

Pedro Hinojo González*
Miguel Ángel Martínez Rolland*

LA SUPERVISIÓN DE TIPOS DE CAMBIO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La supervisión cambiaria del FMI es uno de los objetivos principales de la institución y por consiguiente de la arquitectura financiera internacional. El Fondo tiene encomendada la tarea de vigilar que los países no practiquen la manipulación cambiaria (mantenimiento de tipos de cambio infravalorados para obtener ventajas competitivas desleales), así como advertir a los miembros de los casos de sobrevaloración cambiaria. Este análisis sobre los niveles de tipo de cambio, que es muy delicado por sus implicaciones, se complementa con un análisis de los regímenes cambiarios. En este artículo se analiza la metodología del FMI para llevar a cabo esta tarea, así como las dificultades a las que se enfrenta la institución en su labor.

Palabras clave: tipo de cambio, sistema monetario internacional, instituciones financieras internacionales.
Clasificación JEL: F30, F31, F33.

1. Introducción

«El tipo de cambio es el precio más importante de una economía». Así lo ha expresado en diversas ocasiones Paul Volcker, antiguo gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos, e influyente asesor del presidente de este país, Barack Obama. En efecto, el tipo de cambio de una moneda interviene en todas las transacciones económicas con el exterior, y en un mundo de cada vez mayor apertura e interrelación comercial y financiera entre países, su importancia crece exponencialmente.

Tal es su importancia que cobra una dimensión política de primer nivel. Las devaluaciones o depreciaciones de una moneda se cuentan entre los acontecimientos económicos más importantes y visibles —y en ocasiones traumáticos— para el ciudadano medio. Éste puede medir la fortaleza de una economía, y por extensión del conjunto del país y de su gobierno, por la evolución de su tipo de cambio. Sectores enteros de una economía, principalmente los exportadores o los endeudados con el exterior, ven en el tipo de cambio el factor más determinante para su supervivencia, lo que induce a la formación de grupos de presión fuertemente organizados. Por su parte, los tipos de cambio respecto a divisas fuertes como el dólar o el euro son, en países en desarrollo, en muchos casos el único indicador fiable para la población

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

del valor de su moneda. Son algunas de las razones que explican que las decisiones sobre régimen cambiario o sobre tipo de cambio revistan tal sensibilidad y se tomen al máximo nivel político.

En términos económicos generales, podemos destacar principalmente las graves consecuencias para una economía de una sobrevaloración del tipo de cambio, que suele llevar a crisis por la insostenibilidad de la posición exterior, así como de una infravaloración cambiaria, que conduce a tensiones con el resto del mundo y a dificultades en el control monetario interno. A este respecto, dado que los niveles de tipos de cambio son precios relativos de unas monedas respecto de otras, la infravaloración de una implica la sobrevaloración de alguna otra. Así, las decisiones sobre tipos de cambio, en función de si son coordinadas o descoordinadas, tienen más o menos posibilidades de ser efectivas y tener efectos positivos para el conjunto de los países. Es por ello que la cooperación multilateral en materia cambiaria, o de forma más ambiciosa, el establecimiento de unas reglas sobre tipos de cambio, se ha considerado un elemento central del sistema monetario internacional y, por ende, de la arquitectura financiera internacional.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) se funda con este objetivo principal: la cooperación y coordinación en materia monetaria y la estabilidad cambiaria, evitando las depreciaciones competitivas, como medio para detener el proteccionismo, permitir el crecimiento del comercio mundial y mantener así altos niveles de ocupación y de ingresos reales. Su función financiadora y de resolución de crisis, hoy protagonista, fue concebida originalmente como subsidiaria de esta función más amplia. El papel central de regulador y guardián que el FMI jugó en el sistema de tipos de cambio de Bretton Woods, se pierde con el abandono del sistema en 1971. En la «ausencia de sistema» que dura desde entonces hasta hoy, el FMI nominalmente se reconvierte desde los Acuerdos de 1976 y la decisión del Directorio Ejecutivo de 1977 en un supervisor de las políticas de tipo de cambio.

El objetivo del presente artículo es examinar cómo realiza el FMI esta supervisión de los regímenes cam-

biarios y de los tipos de cambio. Esta tarea presenta dificultades tanto desde el punto de vista práctico, por la extrema sensibilidad política sobre la cuestión, como desde el punto de vista analítico, por la dificultad de identificar objetivamente sobrevaloraciones o infravaloraciones. Comenzaremos abordando el marco institucional y las bases jurídicas que permiten al FMI realizar esta tarea, para continuar analizando la metodología que utiliza el FMI para valorar los regímenes y niveles de tipos de cambio, y terminar con una valoración y perspectivas de las posibilidades de una supervisión internacional efectiva de los tipos de cambio.

2. Marco institucional y bases jurídicas

Una institución internacional se rige esencialmente por lo que los países miembros de la misma determinan en el acuerdo internacional que la constituye. En materia de tipo de cambio, las diferencias entre lo que unos países y otros desean del FMI son significativas. Generalmente, los países con monedas infravaloradas desean un menor papel de la institución, y el resto desea un papel activo, finalmente refiriéndose la discusión a lo establecido en el acuerdo internacional vinculante. De ahí que en el papel que pueda jugar el FMI, las bases jurídicas que le confieren autoridad sean determinantes.

El Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, que tiene rango de tratado internacional, es la principal base jurídica para la actuación en materia de tipo de cambio (Recuadro 1). Este artículo confiere unas obligaciones a los países, entre las que destaca evitar la manipulación del tipo de cambio para impedir el ajuste de la balanza de pagos y obtener ventajas competitivas desleales; y confiere al Fondo la tarea de supervisar el sistema monetario internacional y las políticas de tipo de cambio de los miembros.

