de su agradecimiento a Mary Yang y María Victoria Fazio por su asistencia en la investigación, y a Sheila Tomilloso por su asistencia administrativa. David Einhorn, del Departamento de Relaciones Externas, y Mahvash S. Qureshi, del Departamento de Estudios, coordinaron la producción y publicación del estudio.

El Directorio Ejecutivo del FMI recibió un borrador preliminar del estudio durante un seminario informal, y la actual versión se ha beneficiado de los comentarios efectuados por los directores ejecutivos en dicha ocasión. No obstante, las opiniones expresadas en el estudio son las de los autores, y no reflejan necesariamente los puntos de vista de las autoridades nacionales, el Fondo Monetario Internacional o los directores ejecutivos de la institución.

This page intentionally left blank

Este estudio examina la estabilidad del sistema general de tipos de cambio en función de tres dimensiones: ¿Ayuda el régimen cambiario seleccionado por cada país a alcanzar las metas macroeconómicas nacionales? ¿Facilita el régimen cambiario seleccionado la interacción del país con el resto del sistema? ¿Es estable el sistema general? Estudios anteriores al respecto (Mussa *et al.*, 2000; Rogoff *et al.*, 2004) abordaron uno u otro de estos aspectos de forma individual; este es el primer estudio que analiza las tres vertientes en forma conjunta.

Mussa *et al.* (2000) defienden la visión dicotómica de los regímenes cambiarios, consistente en paridades rígidas o libre flotación, y descartan los regímenes intermedios. Rogoff *et al.* (2004) fueron aún más tajantes en su defensa de los regímenes flexibles, en particular para las economías de mercados emergentes. El análisis empírico integral de este estudio arroja un mensaje más matizado. Por un lado, los regímenes de paridad fija proporcionan una útil ancla nominal sin comprometer el crecimiento, y los regímenes intermedios también están asociados con una baja volatilidad nominal y un mayor crecimiento económico, en especial en el caso de las economías de mercados emergentes; tanto los regímenes intermedios como los de paridad fija también están asociados con una integración comercial más profunda, que fomenta el crecimiento. Por otro lado, los regímenes de flotación están vinculados a ajustes externos más suaves y una menor susceptibilidad a crisis financieras.

En cuanto a las cuestiones sistémicas, el estudio distingue tres potenciales fuentes de inestabilidad relacionadas. En primer lugar, la crisis reciente podría intensificar los incentivos para que las economías de mercados emergentes se aseguren a sí mismas (autoseguro) acumulando reservas. Esto podría generar presiones a favor de depreciaciones

competitivas, exacerbar los desequilibrios mundiales y, si la acumulación ocurre ante persistentes déficits en Estados Unidos, socavar tarde o temprano la confianza en el dólar como moneda de reserva. Tal desenlace podría evitarse con un acceso más amplio a los recursos del FMI, incluidos los instrumentos precautorios, o a un activo de reserva sintético (como los derechos especiales de giro). En segundo lugar, dado que los desequilibrios externos son más persistentes bajo regímenes cambiarios menos flexibles, una mayor flexibilidad del tipo de cambio en países superavitarios de importancia clave, junto con la gama completa de políticas de apoyo previstas para otros países en las consultas multilaterales (FMI, 2007), tendería a reducir los riesgos sistémicos. Por último, los persistentes déficits de Estados Unidos a largo plazo podrían en un momento dado minar la confianza en el dólar como moneda de reserva. Un ajuste repentino y desestabilizador de los saldos en la composición de las reservas parece poco probable, pero la formulación de políticas adecuadas para salir de la crisis que reduzcan de forma creíble los déficits futuros incrementaría la confianza en la condición del dólar como moneda de reserva.

En el caso de los países que no son de importancia sistémica, la selección del régimen cambiario puede adaptarse a sus desafíos económicos particulares, siempre que los países que opten por regímenes menos flexibles garanticen contar con fundamentos macroeconómicos sólidos para reducir a un mínimo el riesgo de crisis (potencialmente contagiosas). Los países de importancia sistémica también deberían tener en cuenta el potencial del régimen seleccionado para moderar o exacerbar los desequilibrios mundiales desestabilizadores. Por último, el propio FMI puede contribuir a la estabilidad del sistema proporcionando mecanismos reforzados para atender la evidente demanda subyacente de seguros para los países.

Todos los países miembros del Fondo Monetario Internacional colaboran con la institución y entre sí para “establecer regímenes de cambio ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio”, reconociendo que el sistema monetario internacional tiene como fin esencial facilitar el intercambio de bienes, servicios y capitales entre países, y sustentar un crecimiento económico sólido, promoviendo así la estabilidad económica y financiera¹.

