

IMPACTO FISCAL DEL ANUNCIO DE REGÍMENES CAMBIARIOS EN LOS PAÍSES
EMERGENTES

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Navia, Luis Molina y Enrique Alberola, de la Dirección General de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

La elección de un régimen de tipo de cambio es un elemento clave entre las opciones de política económica para los países emergentes. Las repercusiones de esta elección abarcan áreas muy diversas y, por tanto, es frecuente que la política cambiaria se vea abocada a perseguir un delicado equilibrio entre objetivos no siempre compatibles entre sí. Un número importante de países emergentes ha mostrado una marcada preferencia por la estabilidad cambiaria, ya sea a través de la fijación explícita del tipo de cambio o a través de una estrategia implícita para reducir su volatilidad. Esta preferencia puede achacarse a diversas características propias de estos países, tales como la preocupación por la competitividad del sector exterior, la necesidad de acotar la transmisión de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios internos, la existencia de una elevada «dolarización» de pasivos, etc.

En el caso de las economías emergentes que tradicionalmente han encontrado dificultades para mantener la estabilidad monetaria, un factor fundamental en la conveniencia de estabilizar el tipo de cambio consiste en las ganancias de credibilidad que se derivan de renunciar pública y explícitamente a su autonomía monetaria, mediante el anuncio oficial de objetivos declarados para el tipo de cambio o para su variación. Durante la década de los noventa, varios países latinoamericanos, asiáticos y europeos adoptaron este tipo de regímenes como elemento central de ambiciosos programas de reforma y estabilización económica.

Sin embargo, tras las crisis cambiarias que tuvieron lugar a partir de la segunda mitad de los noventa, se ha observado una tendencia general al abandono de estas políticas. A dicha tendencia puede haber contribuido no solo el modo traumático en el que se abandonaron las anclas cambiarias, sino también el hecho de que la propia fijación cambiaria contribuyó a estabilizar los precios, mientras que actualmente se percibe que hay mecanismos alternativos de acumular credibilidad monetaria sin arriesgarse a hacer explícito el compromiso cambiario. Ha ido cobrando así mayor importancia una segunda modalidad de regímenes fijos o semifijos, en la que los países realizan intervenciones frecuentes con el objetivo de influir y estabilizar la cotización de su moneda, si bien no anuncian públicamente ningún objetivo para esta variable. Ante la proliferación de estos regímenes, una fructífera rama de la literatura reciente ha incidido en la necesidad de tomar en consideración no solo la política cambiaria declarada oficialmente (el régimen de iure), sino también la información acerca de la política efectiva contenida en otras variables (el régimen de facto). Este paradigma ha generado una reinterpretación de las implicaciones económicas —en cuanto a crecimiento e inflación— de los distintos regímenes cambiarios.

En el ámbito de la política fiscal, en la que se centra el contenido de este artículo, la visión convencional suponía que los regímenes fijos o semifijos deberían traer aparejado un efecto disciplinador de las políticas de gasto del sector público. En concreto, al limitar la capacidad de monetización de los déficits, la adopción de estos regímenes reduciría significativamente la financiación disponible y obligaría a los gobiernos a adoptar posiciones fiscales disciplinadas, visión defendida, entre otros, por los partidarios de la dolarización. Sin embargo, cuando se ha

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo *Say you fix, enjoy and relax: the deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline*, publicado con el número 0523 por el Banco de España.

contrastado esta hipótesis para los países emergentes, no existe evidencia de este efecto disciplinador de la política fiscal. Así, Gavin y Perotti (1997), Tornell y Velasco (1998), Calvo y Vegh (1998) y, más recientemente, Ghosh et al. (2003) han concluido que la fijación del tipo de cambio no ha generado un mayor rigor fiscal en los países emergentes. Alberola y Molina (2003) llegan a conclusiones similares, incluso tras descontar las diferencias imputables exclusivamente a la reducción de los ingresos por señoría. En resumen, podría decirse que el consenso actual se decanta por la neutralidad —o incluso por un efecto negativo— de la rigidez cambiaria sobre la posición fiscal en las economías emergentes, pero ninguna de estas contribuciones toma en consideración la distinción entre regímenes de cambio de iure y de facto.