La manipulación de los tipos de cambio para obtener ventajas competitivas es la práctica más nociva que se trató de evitar con la creación del FMI, y así queda consagrado en su Artículo IV. En los años treinta, las devaluaciones competitivas en las monedas centrales del

RECUADRO 1

EL ARTÍCULO IV DEL CONVENIO CONSTITUTIVO DEL FMI
(Enmendado en 1976)**Artículo IV.—Obligaciones referentes a regímenes de cambios***Sección 1. Obligaciones generales de los países miembros*

(...) Los países miembros se comprometen a colaborar con el Fondo y entre sí para establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio. En particular, todo país miembro:

- i) hará lo posible, teniendo debidamente en cuenta sus circunstancias, para orientar sus políticas económicas y financieras hacia el objetivo de estimular un crecimiento económico ordenado con razonable estabilidad de precios;
- ii) procurará acrecentar la estabilidad fomentando condiciones fundamentales y ordenadas, tanto económicas como financieras, y un sistema monetario que no tienda a producir perturbaciones erráticas;
- iii) evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros, y
- iv) seguirá políticas cambiarias compatibles con las obligaciones a que se refiere esta Sección.

Sección 2. Regímenes generales de cambios

- a) [Obligación de declarar el régimen cambiario]
- b) [Libertad de elección del régimen cambiario, a excepción de un patrón oro]
- (...)

Sección 3. Supervisión de los regímenes de cambios

a) El Fondo supervisará el sistema monetario internacional a fin de asegurar su buen funcionamiento, y vigilará el cumplimiento por cada país miembro de sus obligaciones conforme a la Sección 1 de este Artículo.

b) A fin de desempeñar sus funciones según el apartado a), el Fondo ejercerá una firme supervisión de las políticas de tipos de cambio de los países miembros y adoptará principios específicos que sirvan de orientación a todos ellos con respecto a esas políticas. Los países miembros proporcionarán al Fondo la información necesaria para ejercer esa supervisión y, a solicitud del Fondo, le consultarán sobre sus políticas de tipos de cambio (...).

Sección 4. Paridades: posibilidad de restablecer un sistema de paridades fijas ajustables

NOTA: Extracto, corchetes y negrita realizados por el autor.

FUENTE: FMI, *Convenio Constitutivo*. Versión 2010.

sistema fueron asociadas al proteccionismo más radical, particularmente tras la aprobación de la drástica elevación de aranceles Smoot-Hawley en EE UU en 1930 y la devaluación de la libra en 1931. El desorden cambiario y comercial condujo a una enorme contracción del comercio y los flujos financieros, que culminó con la devaluación del dólar en un 69 por 100 y la confiscación de las tenencias privadas de oro por F.D. Roosevelt en 1933-34, junto a los draconianos y discriminatorios controles de cambios de Alemania, diseñados por

Hjalmar Schacht para evitar devaluaciones del reichsmark, pero conducentes al trueque internacional Estado a Estado.

A finales de los años treinta, cuando se comienzan a diseñar las bases de lo que luego sería el sistema de Bretton Woods, quedaba claro que el objetivo era evitar las devaluaciones competitivas en las principales monedas, junto a los controles de cambios que obstaculizaban enormemente el comercio y permitían enmascarar temporalmente la insostenibilidad de tipos de cambio

sobrevalorados. De este modo, en el acta del FMI las devaluaciones en las monedas más importantes se autorizaban solamente en casos de problemas fundamentales de la balanza de pagos.

Con el fin del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods en los años setenta y la extensión de tipos de cambio flotantes entre las principales áreas monetarias, se modifica el convenio del FMI para dejarlo en su forma actual. La supervisión de los tipos de cambio por el FMI es el instrumento para señalar al país que manipule sus tipos de cambio para obtener ventajas competitivas. En caso de determinar el FMI que un país efectúa esta práctica, el resto de los miembros encuentran de este modo autoridad moral para establecer por su cuenta medidas de retorsión (como prevé, en particular, el Congreso de EE UU).

Ahora bien, la determinación de qué es en la práctica una manipulación del tipo de cambio para impedir un ajuste del sector exterior u obtener una ventaja competitiva desleal, requería claramente una interpretación complementaria para objetivar el concepto. Con la Decisión de 1977 del Directorio Ejecutivo del FMI se trató de responder a esta necesidad estableciendo una serie de indicadores y de orientaciones a la supervisión de las políticas de tipo de cambio de cada país (supervisión bilateral). Durante tres décadas, no obstante, la supervisión cambiaria mutó hacia una supervisión general de todas las políticas económicas, y el FMI no declaró que ningún país estuviera practicando la manipulación cambiaria. La paradoja es que la supervisión del FMI había perdido mucha fuerza en su objetivo principal original —la supervisión de las políticas de tipo de cambio¹—, y se había expandido al resto de áreas de la política económica.

En junio de 2007, el Directorio Ejecutivo del FMI decide volver a impulsar la supervisión cambiaria y asentar las

bases del resto de la supervisión que ya realizaba el FMI. En lo que se conoce como «Decisión de 2007 sobre la supervisión bilateral de las políticas de los países miembros», el Directorio orienta la supervisión ya no sólo de la política del tipo de cambio, sino de toda la supervisión de la institución. Sus elementos principales son:

- Se considera que los países miembros contribuyen a sus obligaciones respecto a la estabilidad del sistema si sus políticas se orientan a preservar la «estabilidad externa», definida como una balanza de pagos que no origine movimientos que perturben el tipo de cambio, ni tenga probabilidad de hacerlo. Esto abarca tanto las políticas de tipo de cambio como las monetarias, financieras, fiscales y estructurales con importancia macroeconómica.

- Esfuerzo por aclarar el concepto de manipulación de tipos de cambio: la manipulación se logra mediante políticas que influyan efectivamente en el tipo de cambio, ya sea provocando movimientos (como devaluaciones) o impidiendo que los movimientos se produzcan (como resistir presiones apreciatorias). Una política desleal es aquella que es adoptada para obtener una desalineación del tipo de cambio consistente en una infravaloración, con el propósito de incrementar la exportación neta. Se considera indicador de manipulación cambiaria a:

- Desalineamiento fundamental del tipo de cambio (sobrevaloración o infravaloración).