Este estudio analiza la estabilidad del sistema general de tipos de cambio. Para centrar el análisis, conviene considerar tres elementos que podrían contribuir a un sistema estable como el que se ha definido. En primer lugar, el régimen cambiario seleccionado por cada país debería ayudar a ese país a alcanzar sus metas macroeconómicas nacionales, como la estabilidad de precios y el crecimiento sostenido del producto. En segundo lugar, debería facilitar la interacción del país con el resto del sistema, permitiendo un ajuste fluido ante los desequilibrios mundiales y facilitando los flujos transfronterizos de bienes y capitales. En tercer lugar, el sistema en su conjunto debe ser estable, para lo cual es necesario que todos los países miembros del FMI, incluidos los de gran tamaño (cuyas monedas a menudo sirven como anclas sistémicas) y los países individuales cuyo comportamiento agregado puede ser sistémicamente importante, contribuyan a la estabilidad del sistema global.

Estudios previos sobre regímenes cambiarios (Mussa *et al.*, 2000; Rogoff *et al.*, 2004) abordaron uno u otro de estos aspectos a escala individual, pero nunca todos en forma colectiva. Mussa *et al.* (2000) sostienen que las economías avanzadas tenían (o se dirigían a tener) regímenes ya sea de paridad fija o de flotación pura, y que los países de mercados emergentes (y en su momento los países en desarrollo) también debían optar por uno de los dos extremos de este espectro bipolar, sobre todo para evitar crisis. Rogoff *et al.* (2004) se centraron más estrictamente en los resultados

de crecimiento e inflación, reemplazando la clasificación de jure de los regímenes con su propio indicador de facto. Si bien determinaron que la paridad fija tenía algunas ventajas para los países en desarrollo, sostienen que los regímenes de paridad fija aportaron pocas ventajas para las economías de mercados emergentes en cuanto a la inflación o el crecimiento, y que generaron algunos costos reflejados en una mayor susceptibilidad a las crisis; por lo tanto, el estudio recomendó a las economías de mercados emergentes avanzar hacia una mayor flexibilidad cambiaria.

Desde que se realizaron estos estudios, se han producido importantes acontecimientos en el panorama monetario internacional, como el colapso de la caja de conversión argentina en 2002, que puede haber hecho menos atractivo el extremo de la paridad fija en el espectro bipolar; la fuerte acumulación de reservas precautorias en muchas economías de mercados emergentes y el potencial de nuevas acumulaciones como reacción a la crisis financiera mundial, y el problema de más larga data de los desequilibrios mundiales, que siguen proyectando sobre el sistema mundial el riesgo de una corrección repentina. Esto hace pensar en que sería no solo oportuno sino esencial reexaminar la evolución macroeconómica en función de distintos regímenes cambiarios y analizar nuevamente las cuestiones de estabilidad sistémica para mejorar el asesoramiento que reciben los países miembros en materia de políticas por parte del FMI. A tal fin, este estudio consta de dos partes. En la primera, basada en un análisis integral de datos correspondientes al período 1980–2007, se examina cómo el régimen cambiario seleccionado por un país incide en su evolución macroeconómica (inflación, crecimiento, crisis) y en su interacción con el resto del sistema (ajuste externo, integración comercial, flujos de capitales). En la segunda parte se abordan las fuentes potenciales de tensión para el sistema, incluidos la posibilidad de que los países procuren acumular reservas adicionales en respuesta a una crisis, la persistencia de los fuertes desequilibrios mundiales y el riesgo de un cambio (o “punto de inflexión”) de carácter repentino en la condición del dólar de EE.UU. como moneda de reserva.

¹Convenio Constitutivo del FMI, Artículo IV, Sección 1. Véase una interpretación jurídica en FMI (2006).

Las conclusiones fundamentales pueden resumirse brevemente. El mensaje en cuanto al régimen cambiario seleccionado por cada país es más matizado que el de los estudios anteriores, en particular en lo que se refiere a la recomendación de que las economías de mercados emergentes deberían dar pasos hacia uno de los dos extremos del espectro de regímenes (las disyuntivas que se resumen a continuación son esencialmente más complejas):

- *Los regímenes cambiarios de paridad fija* ofrecen una útil ancla nominal tanto para países en desarrollo como de mercados emergentes, y arrojan una inflación más baja que otros regímenes (incluidos los que utilizan marcos explícitos de metas de inflación) sin comprometer los resultados de crecimiento. La principal excepción que presenta esta ventaja en términos de inflación es en el caso de países con abultados superávits en cuenta corriente y que no pueden esterilizar de forma permanente las consiguientes afluencias de reservas.
- *Los regímenes cambiarios intermedios*, que combinan las ventajas de una volatilidad del tipo de cambio aún relativamente baja con un nivel competitivo del tipo de cambio real (debido a la “regulación” de los tipos de cambio con el fin de evitar la sobrevaluación), están asociados con un crecimiento más rápido del producto, particularmente en las economías de mercados emergentes. Los regímenes de paridad fija e intermedios están vinculados a una integración comercial más profunda, que también fomenta el crecimiento.
- *Los regímenes de tipo de cambio flotante*, sin embargo, están asociados, en comparación con los regímenes de paridad fija o intermedios, con una menor susceptibilidad a las crisis financieras y ajustes externos más rápidos y fluidos. Los regímenes menos flexibles están asociados con mayores desequilibrios externos (superávit o déficit) y, en el caso de los déficits, ajustes más bruscos (los superávits tienden a ser muy persistentes con estos regímenes).