Este artículo pretende reevaluar la evidencia teniendo en cuenta tal distinción. Los resultados que se obtienen a partir de la utilización de la clasificación del régimen cambiario de facto permitirían rescatar el efecto disciplinador de la fijación cambiaria, pero se pone de manifiesto que esta conclusión se deriva de la consideración de los regímenes de tipo de cambio que, sin haber sido anunciados como tales, se comportan como si fueran fijos o semifijos. Esta evidencia da pie a una exploración de los motivos de este resultado. La hipótesis que se adopta —y que es contrastada con éxito estadísticamente— es que el anuncio de la fijación del tipo de cambio facilita la financiación del déficit a través de los mercados financieros. Este efecto más que contrapesa las restricciones a la financiación monetaria de los déficits derivada de una mayor rigidez del tipo de cambio y el impacto que ello puede tener sobre el rigor fiscal, de tal modo que el anuncio de la fijación cambiaria debilita, en la práctica, la disciplina fiscal.

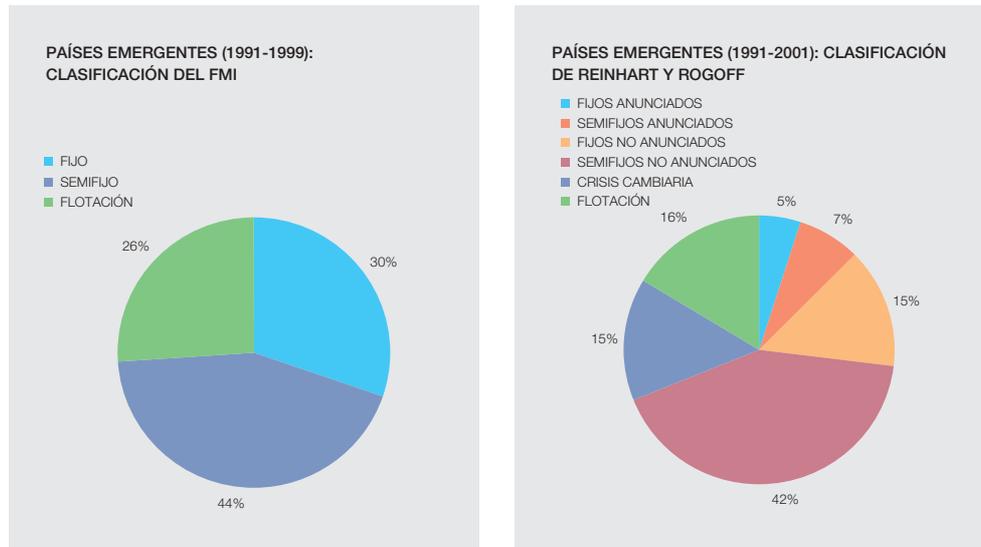
La clasificación de los regímenes: de iure y de facto

La información más habitualmente empleada acerca de los regímenes cambiarios es la suministrada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta clasificación se basa en el régimen oficial que los países declaran mantener y el FMI no realiza ninguna elaboración adicional de los datos para comprobar si los regímenes declarados son o no coherentes con el comportamiento observado del tipo de cambio. No obstante, el organismo internacional reconoce que en varios casos los países tienen un régimen de facto que difiere del régimen de iure. Ante las deficiencias de las clasificaciones basadas exclusivamente en la información del FMI, varios autores han propuesto metodologías encaminadas a deducir el régimen cambiario real a partir del comportamiento observado en diversas variables económicas, independientemente del régimen oficial o de iure. La clasificación que se utiliza en este artículo es la realizada por Reinhart y Rogoff (2004) (en adelante, RR). La información de RR presenta varias ventajas metodológicas. En primer lugar, cubre un espectro diverso de países (153) para una muestra histórica muy amplia, que se remonta en algunos casos hasta 1950. Además, permite distinguir los episodios de volatilidad extrema en el tipo de cambio —asociados a crisis cambiarias o períodos de hiperinflación—, que son clasificados en una categoría propia. La clasificación emplea la cotización en los mercados paralelos, cuando estos existen y son suficientemente relevantes.