- La intervención prolongada a gran escala en un solo sentido en los mercados de cambios.

- Acumulación excesiva y prolongada de activos externos (reservas).

- Adopción o intensificación de restricciones a los pagos corrientes y a los movimientos de capital, con fines de balanza de pagos.

- Políticas monetarias o financieras que alienten o desalienten de forma anormal los flujos de capital.

- Déficits o superávits por cuenta corriente excesivos y prolongados.

- Factores de vulnerabilidad en el sector externo como riesgos de liquidez.

¹ En un informe muy significativo en 2007, la Oficina de Evaluación Independiente del FMI dictaminó que «en el período 1999-2005 el FMI sencillamente no cumplió con la debida eficacia sus responsabilidades de supervisión de las políticas cambiarias».

En la práctica, la supervisión bilateral en lo referente a tipos de cambio, desde 2007 hasta 2010, se ha centrado en uno solo de estos indicadores: el desalineamiento fundamental de los tipos de cambio, medido en relación a modelos econométricos, que estudiaremos en detalle en el apartado 3.

La decisión de 2007 y su desarrollo posterior estableció también un mecanismo específico, las consultas *ad hoc*, que se utilizarían, por ejemplo, en caso de identificarse indicios de desalineamientos fundamentales y antes de dictaminarlos oficialmente. El concepto de desalineamiento fundamental ha requerido a su vez de interpretación adicional: fundamental significa «respecto a los fundamentales» (respecto a los valores de referencia que se consideran de equilibrio), pero también quiere decir «significativo» o «sustancial». Este concepto es particularmente delicado dada la gran trascendencia de este tipo de dictámenes: Un país al que se le dictamine que su tipo de cambio está sustancialmente infravalorado se enfrenta a riesgos de represalias comerciales, y un país al que el FMI le dictamine un tipo de cambio sobrevalorado se arriesga a salidas de capitales que precipiten una «corrida» cambiaria y una devaluación.

La supervisión del desalineamiento de los tipos de cambio se refiere a los niveles de tipos de cambio, pero la supervisión del FMI también se refiere a los regímenes cambiarios. Pasamos a estudiar la metodología utilizada por el FMI, centrándonos principalmente en los niveles de tipo de cambio.

3. La metodología del FMI para la supervisión cambiaria

La metodología del FMI para la supervisión de los niveles de tipo de cambio

La metodología del Fondo Monetario Internacional para evaluar los niveles de tipo de cambio se basa fundamentalmente en el concepto de tipo de cambio efectivo real de equilibrio, a partir del cual se juzga si una mo-

neda está desalineada respecto al mismo (sobrevalorada o infravalorada) comparándolo con el tipo de cambio efectivo real vigente en el momento. Es decir, se compara un dato estadístico (el tipo de cambio efectivo real vigente) con un concepto modelizado (el tipo de cambio efectivo real de equilibrio), cuya determinación está sometida a los obstáculos prácticos y teóricos antes mencionados.

La actual metodología del FMI a este respecto se diseña por el Grupo Consultivo sobre Tipo de Cambio (CGER, *Consultative Group on Exchange Rate Issues*), una formación establecida a mediados de los años 1990 y compuesta por miembros de distintos departamentos del personal del FMI. La última revisión de la metodología se produjo en 2006 y se ha aplicado desde entonces a las evaluaciones del tipo de cambio no sólo de países avanzados sino también de economías emergentes.

Con la nueva metodología, desarrollada en Lee *et al.*, (2006) y Lee *et al.*, (2008), existen tres enfoques para la supervisión del tipo de cambio: el equilibrio macroeconómico (MB, *macroeconomic balance*), el tipo de cambio real de equilibrio (REER, *equilibrium real exchange rate*) y la sostenibilidad externa (ES, *external sustainability*).

— Equilibrio macroeconómico (MB): este enfoque parte de la estimación de un valor de «equilibrio» de la cuenta corriente en función de una serie de fundamentos (variables económicas) sobre los que existe un amplio análisis teórico y empírico en relación a su influencia en la cuenta corriente.

Las principales variables utilizadas por el FMI son la posición fiscal (con un impacto favorable en la cuenta corriente, pues un superávit público implica *ceteris paribus* un mayor ahorro nacional), la demografía (crecimiento de la población y el porcentaje de personas dependientes, con un impacto negativo, pues una menor población potencialmente activa genera mayor consumo y una menor producción) y el crecimiento económico (con un impacto negativo porque las economías en fase de crecimiento suelen requerir financiación exterior). Estas tres variables se introducen en la estimación em-

pírica como una ratio de su valor en relación con los principales socios comerciales². También se utiliza en la estimación la renta per cápita relativa (con un impacto positivo porque las economías en una etapa más avanzada de desarrollo suelen tener capacidad de financiación para aquellas economías en fase de crecimiento), como una forma de complementar a la variable de crecimiento económico³.

Otros fundamentos que se introducen son la posición de inversión internacional (con un impacto positivo, por la mejor balanza de rentas asociada a una posición acreedora), la balanza energética (con un impacto positivo obvio), o variables *dummy* como la presencia de crisis financieras (con un impacto positivo por el fuerte ajuste en los flujos de capital y en la economía real) o la condición de centro financiero del país (con un impacto positivo por la capacidad de inversión en el exterior y la consiguiente repatriación de beneficios).

