

Inflación y Régimen Cambiario: Comentarios al Libro de Miguel Ignacio Purroy, (BCV: Caracas, 1998).

Leonardo V. Vera*

La elección del régimen cambiario y el debate sobre las virtudes y deficiencias de los tipos de cambio flexible y los tipos de cambios fijo ha sido uno de los asuntos de mayor discusión que ha generado el campo de la economía y finanzas internacionales. El debate ha revivido con mayor vigor, en las dos últimas décadas, con la creciente dificultad que han mostrado muchas economías para sostener un régimen cambiario por espacios de tiempo prolongado. Al colapso de los regímenes de tipo de cambio fijo en los países de América Latina durante la crisis de la deuda han seguido multitud de eventos. La aparición de una unión cambiaria al interior de los países europeos, el colapso de la unión y del sistema monetario europeo entre 1992-1993, la crisis mexicana del año 1994 y la de los países del Este del Asia, con todas sus repercusiones, dan muestra clara de la importancia de este tema. Miguel Ignacio Purroy nos presenta, en su muy reciente libro *Inflación y Régimen Cambiario: Un Enfoque de Economía Política*, una revisión acuciosa de los elementos más importantes sobre los cuales ha girado la discusión sobre la elección de regímenes cambiarios. La preferencias de la sociedad y de sus gobiernos (entre estabilidad de precios y empleo), la efectividad de las políticas nominales para lograr efectos reales, el grado de activismo de la política monetaria y cambiaria, y los costos políticos, son los elementos claves en la selección del régimen que Purroy se dispone a analizar.

La obra está dividida en dos partes. En la primera, Purroy se propone trazar un cuadro con los principales argumentos que se exponen en la literatura sobre los costos y beneficios de la rigidez versus la flexibilidad cambiaria. En la segunda parte, Purroy indaga la relación teórica entre régimen cambiario y desempeño inflacionario. En la medida en que el lector se adentra en la lectura de la segunda parte podrá percatarse que el autor quiere poner en evidencia la importancia que tiene la solución del problema de la inconsistencia temporal de las políticas del gobierno en aquellas economías donde las preferencias sociales exigen compromisos de estabilidad de precios por encima de los objetivos de empleo. Esta orientación del problema deja abierta la pregunta sobre la influencia que tiene el

* Profesor de la Escuela de Economía de la Universidad Central de Venezuela.

régimen cambiario en los incentivos de un gobierno que se esfuerza por preservar el objetivo de la estabilidad de precios.

Atendiendo a la claridad conceptual, el capítulo 1 comienza estableciendo una tipología de los regímenes cambiarios siguiendo estrictamente la clasificación adoptada por el Fondo Monetario Internacional en su reporte anual sobre regímenes cambiarios. Llama la atención la ausencia de los regímenes de zona objetivo (bandas cambiadas) en esta clasificación, a pesar de la relevancia que ha tenido este esquema en la Comunidad Europea y en varios países de América latina, incluyendo Venezuela. La ausencia de cualquier referencia a los regímenes de bandas es una deficiencia que acompaña al libro de Purroy a lo largo de toda la primera parte, y sólo puede ser explicada por la dificultad implícita de vincular los desarrollos teóricos en este campo con la teoría del área monetaria óptima, que como veremos, es la estructura sobre la cual se construye el argumento sobre regímenes cambiados en esta obra.¹

Gran parte del capítulo I se dirige a determinar la evolución del mapa de regímenes cambiados a partir del advenimiento del sistema de Bretton Woods y de explicar el viraje hacia los regímenes de flotación en la década de los setenta, así como los intentos por imponer tipos de cambio más rígidos en los años ochenta y noventa. Purroy identifica el primero de estos virajes a las perturbaciones externas de los años setenta y ochenta, y al coste de realizar ajustes deflacionarios. En cierta forma, una concepción más activista de la política monetaria da pie a la selección de regímenes de flotación. El viraje hacia tipos de cambio más rígidos que se da ulteriormente, es para el autor, la consecuencia de cambios en los objetivos de política económica (con preferencia a la inflación baja) y al creciente escepticismo respecto al uso de la política monetaria y cambiaría discrecional en un ambiente de libre y rápida movilidad de capital.