Más importante que las ventajas anteriores es el hecho de que la clasificación de RR permite distinguir aquellos casos en que la política anunciada por el país es coherente con el comportamiento observado en el tipo de cambio. Es decir, RR permite identificar aquellos casos en que el régimen de iure coincide con el régimen de facto. El algoritmo aplicado por RR toma como punto de partida el régimen oficial y analiza si la volatilidad del tipo de cambio es coherente con dicho anuncio. En caso positivo, el régimen es clasificado en la categoría correspondiente y se considera «anunciado». En caso negativo, el algoritmo procede a identificar, mediante procedimientos estadísticos, el régimen apropiado. Así, en la metodología de RR, para cada grado de flexibilidad cambiaria —fijo, semifijo o flexible— es posible distinguir los regímenes «anunciados» y los «no anunciados».

**IMPORTANCIA DE LOS DIFERENTES REGÍMENES CAMBIARIOS
EN LA CLASIFICACIÓN DEL FMI Y DE REINHART Y ROGOFF**
Porcentaje del total

GRÁFICO 1



FUENTES: Reinhart y Rogoff (2002) y FMI.

Al comparar la clasificación del FMI con la de los regímenes de facto, se identifican dos tipos de errores en la clasificación de los regímenes cambiarios compilada por el organismo internacional. El primero se deriva de los países que declaran mantener regímenes flexibles, es decir, flexibilidad de iure, cuando en realidad intervienen activamente para mantener estable el tipo de cambio de sus monedas, es decir, rigidez de facto. En el caso de los países emergentes, existe evidencia de que la incidencia de este tipo de error ha aumentado en los últimos años cuando, como ya se mencionó, muchos países han abandonado los sistemas de objetivos explícitos de tipo de cambio fijo, pero no han abandonado en la práctica su preferencia por la estabilidad cambiaria. El segundo tipo de error es el opuesto, pues se refiere a las observaciones que la información del FMI especifica como regímenes fijos o semifijos, pese a que la ocurrencia recurrente de crisis cambiarias ha supuesto devaluaciones frecuentes del tipo de cambio oficial, por lo que la volatilidad real del tipo de cambio puede ser incluso superior a la de un régimen flexible. En este tipo de países es habitual, además, la aparición de mercados paralelos de cambios, cuyo comportamiento puede considerarse como más representativo que el del tipo oficial.

El gráfico 1 recoge los regímenes de tipo de cambio a partir de la clasificación de RR y su comparación con la clasificación del FMI, para una muestra que incluye a los 25 países que son considerados en el índice MSCI de mercados emergentes. La magnitud de la discrepancia entre ambas clasificaciones queda subrayada cuando se observa que el 35% de los regímenes que el organismo internacional clasifica como flexibles son, de facto, fijos o semifijos, y que, por el contrario, un 15% de los clasificados oficialmente como fijos están asociados a crisis cambiarias. Puede apreciarse la importancia de los regímenes con algún grado de rigidez de facto, que representan el 69% de los casos. Este dato viene a corroborar la preferencia por la estabilidad cambiaria a la que se aludió en la introducción. En cambio, la participación de los regímenes flexibles de facto, una vez descontados los casos de crisis cambiarias o hiperinflaciones, no alcanza el 15%.

**Regímenes cambiarios
y disciplina fiscal**

En vista de la comparación entre ambas clasificaciones de tipos de cambio, no es de extrañar que, al analizar el impacto de los regímenes cambiarios sobre la disciplina fiscal, los resultados difieran. Las dos primeras filas del cuadro 1 muestran las diferencias existentes en el saldo

Diferencia en promedio

	CLASIFICACIÓN DEL FMI		CLASIFICACIÓN DE REINHART Y ROGOFF	
	Sin efectos fijos (1)	Con efectos fijos (2)	Sin efectos fijos (3)	Con efectos fijos (4)
TIPO DE RÉGIMEN CAMBIARIO				
Fijo (b)	0,7	0,6	1,1*	1,2*
Semifijo (b)	-0,2	1,1*	1,4**	2,0**
Anunciado (c)	—	—	-0,8*	-1,4*

a. * y ** indican significatividad al 10% y al 1%, respectivamente.

b. Respecto a los regímenes flexibles, excluyendo crisis cambiarias.

c. Respecto a los regímenes fijos o semifijos no anunciados, o flexibles, excluyendo crisis cambiarias.