Una vez hallados los estimadores que determinan cuál es el impacto de esas variables sobre la cuenta corriente⁴, se halla la cuenta corriente «de equilibrio» aplicando dichos estimadores a los valores de las va-

riables mencionadas anteriormente que el FMI proyecta a medio plazo (proyecciones WEO⁵ o de Naciones Unidas para la población). Posteriormente, se calcula el ajuste del tipo de cambio que sería necesario para llevar a la cuenta corriente desde su valor actual a su valor de «equilibrio», usando elasticidades de la cuenta corriente respecto del tipo de cambio⁶. De esta forma, la moneda se estima apreciada o depreciada en función de si ese ajuste necesario en el tipo de cambio es, respectivamente, una depreciación o una apreciación.

— Tipo de cambio real de equilibrio (ERER): esta metodología estima un tipo de cambio efectivo real de «equilibrio» en función de una serie de variables que se estima que influyen en el tipo de cambio efectivo real⁷. El tipo de cambio efectivo real se mide para esta metodología en términos de diferenciales de IPC en relación a los socios comerciales⁸. Las variables utilizadas para hallar el tipo de cambio real de equilibrio son el diferencial de productividad entre el sector de bienes comerciables internacionalmente y el sector de bienes no comerciables internacionalmente (con un impacto apreciatorio sobre el tipo de cambio real de equilibrio por el efecto Balassa-Samuelson⁹), la posición de in-

² Esto se realiza dado que son los valores relativos de las variables los que influyen en la posición de cuenta corriente. A modo de ejemplo, el FMI (2006) estima que una mejora en la balanza fiscal de 1 por 100 del PIB en relación a la media de los socios comerciales, conduce a una mejora de la cuenta corriente de 0,19 por 100 del PIB.

³ La introducción de la variable de crecimiento económico por sí sola generaría un efecto ambiguo, pues, aunque es cierto que el crecimiento económico puede generar mayor demanda y por tanto mayor déficit corriente, también es cierto que un elevado crecimiento económico puede deberse asimismo a la producción y a la exportación más que a la demanda interna (siendo en ese caso los socios comerciales los que tendrían peores cifras de crecimiento y de cuenta corriente por las importaciones). Es por ello que se introduce la variable de renta per cápita para dejar claro que se trata de vincular la cuenta corriente no sólo al crecimiento coyuntural sino también al desarrollo, medido éste por la renta per cápita.

⁴ Por ejemplo, ello se halla para la última metodología publicada (2006), a través de la estimación con datos para 54 economías en el período 1973-2004. Se obtiene un estimador tanto para la serie temporal como para los datos de sección cruzada (utilizando en este segundo caso una media de las observaciones a lo largo del tiempo para cada país). Se realiza una media de ambos resultados (aunque son bastante similares) para determinar el estimador que se utiliza para el cálculo de la cuenta corriente de equilibrio.

⁵ WEO: *World Economic Outlook*, informe sobre las Perspectivas de la Economía Mundial, publicado semestralmente por el FMI.

⁶ Las elasticidades de la cuenta corriente respecto al tipo de cambio estimadas por el FMI son mayores para países con mayor apertura comercial. Es decir, para corregir un desequilibrio exterior los países más abiertos requieren proporcionalmente menores ajustes de tipo de cambio.

⁷ En el enfoque ERER la muestra de datos es inferior que en el enfoque MB tanto en número de países (48 en el ERER por 54 en el MB) como en el número de períodos (entre 1980 y 2004 en el ERER y entre 1973 y 2004 en el MB)

⁸ El aumento del tipo de cambio real supone un deterioro de la competitividad.

⁹ Según el efecto Balassa-Samuelson, el crecimiento de la productividad en el sector de bienes comerciables internacionalmente se traslada a unos mayores salarios tanto en el sector comerciable como en el no comerciable, de forma que los precios en el sector no comerciable crecen proporcionalmente más y se produce una apreciación real. El FMI estima en 2006 un coeficiente de 0,15, que significa que, por ejemplo, un 10 por 100 de mejora relativa en la productividad en el sector de bienes comerciables conduce a una apreciación del 1,5 por 100 en el tipo de cambio efectivo real de

versión internacional (con un impacto apreciatorio en el tipo de cambio real de equilibrio, porque una posición acreedora supone una mayor capacidad de mantener un déficit comercial), la relación real de intercambio de las materias primas (con un efecto apreciatorio), el consumo público (con un impacto apreciatorio por impulsar el sector no comerciable internacionalmente), el proteccionismo comercial (con un impacto apreciatorio por la menor entrada de producción exterior más eficiente) y la existencia de precios administrados (con un impacto depreciatorio¹⁰).

Una vez hallados los estimadores que determinan cuál es el impacto de esas variables sobre el tipo de cambio real de equilibrio, se hallan dos tipos de cambio «de equilibrio», uno de ellos aplicando dichos estimadores a los valores actuales de las variables mencionadas anteriormente y el otro aplicando los estimadores a los valores de las variables a medio plazo proyectados por el FMI en su WEO. Así, se calculan los respectivos ajustes del tipo de cambio que llevarían al tipo de cambio desde su valor actual a sus correspondientes valores de «equilibrio».

— Sostenibilidad externa (ES): este método estima el saldo de la cuenta corriente que estabiliza la posición de inversión internacional en porcentaje del PIB en un determinado nivel. Dicho nivel puede establecerse de manera arbitraria (por ejemplo, el valor actual) o puede también ligarse a una determinada estimación empírica de lo que podría ser la posición de inversión internacional de «equilibrio» en función de una serie de fundamentos (al igual que se hace con el enfoque MB estimando una cuenta corriente de «equilibrio»).

La ventaja de este método es que *a priori* no requiere estimación cuantitativa, aunque sí requiere una serie de

proyecciones sobre el crecimiento, la inflación o el rendimiento de activos y pasivos para predecir las dinámicas futuras de la posición de inversión internacional. Aparte, también se precisan ciertos supuestos, como la no variación en el precio de activos y pasivos exteriores o la ausencia de transferencias de capital o errores y omisiones, de forma que las variaciones en la posición de inversión internacional sólo se explican por la cuenta corriente o el tipo de cambio.