Un completo cuadro del conjunto de elementos que afectan la elección del régimen cambiario se presenta en los capítulos II, III y IV. Purroy considera prudente situar la génesis de la discusión sobre el “régimen cambiario óptimo” en la teoría del área monetaria óptima. El capítulo II se dedica por entero a revisar los enfoques y las conclusiones que arroja la literatura sobre áreas monetarias óptimas.

¹ La literatura sobre zonas objetivo ha sido abundante en la década de los años noventa desde el trabajo seminal de Krugman (1991). Los trabajos se han orientado a indagar los mecanismos de funcionamiento, las propiedades de una zona, las formas de intervención, la importancia de la credibilidad, los factores que inciden en los realineamientos, y la viabilidad de estos regímenes en un marco de coordinación de políticas.

La elección de este tópico como punto de partida analítico es muy acertado si se considera que el objeto de la discusión, a este nivel, es evaluar los méritos relativos de los regímenes cambiarios. Como el autor mismo señala; “la teoría del área monetaria óptima ha sido el punto de partida, el eje y el punto de retomo de la discusión” (p. 37). Es esta literatura la que permitió centrarse en la identificación de los factores que hacen a una economía recomendable para un régimen de rigidez cambiaria (equivalente a un área monetaria integrada), frente a un régimen de flexibilidad. El seguimiento que hace Purroy de las contribuciones en este campo es meticuloso y la manera clara y el equilibrio con que las ideas se desplazan a lo largo del texto es insuperable. No escapan del análisis los elementos destacados por Mundell (1961) sobre la pertinencia de la movilidad de factores para aliviar la carga del ajuste frente a desequilibrios externos; los aportes de McKinnon (1963) sobre el grado de apertura y el tamaño de la economía como criterio de selección; como tampoco, el aspecto sobre el grado de diversificación la estructura productiva introducido por Kenen (1969). Purroy recoge, asimismo, el viraje que dio la discusión moderna, a partir de los años setenta, con la preocupación vinculada a la relación entre elección de un régimen cambiario y la estabilidad del producto y la inflación. Aquí, evidentemente, el objetivo trazado de política económica matiza levemente cada una de las conclusiones. El autor, no obstante, sugiere que la discusión teórica parece haber llegado a ciertas conclusiones en lo que se refiere a la elección de regímenes que el enfoque moderno de áreas monetarias óptimas sugiere. Los regímenes cambiarios fijos se ajustan mejor a economías pequeñas, abiertas, poco diversificadas o sometidas a perturbaciones internas, en tanto que los regímenes flexibles son más convenientes en economías sometidas a perturbaciones externas. En este terreno, sin embargo, Purroy pudo ser más cauteloso. No existe en realidad un sólido consenso y mucho menos conclusiones sobre qué tipo de economías son aptas para uno u otro tipo de régimen cambiario. Tavlas (1994), en una reciente revisión sobre los avances en la teoría sobre áreas monetarias óptimas, encuentra que “en general el trabajo teórico y empírico reciente sólo provee de resultados inconclusos” (p. 225). Por otra parte, sólo el lector incauto podría dejar de percatarse que son las economías pequeñas y abiertas las que en general están sometidas a perturbaciones externas, y en este caso, las conclusiones extraídas por Purroy son improcedentes.

En el capítulo III, Purroy entra en una evaluación más sistemática de los costos y beneficios entre regímenes de tipo de cambio fijo y flexible. La discusión gira alrededor de tres cuestiones fundamentales: (a) el aislamiento y la estabilización frente a perturbaciones, (b) la independencia y efectividad de las políticas, y (c) la eficiencia microeconómica y estabilidad del mercado cambiario. Purroy ofrece además una rica síntesis de la discusión sobre las propiedades estabilizadoras (o

desestabilizadoras) de los tipos de cambio flotantes, controversia iniciada décadas atrás por Ragnar Nurkse y Milton Friedman.