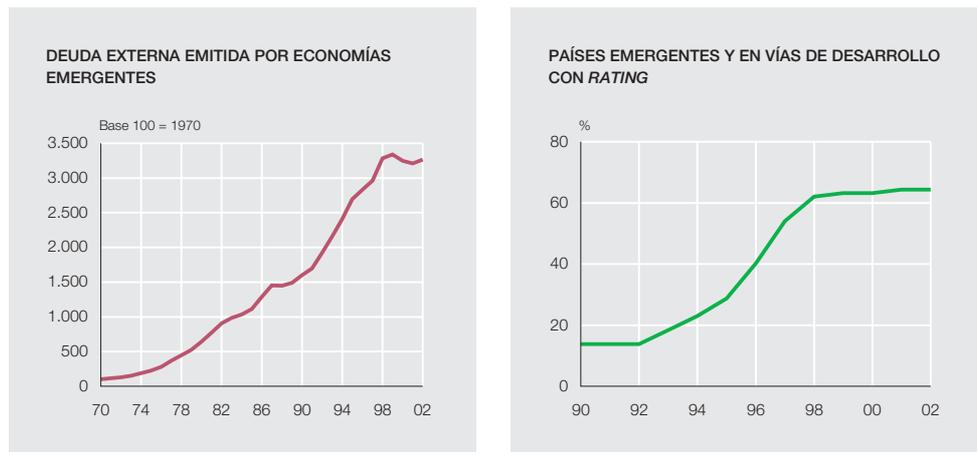
fiscal primario entre los regímenes fijos o semifijos en comparación con aquellos que dejan flotar su moneda, según la clasificación del FMI y según la clasificación RR. Las cifras reflejan la diferencia en promedio y el asterisco junto a este promedio indica si tal diferencia resulta significativa en los análisis de regresión. En las columnas (2) y (4) se han incluido, además, variables ficticias para cada país, con la finalidad de tener en cuenta de forma parcial las diferencias idiosincráticas —pero constantes en el tiempo— entre ellos.

Los resultados de las columnas (1) y (2) vienen a corroborar la conclusión habitual en la literatura empírica previa: si se emplea la clasificación de regímenes de iure del FMI, los saldos primarios bajo regímenes fijos son algo superiores a los regímenes flexibles, pero estas diferencias no son significativas. En el caso de los tipos de cambio semifijos, la diferencia es incluso negativa, aunque cuando se utilizan variables ficticias para cada país la diferencia es positiva y marginalmente significativa. Por el contrario, atendiendo a la clasificación de Reinhart y Rogoff [columnas (3) y (4)], tanto los regímenes fijos como los semifijos evidencian una mayor disciplina fiscal que los flexibles, y este resultado es robusto a la inclusión de efectos fijos para cada país en las respectivas regresiones.

Como se ha comentado anteriormente, la principal diferencia entre una y otra clasificación es que en la clasificación de facto de RR se incluyen aquellos países que, sin anunciar oficialmente el tipo de cambio, mantienen un grado de rigidez notable en su evolución, a través de intervenciones en los mercados de cambios. De aquí se podría inferir, a la vista de la divergencia de los resultados entre ambas clasificaciones, que lo que importa en realidad es si el régimen de tipo de cambio rígido se anuncia o no, de tal modo que los regímenes anunciados presentarían una menor disciplina fiscal. La tercera fila del cuadro 1 confirma económicamente esta posibilidad, mediante la inspección del superávit primario promedio en regímenes no anunciados (fijos, semifijos o flotantes) y el registrado en los regímenes anunciados. De acuerdo con este método, el anuncio de un régimen cambiario llevaría aparejada una dilución de la disciplina fiscal que podría oscilar entre -0,8 y -1,4 puntos del PIB, en función de la especificación elegida. Las razones que explicarían este resultado se exploran a continuación.