Una vez obtenido el saldo de la cuenta corriente que estabiliza la posición de inversión internacional, se calcula el ajuste del tipo de cambio que llevaría a la cuenta corriente desde su valor actual, al valor que estabiliza la posición de inversión internacional, usando de nuevo elasticidades de la cuenta corriente respecto del tipo de cambio.

Una vez realizadas las evaluaciones para cada una de las tres metodologías, si la media de las tres resulta inferior al ± 5 por 100 o si las tres están por debajo del ± 10 por 100, entonces se estima que la moneda está en línea con su tipo de cambio real de equilibrio (ni apreciada ni depreciada). En el resto de casos se deduce que la moneda está desalineada respecto a sus fundamentos, tomándose como grado de desviación la media que indican las tres metodologías, siempre que no haya una diferencia superior al ± 10 por 100 entre al menos un par de estimadores, pues si la diferencia entre al menos un par de estimadores es superior a ese umbral del ± 10 por 100 se expresará el grado de desviación de la moneda en términos del rango que abarque a los tres estimadores. Es decir, en los casos en los que las metodologías arrojan resultados muy dispersos, se da la valoración dentro de un rango en lugar de cuantificar exactamente el grado de desviación con un número concreto.

La utilización de una media de los tres enfoques para dar el juicio definitivo muestra al mismo tiempo una debilidad y una fortaleza de la metodología del FMI. La debilidad es que en ocasiones puntuales los tres modelos arrojan estimadores muy dispares, lo cual revela ciertos problemas de inconsistencia y robustez que deben corregirse con la utilización de medias o incluso rangos. Decimos que esto es asimismo una fortaleza porque la evidencia

equilibrio. Un ejemplo es China, que con un incremento de la productividad relativa en torno a un 50 por 100 entre 1990 y 2002, recibe una estimación *ceteris paribus* de la apreciación del tipo de cambio real de equilibrio de casi un 10 por 100 (7,5 por 100).

¹⁰ Esta variable se introduce sólo para economías que en el período de muestra estuvieran bajo planificación centralizada o en transición desde la misma al sistema de mercado.

empírica (Abiad *et al.*, 2009), muestra que la media de los tres estimadores obtiene mejor capacidad predictiva que cada uno de los mismos por separado, lo que pone en valor la complementariedad de los tres enfoques.

En este punto es preciso proceder a la valoración crítica de la metodología, como hemos comenzado a hacer ya al final de este subapartado, para dar ejemplos prácticos más adelante.

Valoración de la metodología del FMI para los niveles de tipo de cambio

A la hora de enjuiciar los resultados de la metodología del FMI para estimar los niveles de tipo de cambio es necesario tener varias cautelas:

— La nueva metodología remozada en 2006 ha tenido en realidad poco tiempo de aplicación práctica, siendo además los últimos años de una enorme convulsión en los tipos de cambio en un entorno de crisis financiera.

— A la hora de valorar el éxito de este marco del FMI en la supervisión del tipo de cambio, es preciso recordar que estos métodos no deben (ni pretenden) actuar como predictores de la evolución del tipo de cambio (especialmente en el corto plazo), sino que más bien constituyen referencias teóricas. De hecho, al estimar que una moneda está apreciada o depreciada respecto a su valor de equilibrio no quiere decir (ni siquiera a medio plazo) que se esté anunciando una depreciación o apreciación, respectivamente, dado que el ajuste puede llegar por el lado del resto de fundamentos relacionados con el desequilibrio exterior¹¹. Es por ello que los movimientos del tipo de cambio son prácticamente impredecibles, mientras que para horizontes superiores a los cinco años la capacidad predictiva de la metodología del CGER aumenta enormemente. En todo caso, incluso

por encima de los cinco años, hay muchos casos de países con desequilibrios muy persistentes respecto de los valores de equilibrio, tanto del tipo de cambio real como de la cuenta corriente de equilibrio.

— La valoración de los enfoques se topa con la confidencialidad de la mayoría de las evaluaciones llevadas a cabo por el Fondo Monetario Internacional. El FMI realiza de manera semestral un análisis de la situación de los tipos de cambio (respecto a sus valores de equilibrio, de acuerdo con la metodología ya comentada) para un grupo que abarca a 27 monedas donde están las economías más relevantes del planeta (incluyendo a países avanzados y emergentes), si bien este análisis no se publica pues el FMI considera que las evaluaciones son sensibles y que podrían generar movimientos desestabilizadores en los tipos de cambio. No obstante, el propio FMI advierte que las metodologías son públicas y que cualquier analista puede construir los mismos estimadores que el FMI elabora de manera confidencial. Aparte, aunque esos informes semestrales sobre la situación de las principales 27 monedas no se publiquen, sí hay países que han consentido la publicación de su análisis de tipo de cambio dentro de las Consultas del Artículo IV, el ejercicio anual de supervisión bilateral que efectúa el FMI sobre la situación económica de sus miembros. En todo caso, otros tantos países no han consentido la publicación de este ejercicio de supervisión bilateral de su situación cambiaria, lo que ha originado retrasos y modificaciones en la publicación de ciertos informes de las Consultas del Artículo IV.

La contrastación empírica (Abiad *et al.*, 2009), muestra que la metodología del CGER se impone a la del paseo aleatorio en la mayoría de los casos. Al mismo tiempo, y como ya hemos comentado, la media de los tres estimadores tiene mejor capacidad predictiva que cada uno de los mismos por separado, lo que refuerza la idea antes suscitada de la complementariedad de los tres enfoques ante las diferencias que pudieran existir entre los resultados de cada una de las metodologías.