Estas conclusiones ponen de manifiesto que la disyuntiva fundamental no está entre la inflación y el crecimiento (los regímenes distintos a los de flotación suelen estar asociados con menor inflación y mayor crecimiento), sino más bien entre los resultados en estas dimensiones, por un lado, y, por el otro lado, el mayor

riesgo de crisis y la postergación del ajuste externo. En este sentido, un país debe elegir el régimen cambiario más adecuado en función de sus desafíos económicos particulares y, en los casos sistémicos, teniendo en cuenta en la decisión las implicaciones del régimen seleccionado para la estabilidad del sistema global.

En lo que se refiere a las cuestiones sistémicas, se detectaron tres fuentes potenciales de inestabilidad relacionadas.

- Primero, es probable que algunos países salgan de la actual crisis resueltos a reforzar su autoseguro acumulando aún más fondos de reservas ante la posibilidad de futuras crisis. En una situación extrema, esto podría dar lugar a una carrera por acumular reservas y a presiones para que se efectúen depreciaciones competitivas. Para evitar este desenlace quizá sea necesario ofrecer a los países un mecanismo que les permita prescindir del acaparamiento de reservas —como por ejemplo un FMI más grande, o un mayor acceso a los recursos del FMI— o un activo de reserva sintético que no requiera los correspondientes superávits o déficits de balanza de pagos (por ejemplo, asignaciones de derechos especiales de giro).
- Segundo, la observación empírica de que los desequilibrios (en especial los superávits) tienden a ser más persistentes con regímenes cambiarios menos flexibles, sumada a la observación de que las ventajas de la inflación baja derivadas de las paridades fijas se pierden cuando se registran superávits cuantiosos en cuenta corriente, hace pensar que una mayor flexibilidad cambiaria en países superavitarios de importancia clave tendería a reducir los riesgos sistémicos sin menoscabar el desempeño económico interno; de hecho, el desempeño incluso podría mejorar, ya que los datos empíricos del estudio destacan los beneficios en materia de crecimiento de los regímenes intermedios, categoría que abarca las flotaciones reguladas y que prevé un considerable grado de flexibilidad. Una mayor flexibilidad del tipo de cambio en los países superavitarios de importancia clave, junto con las políticas previstas para otros países en las consultas multilaterales, podría por lo tanto reducir los riesgos sistémicos derivados de los desequilibrios mundiales y al mismo tiempo promover un sólido desempeño económico a nivel nacional.

- Tercero, si bien al inicio de la crisis los flujos experimentaron una “fuga hacia activos de calidad” que fortaleció al dólar de EE.UU., los persistentes déficits en Estados Unidos a largo plazo podrían tarde o temprano socavar la confianza en el dólar como moneda de reserva, y cualquier cambio en el saldo de la composición de las monedas de reserva tendría efectos muy perturbadores en el sistema mundial. Aunque hay razones de peso para pensar que no habrá un punto de inflexión repentino, esta idea depende de que las expectativas estén ancladas en una trayectoria para las políticas de salida (fiscales, monetarias, financieras) que reduzca de forma creíble los déficits futuros, y de que los países cuenten con alternativas viables a la acumulación de reservas para atender la demanda precautoria.

Promover la estabilidad del sistema general de tipos de cambios es una tarea individual y colectiva

de todos los países miembros del FMI. En el caso de los países cuyo tamaño no reviste importancia sistémica, la selección del régimen cambiario debería adaptarse a sus desafíos económicos particulares, con la condición de que los países que opten por regímenes menos flexibles deberían contar con fundamentos macroeconómicos sólidos para reducir a un mínimo el riesgo de crisis (potencialmente contagiosas). En el caso de los países de importancia sistémica (o aquellos que en forma agregada revisten importancia sistémica), otra consideración a la hora de seleccionar el régimen cambiario (y las políticas económicas en términos más generales) sería la de moderar los desequilibrios mundiales. Por último, el FMI, ciñéndose a su mandato, debería proporcionar suficientes mecanismos para atender la evidente demanda subyacente de reservas precautorias de sus países miembros.

Para adquirir una copia completa del libro en inglés o
para obtener más información sobre publicaciones del FMI,
sírvese visitar www.imfbookstore.org