La relevancia del canal financiero

Cuando un país, a los ojos de los mercados, presenta un atractivo inversor elevado, sus condiciones de financiación externa tienden a ser más ventajosas. Esto supone que la disposición de los mercados libera o refuerza las restricciones que enfrentan los gobiernos de los países emergentes y, con ello, sus decisiones de política fiscal. En concreto, cabe esperar que, ante condiciones financieras adversas, los países emergentes se vean obligados a mantener superávits fiscales mayores.



FUENTES: Moody's y FMI.

Cabe pensar que la importancia de las condiciones financieras en la determinación de la política fiscal de los países emergentes ha crecido desde inicios de los noventa, pues países anteriormente aislados de los flujos de capital internacionales han disfrutado de la posibilidad de acceder a fuentes exteriores de financiación. Como se puede apreciar en el gráfico 2, los países emergentes han aprovechado ampliamente esta posibilidad, de forma que los flujos de financiación destinados a ellos han crecido exponencialmente y tan solo en los últimos años han mostrado cierta moderación. Medidas alternativas confirman que, además de suponer un volumen cada vez mayor, la integración con los mercados financieros internacionales se ha ido generalizando a un número cada vez más amplio de países en desarrollo. En la actualidad, un 60% de dichos países cuenta con calificación de las agencias internacionales, frente a menos de un 20% al inicio de la década de los noventa.

Los resultados que se recogen en el cuadro 2 pretenden captar el efecto de las condiciones de financiación sobre la política fiscal de los países emergentes. Como aproximación a la restricción presupuestaria del sector público, se ha realizado la regresión del superávit primario en porcentaje del PIB sobre la tasa de crecimiento de la economía —empleada como aproximación a la posición cíclica del país— y los pagos por intereses en relación con el PIB, variable que captaría las condiciones de financiación². Se presentan los resultados del modelo más general, que incluye retardos del superávit para reflejar la inercia de las políticas fiscales, y en los que se utiliza el método generalizado de momentos en paneles dinámicos con la finalidad de corregir de forma aproximada el sesgo que originaría la endogenidad de las variables explicativas. Los coeficientes estimados son coherentes con la relación prevista: un aumento de los tipos de interés induce una mayor disciplina fiscal, y el efecto es estadísticamente significativo y robusto a la utilización de diferentes métodos de estimación.

Corroborada la relevancia de las condiciones financieras en las decisiones fiscales de los países emergentes, la interacción entre los mercados y la credibilidad de las políticas ofrece una explicación a la menor disciplina fiscal asociada al anuncio de un determinado régimen cambiario. Al comprometer un objetivo determinado para el valor externo de la moneda, las autoridades renuncian a la gestión autónoma de su política monetaria y, a priori, ratifican su intención de mantener políticas fiscales coherentes con el objetivo de la estabilidad cambiaria.

2. La utilización de medidas alternativas, como los diferenciales soberanos, no altera sustancialmente los resultados, aunque sí recorta significativamente la profundidad de la muestra disponible.

	(1)	(2)
Pagos por intereses (% del PIB)	0,60*	0,60**
Crecimiento del PIB	0,10*	0,10**
Crisis cambiaria	-0,73	-0,91
Superávit (t-1)	0,39	0,39*
Anunciado	—	-0,60

a. * y ** indican significatividad al 10% y al 1%, respectivamente.
 b. Parámetros del modelo de panel dinámico estimado.

Aunque por sí mismos estos anuncios podrían ser poco creíbles —y, por tanto, su impacto financiero limitado—, en la mayor parte de los casos la adopción de un régimen oficial de tipo de cambio viene acompañada de medidas adicionales de reforma estructural y, además, el compromiso se refuerza voluntaria o involuntariamente con mecanismos que hacen muy costoso abandonar el régimen, como la dolarización de pasivos o la modificación de instituciones legales básicas —eliminando, por ejemplo, restricciones a la constitución de depósitos en moneda extranjera—. Estos costes potenciales permiten que los países que hacen oficial su régimen cuenten, al menos inicialmente, con una credibilidad adicional que propicia una mejora de sus condiciones de financiación, respecto a otros países donde la estabilidad cambiaria se mantiene sin compromisos explícitos ni reformas adicionales. Las estimaciones realizadas señalan que este es el caso, pues, en promedio, los intereses sobre el PIB pagados por los regímenes anunciados han sido un punto porcentual inferiores a los de otras modalidades. Es más, se comprueba que, una vez consideradas las diferencias en sus costes de financiación, los regímenes anunciados no muestran un impacto diferencial respecto a los no anunciados en cuanto a su disciplina fiscal [véase la columna (2) del cuadro 2]. Es decir, la dilución de la disciplina fiscal asociada al anuncio del régimen cambiario desaparece, lo que sugiere que este «canal financiero» es el principal origen de la misma.