Independientemente de que cada uno de los tres enfoques presente limitaciones, todos comparten una se-

¹¹ Por ejemplo, una reducción del gasto público puede reducir el déficit por cuenta corriente, o una moderación salarial reducir el diferencial de competitividad.

rie de problemas comunes, como la incertidumbre relativa a los mecanismos de transmisión de las variables macroeconómicas hacia el tipo de cambio. Aparte, en los modelos MB y ERER, que necesitan una estimación de «equilibrio» en las relaciones entre las variables, los países con mucho peso o con un comportamiento extremo pueden influir en exceso en la obtención de los estimadores que después se aplican a todos los países. Al mismo tiempo, estos modelos «de equilibrio» pueden no adaptarse bien a economías emergentes en un proceso intenso y acelerado de cambio estructural donde las relaciones entre las variables, lejos de ser constantes, están cambiando rápidamente.

Un inconveniente adicional son los problemas y/o retrasos en la medición y la estimación de las variables que son necesarias para obtener el valor del tipo de cambio real de equilibrio. Ello es un problema fundamental dado que para el FMI es necesario obtener la información sobre si la moneda está apreciada o depreciada de manera fiable y rápida. Esta cuestión es importante precisamente en los ejemplos y ejercicios de supervisión bilateral que vamos a ver a continuación, donde es clave que la recomendación del FMI sobre la política cambiaria (aparte de estar bien sustentada) llegue al país miembro a tiempo para corregir un determinado desequilibrio externo.

Ejemplos de la aplicación de la metodología del FMI para la supervisión cambiaria

Vamos a utilizar dos ejemplos con relativo interés, en el caso de Bielorrusia por ser relativamente reciente (su Informe de Consultas del Artículo IV de 2009 se publicó en el inicio de 2010) mientras en el caso de Islandia, por la situación particular de este país, que tras un período de auge crediticio sufrió un ajuste y una depreciación de su moneda muy brusca, aunque el ejercicio de supervisión cambiaria del FMI no sea tan reciente (Consultas del Artículo IV de 2007).

- Islandia (julio de 2007): Islandia se encontraba en la primera mitad de 2007 con un cuadro macroeconómico

caracterizado por un crecimiento económico boyante marcado por importantes desequilibrios en cuanto al crecimiento del crédito y al déficit por cuenta corriente. Los intentos del Banco Central por ralentizar la marcha de la economía mediante elevaciones de tipos de interés en la práctica empeoraban la situación, pues los bancos nacionales aprovecharon los ingentes beneficios cosechados en el mercado interno para captar financiación en el exterior a menor tipo de interés y movilizarla en el territorio islandés, obteniendo un amplio margen de beneficios. Además, Islandia fue un destino predilecto para las operaciones de *carry-trade* en el mercado de divisas, por las que los agentes se endeudan en monedas de tipo de interés bajo para invertir en divisas con tipo de interés alto (como la corona islandesa).

Todas estas circunstancias forzaron la apreciación de la moneda, lo que a su vez dificultaba el ajuste del déficit por cuenta corriente y perpetuaba y agudizaba los problemas. El enfoque MB¹² estimó que la moneda estaba entre un 17 por 100 y un 25 por 100 sobrevalorada respecto al que debería haber sido el tipo de cambio equilibrio, el enfoque de REER¹³ sugería que la moneda estaba entre un 13 por 100 y un 16 por 100 sobrevalorada y el enfoque ES¹⁴ estimaba que la sobrevaloración era de entre un 11 por 100 y un 18 por 100. Por ello, como la media de los tres enfoques está por encima del ± 5 por 100 y al menos uno de las tres está por encima del ± 10 por 100 (de hecho los tres enfoques están por encima del ± 10 por 100), se puede concluir que la moneda está desalineada, en un entorno de entre el + 10 por 100 y el + 20 por 100.

El caso islandés muestra ciertas limitaciones de la metodología del CGER. En primer lugar, Islandia es un

¹² Los rangos dependen de si se tomaba para hallar la cuenta corriente de equilibrio la posición de inversión internacional prevista para 2012 o la existente en 2006.

¹³ Los rangos dependen de si se tomaban para hallar el tipo de cambio de equilibrio los fundamentos previstos para 2012 o los fundamentos existentes en 2006.

¹⁴ Los rangos dependen de si se tomaba la estabilización de la posición de inversión internacional en su valor de 2004, 2005 ó 2006.

país muy particular por su pequeño tamaño y su destacada apertura a los flujos de capital, lo que hace que pueda no adaptarse a la estimación de modelos de equilibrio donde los valores de los estimadores están muy marcados por países grandes no tan vulnerables a los flujos de capital. Aparte, se aprecia el sustancial rango de variación de la apreciación estimada en función de los supuestos, especialmente según se tome una u otra posición de inversión internacional de referencia. Por último, cabe recordar que la economía islandesa sufrió entre finales de 2007 y todo 2008 (poco después de la publicación de este informe del Artículo IV en verano de 2007) una depreciación de su moneda mucho más brusca (llegó a perder un 80 por 100 con monedas como el euro o el yen y la depreciación continúa siendo superior al 60 por 100 en julio de 2010), lo que lleva a recordar que la metodología del CGER es una referencia teórica que tiene limitaciones como predictor, especialmente a corto plazo y para casos de crisis, cuando los flujos de capital tienen mucho que decir en la evolución del tipo de cambio.

- Bielorrusia (octubre de 2009): el caso de Bielorrusia, aparte de su utilidad por ser una evaluación relativamente reciente, también es interesante por otras razones. Bielorrusia entró en la crisis financiera con un *peg* con el dólar norteamericano, política que demostró una vez más los costes de vincular la moneda nacional con una divisa relativamente fuerte con la que los lazos comerciales y económicos son escasos. A finales de 2008 se produjo una fuerte depreciación en el rublo ruso que generó una apreciación real en Bielorrusia que duplicó el déficit por cuenta corriente¹⁵.

Por ello en enero de 2009, la autoridad monetaria¹⁶ abandonó parcialmente la paridad con el dólar e introdujo una ligazón con una cesta donde aparte del dólar tam-

bién estaban el rublo ruso y el euro. Aún así, siguió existiendo una fuerte presión sobre las reservas y una sustitución de monedas, desprendiéndose los agentes de la divisa local a favor de monedas fuertes ante las expectativas adicionales de devaluación.

