

Régímenes cambiarior y desempeño MACROECONÓMICO

MARCO VEGA* Y ERICK LAHURA**

Cuarenta años de convivencia entre regímenes cambiarios fijos y flotantes permiten extraer algunas lecciones. La más importante es que los regímenes *per se* no son suficientes para evaluar el desempeño económico de los países. Lo importante es el marco general de política monetaria y fiscal compatible al régimen.

* Subgerente de Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe

** Especialista en Investigación Económica del BCRP.
erick.lahura@bcrp.gob.pe

Este año se cumplen 41 años del colapso del régimen monetario mundial conocido como el sistema Bretton Woods, marcado por la aparición televisiva del presidente norteamericano Richard Nixon¹ en la que anunció el fin de la convertibilidad Dólar-Oro a US\$ 35 por onza. Con este acontecimiento se inició la era moderna de regímenes de tipos de cambio flotantes en el mundo, los mismos que fueron adoptados primero en los países más desarrollados. Así, con la caída de Bretton Woods se inicia una era donde los países tenían que escoger regímenes de tipo de cambio fijos o flotantes.

La introducción del euro en 1999 como moneda única para un grupo de países europeos (actualmente 17 países), considerada como un caso extremo de régimen cambiario fijo, compensó la tendencia mundial de adopción de regímenes cambiarios flexibles. Sin embargo, la actual crisis de deuda de Grecia y la probabilidad de que otros miembros de la zona Euro puedan tener problemas macroeconómicos similares sugieren reflexionar sobre el papel del régimen cambiario en el desempeño macroeconómico, especialmente porque una de las soluciones es que estos países en crisis abandonen el Euro y devalúen sus monedas. Así, una pregunta que surge es: ¿Importa el régimen cambiario que un país adopte para el desempeño económico?

Hace 22 años, el Perú fue el primer país económicamente grande de Latinoamérica que adoptó el régimen de tipo de cambio flotante en la década de los años 1990. Posteriormente, otros países latinoamericanos grandes como México, Colombia, Chile y Brasil tuvieron que abandonar sus esquemas de tipo de cambio fijo como consecuencia del estrés financiero exacerbado por sus propios regímenes cambiarios. En el caso del Perú, la adopción del régimen de tipo de cambio flotante fue parte de un plan integral de estabilización macroeconómica que buscaba reducir la hiperinflación y salir de la profunda recesión en la que se encontraba la economía a inicios de la década de los años 1990. Sin embargo, ¿fue la adopción de este esquema de flotación la mejor decisión para la economía peruana dadas las circunstancias experimentadas o pudo ser más exitosa la estabilización si se hubiera adoptado otro régimen cambiario?

Para dar respuesta a las dos preguntas planteadas, apelaremos a la teoría económica prevaleciente y, en particular, al concepto conocido como neutralidad nominal². Se dice que existe neutralidad nominal si la forma cómo se determina una variable nominal -como el tipo de cambio- no tiene efectos en la actividad económica real. Esta neutralidad nominal es más probable que aparezca en el equilibrio de largo plazo o estado estacionario, es decir, en una situación abstracta donde desaparece toda dinámica de corto plazo. Los macroeconomistas aproximan el valor

de estado estacionario de una variable a través de su valor promedio a lo largo de un intervalo de tiempo grande que contenga sub-periodos de expansión y recesión económicas.

En otras palabras, si existe neutralidad nominal entonces no debería existir relación alguna entre el régimen cambiario que un país elige y su desempeño económico. Para precisar esta conclusión, es importante dividir el análisis macroeconómico en dos, uno de corto plazo o coyuntural y otro de largo plazo.

En el corto plazo, es decir, en el dominio de las fluctuaciones económicas, existe consenso sobre la existencia de fricciones nominales o reales que rompen la neutralidad nominal. Así, las políticas monetaria y fiscal que controlan valores de instrumentos nominales cobra sentido y pueden ser usadas de manera anti-cíclica. También, en este ámbito, el régimen cambiario resulta relevante. En particular, el régimen de tipo de cambio fijo implica la desaparición de una política monetaria independiente; mientras que el régimen de tipo de cambio flotante deja margen de maniobra para la política monetaria. La reacción de la economía ante golpes adversos que recibe como una salida repentina de capitales foráneos dependerá del régimen cambiario.

En el largo plazo existe cierta evidencia, aunque no concluyente, sobre la existencia de neutralidad nominal. Si es así, el régimen cambiario no tendría importancia para el desempeño de largo plazo de una economía.

Uno de los primeros estudios que realizó una evaluación de regímenes cambiarios en relación a las fluctuaciones macroeconómicas fue Baxter y Stockman (1989), el que utilizó la experiencia de regímenes cambiarios fijos y flexibles de varios países, principalmente industrializados. La conclusión de dicho estudio fue que no existen diferencias sistemáticas en el comportamiento de las variables macroeconómicas bajo regímenes alternativos.

A partir del trabajo de Baxter y Stockman (1989), germinó una abundante literatura empírica que buscaba evaluar las ventajas y desventajas de los regímenes fijos vis a vis los flotantes en términos de desempeño económico. Esta rama de investigación económica se expandió en la medida que se aceleró el acopio de series temporales y de corte transversal sobre los tipos de régimen cambiario que adoptaban los países. Sin embargo, una dificultad empezó a emerger. La constatación de que los países no tenían regímenes cambiarios puros. Los países que fijaban su tipo de cambio operaban con bandas, o a través de mini-devaluaciones y, por tanto, sus tipos de cambio no eran en realidad fijos. Mientras tanto, los países con régimen de tipo de cambio flotante, ocasionalmente intervenían en el mercado cambiario y, por tanto, su flotación era sucia o administrada.