En el capítulo IV, se pone en relieve la importancia que para la determinación del régimen cambiario tienen las preferencias sociales en relación a cuáles deben ser los objetivos de la política económica. Es aquí donde quiere llegar el argumento de la primera parte del libro para articular el tema de la selección del régimen cambiario con el tópico de la política anti inflacionaria. El argumento es si se quiere simple y silogístico. Las sociedades modernas han volcado sus preferencias hacia la estabilidad de precios, ponderando con menor valor los objetivos reales de la política económica. Por otra parte, el grado de interdependencia de las economías hace que el buen desempeño inflacionario de una economía dependa en gran medida del desempeño de sus socios comerciales. En estos casos, el manual indica que la preferencia en la elección de un régimen cambiario será por un tipo de cambio fijo. Pero si el compromiso de mantener la paridad carece de credibilidad suficiente, un régimen de cambio fijo puede ser muy costoso de preservar, especialmente si nos encontramos en un contexto de alta movilidad de capitales. Entre otras cosas, la coordinación de política entre países ha de ser perfecta. En consecuencia, es preferible pasar a la unión monetaria, estadio final de la rigidez, donde las monedas individuales desaparecen.

Aunque este no es el espacio para discutir la lógica de este argumento, ciertas precisiones son pertinentes. Ciertamente, las preferencias por la estabilidad de precios han gobernado las decisiones de política en las modernas economías capitalistas, pero no es muy claro cuan sostenible es este estado de preferencias en un mundo de creciente desempleo y en donde el sistema de protección social se resquebraja por su inviabilidad fiscal. Por otro lado, es evidente que esta situación tiende a agravarse en la medida que la rigidez cambiaria hace perder grados de autonomía en la política monetaria y en los mecanismos estabilizadores del ciclo. En segundo lugar, la experiencia reciente de la Comunidad Económica Europea indica que el arribo a una unión monetaria es lenta y costosa. Lo que comenzó como una zona de libre comercio hace más de cuarenta años atrás, ha debido esperar por la desaparición de grandes asimetrías entre países, el agotamiento de muchas fases que no se esperaban transicionales, y difíciles y largas negociaciones. El marco institucional no se construye de la noche a la mañana. Es bueno recordar, por ejemplo, que entre el reporte del Comité de Halsbury y la introducción del acuñaje decimal, transcurrieron siete años en el Reino Unido.²

² Cerca de 300 años desde que William Petty lo propuso originalmente.

Igualmente, los costos deflacionarios pueden ser considerables si los requerimientos (muy necesarios) para pertenecer a la unión incluyen ciertas cláusulas fiscales. James Meade (1990) puntualizó, no hace mucho tiempo atrás, que el control de la política monetaria por una sola autoridad motivada a mantener la inflación baja, en países comprometidos a mantener el presupuesto balanceado, puede ser devastadora. Cuando el Banco Central de la unión decide contraer la oferta monetaria, las tasas de interés suben reduciendo el gasto nominal en bienes y servicios, pero esto tiene un impacto en el rendimiento de la recaudación tributaria, lo que bajo el compromiso de mantener los estándares fiscales, hace que las autoridades eleven las tasas tributarias y provoquen una restricción del gasto marcadamente deflacionario.

En la segunda parte del libro, Purroy se concentra en discernir si la elección del régimen cambiario es relevante para el desempeño inflacionario de una economía. El capítulo V abre esta discusión presentando los argumentos que la literatura ha encontrado para establecer una mayor asociación de la inflación con la flexibilidad cambiaria que con los regímenes de cambio fijo. La sección apela al expediente histórico y empírico, y al aporte de ciertas líneas de argumentación. Al menos son tres los argumentos que se dan para establecer la relación entre el grado de flexibilidad cambiaria y la inflación: (a) la flexibilidad cambiaria incrementa la incertidumbre sobre el tipo de cambio futuro y puede causar impactos inflacionarios, (b) la flexibilidad puede tener efectos asimétricos sobre los precios dependiendo de si se deprecia o aprecia el tipo de cambio, y (c) la flexibilidad permite con mayor facilidad políticas monetarias acomodaticias que liberan a la autoridad económica de la disciplina que impone un tipo de cambio fijo.