En junio de 2009 se amplió la banda de fluctuación desde el ± 5 por 100 hasta el ± 10 por 100, aumentando la credibilidad del compromiso. Ello, unido a la subida de tipos de interés, generó credibilidad y detuvo la sustitución de monedas.

En el ejercicio de supervisión cambiaria realizado a finales de 2009 se halló que la moneda estaba ya tras los ajustes sufridos relativamente en línea (o ligeramente apreciada) con sus valores de equilibrio según el enfoque MB y ES.

En todo caso, el FMI también admite en este caso otra de las limitaciones del CGER ante la existencia de economías con alto grado de protagonismo estatal, como es el caso de Bielorrusia. En esta tesitura, la corrección del tipo de cambio no tiene tanto efecto en el ajuste de un desequilibrio exterior por el menor protagonismo del mercado. Ello lleva a interpretar con cautela los datos en este tipo de economías, donde el ajuste del tipo de cambio para alcanzar el equilibrio externo podría ser superior a lo indicado por el CGER, dada la menor elasticidad de la cuenta corriente respecto del tipo de cambio.

La supervisión de los regímenes de tipo de cambio

Aparte de la supervisión del nivel del tipo de cambio, el FMI también analiza y registra los regímenes cambiarios que aplican los países. Los países están obligados a declarar al Fondo Monetario Internacional su régimen cambiario, con información veraz y precisa acerca del marco monetario y cambiario que opera en sus economías (*marco de iure*). Ahora bien, en ocasiones esta información se suministra con retrasos o de manera poco transparente —en ocasiones ni se suministra—. Por ello el FMI se ve obligado a establecer una clasificación *de*

¹⁵ Aparte del *shock* de precio por la pérdida de competitividad existía un *shock* de cantidad por el desplome de la demanda rusa ante el colapso de los mercados de las materias primas a finales de 2008.

¹⁶ Se solicitó un acuerdo SBA (Stand-By Arrangement) al Fondo Monetario Internacional.

facto sobre los regímenes de tipo de cambio, complementando la información que recibe (o incluso corrigiéndola si existen errores u omisiones) con sus propias estimaciones acerca de la verdadera política cambiaria o monetaria que está aplicando un país.

El Fondo considera distintos regímenes cambiarios *de facto*, que se pueden ordenar de menor a mayor grado de flexibilidad:

- Países sin moneda nacional de curso legal: se trata de Estados (diez en la última revisión que se realizó en 2008) que han adoptado otra moneda para sus transacciones nacionales, normalmente el dólar norteamericano (como es el caso de Ecuador, El Salvador o Panamá), pero también el euro (en el caso de Montenegro o San Marino).

- Panel de convertibilidad o *currency board*: régimen de tipo de cambio fijo con el compromiso añadido de respaldar cualquier incremento de masa monetaria nacional con un incremento de reservas exteriores como garantía de mantenimiento de este régimen cambiario fijo. En la última evaluación que se realizó, en 2008, 13 países se hallaban en esta categoría, destacando Hong-Kong (con el dólar norteamericano) y Lituania, Estonia, Bulgaria y Bosnia-Herzegovina (con el euro).

- Tipo de cambio fijo convencional: en su forma tradicional se trata de la mera fijación de la paridad de la moneda nacional con otra divisa (normalmente dólar o euro) o con una cesta de monedas. Se incluyen también en este capítulo los tipos de cambio fijo con bandas de fluctuación muy pequeñas (± 1 por 100). En la revisión de 2008 existían 68 países en este apartado, destacando Arabia Saudí, Argentina y Venezuela (con el dólar) y Dinamarca y Letonia (con el euro).

- Tipo de cambio fijo con bandas de fluctuación (sólo tres países en la última revisión de 2008): se permite una cierta variación del tipo de cambio siempre que no sobrepase unas bandas (superiores al ± 1 por 100, pues si las bandas son inferiores se incluye dentro de la categoría de tipo de cambio fijo convencional) a partir de las cuales la autoridad monetaria se compromete a intervenir.

- Tipo de cambio reptante o *crawling peg*: Es similar al tipo de cambio fijo, aunque en este caso el valor de referencia puede variar siguiendo una trayectoria preestablecida. En la evaluación de 2008 existían ocho países en esta situación, siendo China el más significativo (*crawling peg* apreciatorio respecto al dólar, una situación poco habitual —que ha abandonado posteriormente—).

- Banda de fluctuación reptante o *crawling band* (sólo dos países en la última revisión de 2008): es una mezcla del sistema de tipos de cambio fijo con bandas de fluctuación y el *crawling peg* en el sentido en que el tipo de cambio de referencia que sirve para la fijación de las bandas (superiores al ± 1 por 100) varía gradualmente .

- Flotación administrada: tipo de cambio sin ninguna regla pública declarada de evolución para la moneda, si bien puede existir una cierta intervención discrecional de la autoridad monetaria si considera que el tipo de cambio se ha desviado de los valores deseados a priori. En 2008 existían 44 países en este grupo, especialmente emergentes pero también países de renta baja.

- Flotación independiente: tipo de cambio determinado por la libre operación en el mercado de divisas, sin intervenciones por parte de la autoridad monetaria. En la revisión de 2008, este estado contaba con 40 países, fundamentalmente avanzados aunque también algunos emergentes (Brasil) y en desarrollo.