¹ Suceso conocido como "Nixon Shock".

² Llamada también "dicotomía clásica".

A continuación se han identificado algunas lecciones que se puede extraer luego de 41 años de convivencia de diversos regímenes cambiarios.

Lección 1: Un régimen de tipo de cambio fijo, por más compromiso legal o político vinculante que exista, siempre puede ser reversible. Esto quiere decir que pueden surgir situaciones donde se espera el colapso del régimen, y eso desde ya, se convierte en profecía auto-cumplida³. Un ejemplo de ello es el sistema monetario europeo el cual estableció un régimen de tipo de cambio fijo fuerte entre sus miembros. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que aún ésta puede estar en riesgo de colapsar.

Lección 2: Los colapsos de los regímenes cambiarios fijos se hacen a costa de sustancial pérdida de producto. Ese fue el caso de México en 1995 o Argentina en 2001, por ejemplo.

Lección 3: De acuerdo a la experiencia de países que han transitado de una inflación alta (dos o más dígitos por año) hacia una tasa de inflación baja, se conocen dos formas de estabilización a través de la fijación de un ancla nominal, estableciendo un tipo de cambio fijo o controlando la velocidad de crecimiento de un agregado monetario. En general, las anclas cambiarias generan una reducción más acelerada de la inflación que las anclas monetarias. Países como Ecuador o Argentina que pasaron por dicha transición, redujeron sus tasas de inflación a un dígito anual dentro de los dos o tres años siguientes a la adopción del régimen cambiario fijo. En cambio, el Perú que adoptó un régimen flotante y un ancla nominal, pasó por una lenta reducción de la inflación y sólo se llegó a una inflación de un dígito anual en 1997 (siete años después).

Lección 4: Los regímenes flotantes son más resistentes a los embates internacionales. La literatura empírica, principalmente, encuentra evidencia de que los regímenes cambiarios flotantes son los que pueden aislar mejor el efecto de los choques como los de términos de intercambio o situaciones de estrés financiero. Al respecto, Lahura y Vega (2012) realizan una evaluación detallada de cómo opera el tipo de cambio flexible para aislar choques externos.

Lección 5: En términos de evaluación empírica, un régimen cambiario no tiene por qué ser bueno o malo *per se*. La literatura existente es muestra de que en verdad un conjunto de factores ligados a la adopción de un régimen es lo relevante. Un régimen de tipo de cambio fijo como la junta de convertibilidad en Hong Kong, por ejemplo, es relativamente exitoso porque el país tiene instituciones desarrolladas y buenos fundamentos macroeconómicos.

Lección 6: Una economía emergente puede aspirar de manera paulatina a tener un régimen flotante más puro en la medida que sus instituciones⁴ y mer-

cados financieros se vayan desarrollando. En esta línea, Rogoff et al. (2003) concluyen que el valor de la flexibilidad cambiaria se incrementa con la madurez financiera y con un manejo macroeconómico consistente.

Las lecciones señaladas aquí son útiles para ensayar posibles respuestas a las preguntas planteadas en este artículo: (i) ¿Fue la adopción del esquema de flotación la mejor decisión que se pudo tomar en el Perú dadas las circunstancias experimentadas o pudo ser más exitosa la estabilización si se hubiera adoptado otro régimen cambiario?, (ii) En general, ¿importa el régimen cambiario que un país adopte para el desempeño económico?

La valoración de una respuesta para la primera pregunta depende de resolver el siguiente dilema. Por un lado, la adopción de un régimen flotante redujo lentamente la inflación, permitió que el Banco Central vaya ganando credibilidad e hizo posible capear los choques financieros de la segunda mitad de los años 1990 que previsiblemente hubieran sido peores con un régimen cambiario fijo. Por otro lado, la adopción de un régimen cambiario fijo hubiera significado, quizás, reducir más rápidamente la inflación pero no hubiera favorecido la credibilidad de la política monetaria y, lo más probable, es que se hubiese tenido que abandonar el régimen de tipo de cambio fijo como lo hicieron países relativamente similares al Perú en la segunda mitad de los años 1990.

Y finalmente, ¿importa el régimen cambiario que un país adopte para el desempeño económico? Aparentemente no, en la medida que lo que se debe evaluar no son los regímenes cambiarios *per se*, sino el conjunto de factores asociados a la adopción de uno u otro régimen. Lo transcendental, es el marco general de política monetaria y fiscal compatible al régimen cambiario. Lo que suceda con Grecia en los próximos días, semanas o meses quizás confirmará alguna de estas lecciones o nos dejará alguna adicional. ■

REFERENCIAS

- Baxter, M. y A. Stockman, 1989, "Business Cycles and the Exchange-rate Regime: Some International Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 23 (3), 377-400.
- Krugman P., 1979, "A Model of Balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking* 11, 311-25.
- Lahura E. y M., Vega, 2012, "Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico. Una evaluación de la literatura", documento de Trabajo por publicar, BCRP.
- Obstfeld M., 1986, "Rational and Self-fulfilling Balance-of-payments crises", *American Economic Review* 76 (1), 72-81.
- Rogoff, K.S., Husain, M.A., Mody, A., Brooks, R. y Oomes, N. 2003, "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working paper, 03(243), 1-84.

³ La primera y segunda generación de modelos de crisis cambiaria, ejemplificadas en Krugman (1979) y Obstfeld (1986) respectivamente, atribuyen como germen de las crisis cambiarias a los excesivos déficits de gobierno.

⁴ Política fiscal, política monetaria, cultura de seguros, sistema financiero fuerte, entre otros.