Purroy recoge de inmediato el argumento que dice que en contraste con la flexibilidad cambiaria, los regímenes de cambio fijo hacen que la indisciplina macroeconómica se traduzca rápidamente en pérdidas de reservas. Al ser el nivel de reservas un indicador visible del grado de desarreglo macroeconómico, la merma hace que los agentes anticipen el abandono del cambio fijo. Bajo este escenario un gobierno consciente de los peligros y costos de la indisciplina, se verá, en teoría, sometido a la prudencia monetaria si en realidad desea mantener 'enganchada' su moneda a una paridad cambiaria fija con sus socios comerciales. Los agentes saben esto y el gobierno sabe que los agentes saben esto. En consecuencia, el régimen es creíble. Purroy, sin embargo, no evade los problemas con esta argumentación. Si el punto fundamental de este argumento es la aparición de costos generados por la indisciplina macroeconómica, entonces los regímenes de tipo de cambio flexible también pueden generar autodisciplina, pues los costos políticos cuando existe indisciplina macroeconómica se manifiestan en brotes

inflacionarios que son eventualmente castigados por el electorado. Incluso, estos costos pueden hacerse evidentes en menos tiempo, pues las variaciones cambiarias se transmiten rápidamente a los precios internos.³ Por otra parte, siempre queda la interrogante sobre qué tipo de autodisciplina corresponde a los episodios de crisis de balanza de pagos, como las ocurridas, por ejemplo, en países latinoamericanos, donde se han empleado programas de estabilización con tipos de cambio fijo. Gran parte del problema se ubica en el nexo de causalidad que se establece, a nuestro juicio erróneamente, desde la estabilidad cambiaria hacia la estabilidad fiscal. Más bien, el régimen cambiario es, entre otras cosas, un resultado endógeno de la política fiscal, y ese es un aspecto crítico que puede distanciar al analista precavido de los abogados que existen hoy día en favor de las rigideces extremas como las juntas monetarias.

En el capítulo VI, el tema de las fuentes inflacionarias en una economía es abordado desde una perspectiva que el autor denomina como “positiva”. La presentación es clara y elegante y más allá de algún error de nomenclatura (en la ecuación reducida entre la tasa de inflación y el financiamiento del déficit planteada por Dornbusch, 1988), la presentación de las teorías de la inflación que aquí se hace no requiere de un excesivo rigor técnico dada la calidad explicativa del autor. La justificación que da Purroy para llamar a las teorías de la inflación aquí presentadas como positivas es cuando menos imprecisa. Purroy señala: “estamos adoptando un enfoque descriptivo de lo que es y se observa como fenómeno inflacionario” (pág. 201). Pero en realidad no es éste el aspecto que hace a las teorías aquí abordadas positivas. Las teorías que Purroy analiza con algún detalle en el texto son aquellas que atribuyen al gobierno las causas de la inflación.⁴ Sin embargo, una cosa es identificar al gobierno como el agente desestabilizador y generador de brotes inflacionarios, y otra un tanto distinta es identificar los motivos principales que tiene el gobierno para inflacionar la economía. Es aquí donde el análisis reclama un enfoque de economía política y es en ese sentido que

³ Tal y como lo demuestra Milesi-Ferretti (1995) en un trabajo reciente, la autodisciplina en régimen de tipos de cambio fijo no es evidente cuando el gobierno toma en cuenta los incentivos de sus oponentes políticos. En un modelo simple de economía abierta con problemas de inconsistencia temporal, se muestra que un partido adverso a la inflación puede evitar un compromiso de suscribir un régimen de tipo de cambio fijo, pues de hacerlo, resolvería un problema de incentivos de su oponente político (más propenso a la inflación), favoreciendo a este último frente a los ojos de los votantes. Curiosamente, Purroy hace referencia al trabajo de Milesi-Ferretti en el último capítulo del libro.