Conclusiones

Los resultados del artículo confirman los hallazgos de la literatura empírica previa respecto a la falta de un impacto positivo de la fijación explícita del tipo de cambio sobre la disciplina fiscal. Este resultado refuta el razonamiento tradicional de que la fijación cambiaria, al reducir las posibilidades de financiar monetariamente los desequilibrios fiscales, debería inducir un mayor grado de disciplina fiscal. Pero este trabajo pretende ir más allá, al poner el énfasis en el impacto negativo que el anuncio del tipo de cambio tiene sobre la disciplina fiscal y explorar el canal a través del cual este impacto negativo se verifica. Se concluye que los regímenes oficializados tienden a disfrutar de mejores condiciones financieras y esto, en última instancia, debilita sus incentivos a perseverar en políticas fiscales disciplinadas, de tal modo que, en conjunto, muestran superávits primarios inferiores a los registrados en regímenes flexibles o en regímenes fijos y semifijos no anunciados.

La importancia del anuncio de un régimen cambiario apunta a que la forma en que las autoridades adquieren credibilidad ante los mercados financieros puede ser un factor clave para determinar sus condiciones de financiación y, de esta manera, su posición fiscal. La oficialización de este compromiso cambiario puede suponer, por sí misma, una ganancia de credibilidad. Esta ganancia se deriva de que la fijación explícita del tipo de cambio va frecuentemente asociada a programas más amplios de reforma y estabilización, y de la percepción de que su abandono conlleva un elevado coste político y de reputación. Sin embargo, en la medida en que los mercados financieros premian el anuncio del régimen de tipo de cambio fijo con unas

condiciones financieras más favorables, se contrarresta parcialmente el incentivo de las autoridades a mantener políticas fiscales más disciplinadas. De este modo, el éxito inicial del anuncio de fijación cambiaria puede acabar sembrando las semillas de sus dificultades posteriores.

Poniendo estos resultados en el contexto actual, la tendencia al abandono de los regímenes rígidos anunciados, provocada por las crisis en países emergentes, en favor de regímenes de flotación administrada, podría convertirse en un pilar para una gestión más rigurosa de la política fiscal. No obstante, la coyuntura presente de baja aversión al riesgo ha generado unas condiciones de financiación sumamente benignas que parecen haber difuminado la importancia de las diferencias estructurales entre los diferentes países emergentes. Esto dificulta valorar en qué medida las regularidades empíricas puestas de manifiesto en el artículo están ejerciendo una influencia apreciable en este momento.

11.10.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y L. MOLINA (2003). «What does really discipline fiscal policy in emerging markets?: The role and dynamics of exchange rate regimes», *CEMLA Money Affairs*, julio-diciembre, vol. XVI, n.º 2.
- CALVO, G. A., y C. M. REINHART (2002). «Fear of Floating», *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, mayo, vol. 117 (2), pp. 379-408.
- CALVO, G. A., y C. A. VEGH (1998). «Inflation stabilization and BOP crises in developing countries», *Handbook of Macroeconomics*.
- GAVIN, M., y R. PEROTTI (1997). «Fiscal policy in Latin America», *NBER Macroeconomic Annual*, pp. 11-71.
- GHOSH, A. R., A. M. GULDE y H. WOLF (2003). *Exchange rate regimes*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- LEVY-YEYATI, E., y F. STURZENEGGER (2005). «Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words», *European Economic Review*, vol. 49, n.º 6.
- REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2004). «The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation», *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, febrero, vol. 119 (1), pp. 1-48.
- TORNELL, A., y A. VELASCO (1998). «Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in stabilization», *Journal of International Economics*, 46, pp. 1-30.