Esta información es sin duda de una gran importancia, al igual que la determinación del desalineamiento de las monedas y la existencia de controles de cambios o a los capitales. Asimismo, al igual que la estimación de un tipo de cambio de equilibrio tenía retos prácticos y teóricos, el análisis de los regímenes cambiarios también los tiene. Entre los obstáculos prácticos están las cuestiones mencionadas anteriormente en relación a las deficiencias en la información suministrada por los países (en parte por la sensibilidad de la cuestión). Las limitaciones teóricas en el análisis del régimen cambiario también están relacionadas precisamente con los defectos de información que

obligan al FMI a tener que estimar unos regímenes *de facto* en función de las intervenciones que observe en política monetaria y cambiaria, no son siempre transparentes ni fácilmente detectables e interpretables. De hecho, todas estas limitaciones prácticas y teóricas llevan al FMI a presentar esta información sobre los regímenes cambiarios con muy poca frecuencia (cada dos o tres años).

4. Perspectivas y conclusión

En un contexto de fuertes desequilibrios globales, con acumulaciones de reservas en máximos históricos, se trató de impulsar una supervisión cambiaria reforzada, principalmente mediante la importante Decisión de 2007 sobre supervisión bilateral. No obstante, en la aplicación práctica de esta Decisión se han reproducido los problemas tradicionales de la supervisión cambiaria: la enorme sensibilidad política de las discusiones sobre tipo de cambio ha dificultado la adopción de dictámenes sobre niveles de tipo de cambio que podrían haber tenido graves consecuencias; y las incertidumbres sobre la robustez de la metodología de análisis del FMI han dado argumentos a los partidarios de adoptar la vía de mayor prudencia.

El FMI optó en la Decisión de 2007 por centrar el análisis de los niveles de tipo de cambio en el desalineamiento respecto a modelos econométricos de tipo de cambio de equilibrio, elaborados por técnicos de la institución. La intención era dar un barniz de objetividad al análisis mediante el énfasis en la cuantificación y la diversidad de métodos, pero esta vía también ha sido vulnerable a la crítica: podrían elegirse otros métodos econométricos, y la estimación de diversos parámetros requiere amplios niveles de juicio —con el consiguiente elemento de subjetividad implícita—. Los márgenes de error también han sido apreciables, pese a que la metodología del CGER ha dado resultados valiosos y es un fiable indicador de desalineamiento.

Ante casos en los que han existido indicios de «manipulación cambiaria» siguiendo los indicadores de la De-

cisión de 2007 (mencionados en el apartado 2: intervenciones cambiarias muy fuertes en un solo sentido, cuentas corrientes con superávits muy persistentes, etcétera), no se han podido realizar consultas *ad hoc*, paso previo al dictamen de manipulación del tipo de cambio, al no contar con el suficiente consenso de los países miembros en el Directorio Ejecutivo del FMI (que toma habitualmente sus decisiones por consenso). Los países han querido evitar el estigma de recibir una consulta *ad hoc* (tanto aquellos con infravaloración como aquellos con sobrevaloración), y, particularmente, se ha querido evitar el conflicto asociado a un dictamen de manipulación cambiaria.

Los países críticos también se han quejado de la tradicional asimetría en el trato a los países con régimen de tipo de cambio fijo o administrado respecto a los países con tipo de cambio flotante. Su principal argumento es que la supervisión señala claramente a los que intervienen directamente en los mercados de cambios, pero no a aquellos que, aun teniendo regímenes de tipo de cambio flexible, mediante sus políticas monetarias o financieras alteran los flujos de capital e indirectamente, pero muy poderosamente, los niveles de tipo de cambio y el conjunto del sistema monetario internacional.

En un momento como el actual, de fuerte volatilidad cambiaria y desequilibrios globales, una supervisión cambiaria eficaz, o, más ambiciosamente, unas reglas en el sistema monetario internacional entendido en sentido amplio, son muy deseables, pero para poder disponer de estos instrumentos es necesario un espíritu de colaboración internacional y un liderazgo que todavía están lejos de ser suficientes para alcanzar el objetivo central establecido para el FMI en los Acuerdos de Bretton Woods: una estabilidad duradera del sistema monetario internacional.

Referencias bibliográficas

[1] ABIAD, A.; KANNAN, P., y LEE, J. (2009): «Evaluating Historical CGER Assessments: How Well Have They Predicted Subsequent Exchange Rate Movements?», *IMF Working Paper WP/09/32*, Fondo Monetario Internacional.

[2] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007): «Decisión del Directorio Ejecutivo del FMI sobre la supervisión bilateral de las políticas de los países miembros», *Public Information Notice (PIN)*, número 07/69, junio.

[3] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007): «Iceland: Selected Issues», *IMF Country Report*, número 07/296, agosto.

[4] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010): «Republic of Belarus: Selected Issues», *IMF Country Report*, número 10/16, enero.

[5] LEE, J.; MILESI-FERRETTI, G. M.; OSTRY, J.; PRATI, A., y RICCI, L. A. (2006): *Methodology for CGER Exchange Rate Assessments*, Fondo Monetario Internacional.

[6] LEE, J.; MILESI-FERRETTI, G. M.; OSTRY, J.; PRATI, A., y RICCI, L. A. (2008): «Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies», *IMF Occasional Paper*, número 261, Fondo Monetario Internacional.

[7] LEE, J.; MILESI-FERRETTI, G. A., y RICCI, L. A. (2008): «Real Exchange Rates and Fundamentals: A Cross-Country Perspective», *IMF Working Paper*, WP/08/13, Fondo Monetario Internacional.

[8] OFICINA DE EVALUACIÓN INDEPENDIENTE DEL FMI (2007): «Asesoramiento del FMI sobre políticas cambiarias. Conclusiones y recomendaciones», *Informe de evaluación*, mayo.

[9] WILLIAMSON, J. (2009): «Exchange Rate Economics», *Open Economies Review*, febrero.

Nuevos incentivos
al control del sector
financiero

El cambio de ciclo
y de políticas de
cooperación

Consecuencias de la
crisis sobre el modelo
económico en las
potencias asiáticas

Infraestructuras,
energía y medio
ambiente

Países y regiones:
análisis y estadísticas

CLAVES

DE LA
ECONOMÍA
MUNDIAL



Incluye CD

09