⁴ Naturalmente, Purroy deja claro que este no es el único enfoque sobre cómo se gesta la dinámica inflacionaria, y en ese sentido presta cierta atención al enfoque de “balanza de pagos”. Asimismo, algunos comentarios se dedican a explicar el tema de la persistencia inflacionaria. Sin embargo, para los fines del argumento de la obra es el enfoque fiscal de la inflación el que luce pertinente.

De acuerdo al análisis, dos motivos tienen los gobiernos para recurrir a la *inflación*. El primero está ligado a las ganancias impositivas que obtiene el gobierno a través del señoriaje. El segundo responde al deseo de obtener ganancias de empleo a costa de inflacionar la economía. Es precisamente este segundo motivo el que luce relevante para la discusión abordada en la obra, pues el aparato teórico moderno permite en este sentido incorporar no sólo la dinámica de las expectativas, sino además la credibilidad y la reputación como elementos que se derivan del problema de la inconsistencia intertemporal. Purroy se apoya en el modelo de Barro y Gordon (1983) para hacer ver los beneficios que tienen ciertas soluciones institucionales cuando imponen costos políticos a las acciones de incumplimiento del gobierno en el terreno inflacionario. En el modelo de Barro y Gordon tanto el gobierno como el público actúan racionalmente en un juego estratégico con base en la información disponible en un sólo período. El gobierno minimiza una función de pérdidas buscando el trueque entre inflación y desempleo pero tiene además el incentivo de engañar al público. Cuando el público entiende la falta de compromiso inflacionario del gobierno, ajusta sus expectativas inflacionarias acorde, generando niveles de inflación superiores al esperado. Muchas sugerencias han surgido para intentar resolver el problema. Purroy señala la más clásica: incrementar los costos de incumplimiento sobre el gobierno estableciendo reglas que refuercen la credibilidad de las autoridades. Pero aunque Purroy no lo señala aquí, otras soluciones han sido apuntadas en la literatura. Cambios institucionales que lleven a revisar la función de pérdidas del gobierno de modo que se dé mayor ponderación a la inflación baja, pueden evitar la inconsistencia dinámica. Un trillado ejemplo de ello es la existencia de un banco central independiente, cuyo objetivo principal sea la estabilidad monetaria. De igual forma, la transparencia de la política monetaria puede ser beneficiosa y evitar sorpresas, si las autoridades se ven obligadas a proveer información inmediata de todas sus decisiones. Mecanismos de “fianza” también han sido señalados como mecanismos que elevan los costos de incumplimiento. En este sentido, el sometimiento de la gestión pública y del banco central a la aprobación periódica del parlamento puede ser útil. Por último, un gobierno puede atarse las manos y renunciar a la discrecionalidad cediendo la política monetaria a una autoridad exterior, tal como ocurre en los regímenes de tipo de cambio fijo o en las uniones cambiarlas. Extrañamente, Purroy no hace referencia a esta solución en el capítulo.

Similar problema al de la elección entre inflación y desempleo se plantea en una economía abierta entre inflación y competitividad externa. En el capítulo VII, Purroy se apoya en el modelo de Aghenor (1994) para ayudar a determinar qué

régimen cambiario elegirán las autoridades económicas a fin de minimizar el costo de la decisión de tener que decidir entre inflación y competitividad. Las soluciones de equilibrio de este modelo indican que en comparación con un régimen de cambio fijo creíble, tanto la flexibilidad cambiaria como el caso de abandono engañoso del cambio fijo conllevan a costos inflacionarios mayores. Estos resultados se revierten sólo cuando existen perturbaciones exógenas que son de mayor intensidad relativa que el peso asignado a la competitividad en la función de pérdidas del gobierno. Una palabra de precaución debe ser considerada; sin embargo, en relación a la forma como la estabilidad de un compromiso creíble es asumida en regímenes de cambio fijo. Andersen (1998), ha señalado que el compromiso y los costos de adscribirse a una regla pueden mostrar “dependencia de estado”. En economías donde los salarios reaccionan con lentitud ante choques adversos, las autoridades pueden desear estabilizar el ciclo y salirse del compromiso. Esta posibilidad no es contemplada en la literatura convencional, y no está de más advertir que las imperfecciones de mercado no son comunes en los modelos examinados por Purroy, aunque ciertamente este elemento es explorado en último capítulo.

Mucho de lo que luce ausente a lo largo del libro es curiosamente recogido en el último capítulo. Si la rigidez cambiaria coadyuva a la estabilización y los gobiernos conservadores privilegian este objetivo, ¿por qué entonces a menudo son estos más proclives a la flexibilidad? ¿Por qué es tan difícil construir credibilidad? ¿Por qué la implementación de mecanismos o penalidades que incrementen la reputación son importantes? La respuesta a cada una de estas interrogantes se aborda con magnífica sencillez en este capítulo. Igualmente, interesante resulta la discusión sobre las ventajas y beneficios de los programas de estabilización basados en anclas nominales de tipo de cambio y anclas nominales monetarias. Aquí se sintetiza muy bien la discusión que existe hoy día sobre la importancia de la credibilidad y el aporte que han hecho autores como Calvo, Vegh, Kiguel y Liviatan sobre el tema. Un anclaje del tipo de cambio perfectamente creíble hace caer la tasa de inflación inmediatamente sin sufrimiento mayor para la economía real. Un programa basado en anclaje monetario, aún con alto grado de credibilidad, reduce la inflación pero con costos severos en el ritmo de actividad económica. Ante estas opciones de política, evidentemente el anclaje cambiario luce en clara ventaja; sin embargo, la experiencia indica que la mayoría de los programas inclinados al anclaje cambiario comienzan con un incremento del consumo asociado inicialmente con una reducción de la tasa de interés nominal y luego con una expectativa de alza futura en la tasa de interés. Todo esto hace prever que las expectativas de devaluación se incrementan a lo largo del programa. La expansión hace que el precio de los no transables no converja a la baja y que el tipo de cambio

real se aprecie. La apreciación genera una caída de la demanda agregada y una contracción subsiguiente del producto. Eventualmente, el programa por estar sometido a incredulidad imperfecta, se revierte en el largo plazo, pero esto no deja de hacerlo atractivo para los gobiernos que suelen valorar la expansión económica con moderada reducción en la inflación *hoy*, si el costo de la recesión puede ser postergado.

No cabe duda que esta es una obra bien pensada en su estructura y cuidadosamente escrita. El libro es un magnífico compendio de ideas y discusiones muy relevantes y actuales para los hacedores de política económica. Considerando además lo poco que existe en este tema en lengua castellana, el libro debe ser una lectura indispensable para todo aquel interesado en conocer los elementos que determinan la elección de un régimen cambiario. Quien busque recetas infalibles, o recomendaciones simplistas a las que irresponsablemente muchos economistas han acostumbrado a la opinión en nuestros días, se verá defraudado. En general, aquí ha prevalecido el rigor y la honestidad intelectual, valores poco comunes en obras de este tipo en Venezuela.

Referencias

Aghenor, P. (1994), *Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries*, *Journal of Development Economics*, Vol. 45.

Andersen, T. (1998), *Shocks and the Viability of a Fixed Exchange Rate Commitment*, *Open Economies Review*, Vol. 9.

Barro, R. and Gordon, D. (1983), *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, *Journal of Political Economy*, Vol. 91.

Frankel, J. (1999), *No Single Currency Régime is Right for all Countries or at all times*, NBER Working Paper, 7338, Cambridge.

Kenen, P. (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An eclectic view*, in R. Mundehi and A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press.

Krugman, P. (1991), *Target Zones and Exchange Rate Dynamics*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106.

McKinnon, R. (1963), *Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, Vol. 52..

Meade, J. (1990), The EMU and the Control of Inflation, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 6, No. 4.

Milesi-Ferretti, G. (1995), The Disadvantage of Tying their Hands, *Economic Journal*, Vol. 105, No. 433.

Mundell, R. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, Vol. 51.

Purroy, M. 1. (1998), *Inflación y Régimen Cambiario: Un Enfoque de Economía Política*, Banco Central de Venezuela, Caracas, 1998.

Tavlas, G. (1994), The Theory of Monetary Integration, *Open Economies Review*, Vol. 5, No. 2.