

---

# Disciplina fiscal y regímenes cambiarios en las economías emergentes

*Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y Luis Molina, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

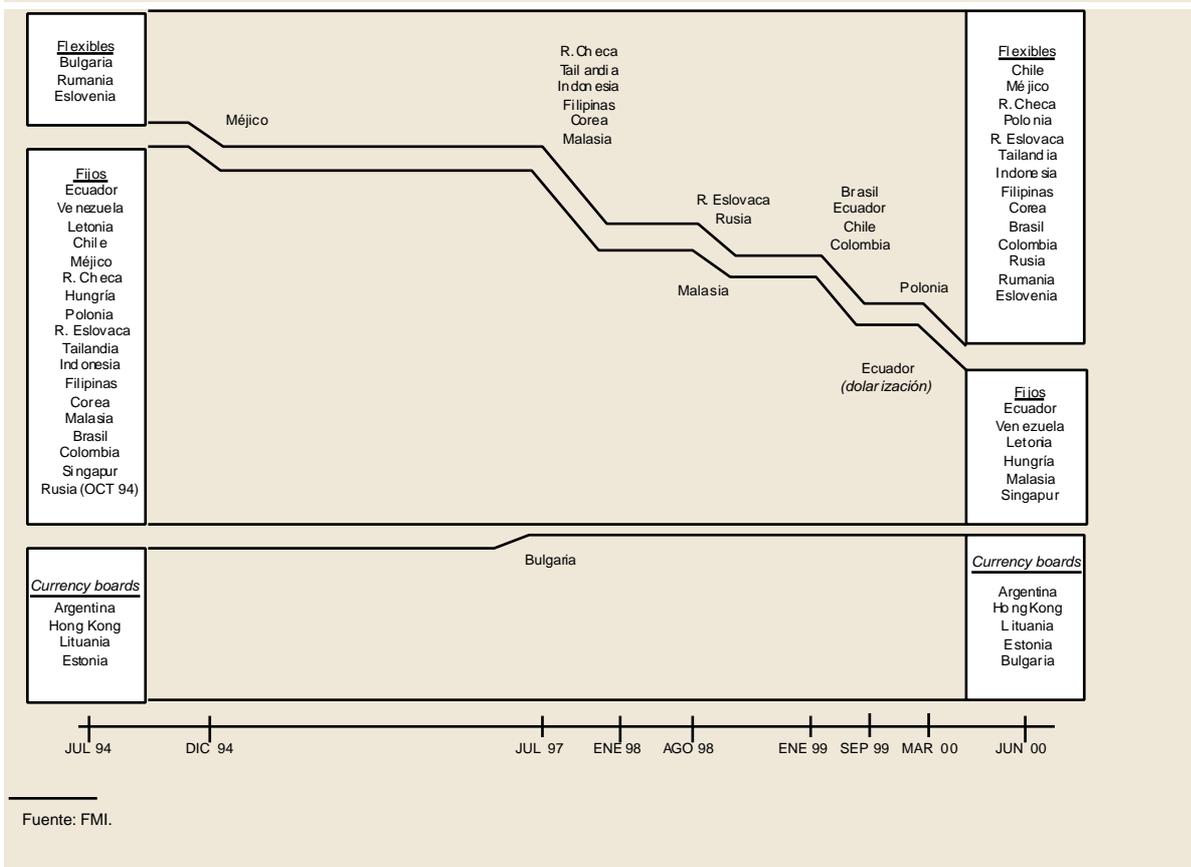
Desde comienzos de la década de los noventa, tras el largo período de depresión económica que siguió al estallido de la crisis de la deuda en 1982, la mayor parte de los países de América Latina emprendieron profundos procesos de reforma económica, con el objeto de recuperar el acceso a los mercados internacionales de capitales y sentar las bases para un crecimiento sostenido. Al mismo tiempo, los países de Europa del Este iniciaron sus procesos de transición hacia economías de mercado.

La consecución de un entorno de estabilidad macroeconómica que permitiera generar un marco de confianza para la inversión extranjera era uno de los elementos comunes de los procesos de reforma económica acometidos por la mayoría de las economías emergentes. En este contexto, la elección de un régimen cambiario que facilitara la consecución de bajas tasas de inflación y favoreciera una mayor disciplina de las finanzas públicas se presentaba como una decisión fundamental. En principio, un régimen de tipo de cambio fijo o semifijo resulta atractivo desde este punto de vista, dado que permite ligar la evolución monetaria interior a la del país emisor de la moneda de referencia, normalmente caracterizada por un elevado grado de estabilidad nominal. De este modo, no solo se facilita la reducción de la inflación, sino también de los ingresos derivados de la creación de dinero (señoraje); puesto que, en estas economías, el señoraje constituye uno de los principales determinantes de la capacidad de financiación de los déficit públicos, podría suponerse que el control de la inflación también propiciaría la contención del gasto. Por estos motivos, no resulta sorprendente que, en 1994, solo tres de los países considerados como emergentes en Latinoamérica y Europa del Este mantuvieran regímenes de tipo de cambio flexible (recuadro 1).

No obstante, en los últimos años, los regímenes de tipo de cambio fijo han estado sometidos a ataques especulativos generalizados que han llevado a su abandono en gran parte de los casos, con la excepción de los *currency boards*, que han mostrado gran resistencia. En este contexto, resulta relevante el examen de la capacidad efectiva de los regímenes de tipo de cambio fijo para reducir la inflación e incentivar la disciplina de las finanzas públicas. Sin embargo, como se puede apreciar en el gráfico 1, si bien los países con regímenes fijos al uso han registrado una inflación menor que el resto,

CUADRO 1

Regímenes cambiarios en economías emergentes



el efecto de estos acuerdos cambiarios sobre el déficit público no resulta ser significativo. La ineficacia de estos regímenes para lograr un suficiente grado de estabilidad macroeconómica, en un contexto de fuerte crecimiento de los flujos internacionales de capitales, incrementó la vulnerabilidad de estos países a las perturbaciones en los mercados financieros internacionales.

Este artículo explora las razones por las que los regímenes de tipo de cambio fijo, por sí mismos, no generan necesariamente incentivos suficientes para disciplinar las finanzas públicas. Frente al concepto tradicional de señoriaje (crecimiento de la base monetaria), se propone el incremento de los pasivos del sector público en el balance del banco central como variable relevante para determinar la contribución de la autoridad monetaria a la financiación efectiva del déficit en estas economías. Dado que la evolución de esta variable puede ser independiente, en el corto y medio plazo, del crecimiento de la base monetaria, las limitaciones impuestas por un régimen de tipo de cambio fijo no impiden al banco central seguir acomodando los déficit, a través de ajustes en la estructu-

ra de su balance. La evidencia empírica presentada en el artículo permite corroborar estas hipótesis. En este contexto, los *currency boards* que, por definición, eliminan la posibilidad de financiar déficit públicos a través del banco central sí pueden generar dichos incentivos, lo cual contribuiría a fortalecer su reputación y a explicar su pervivencia tras las crisis cambiarias de finales de la década de los noventa.

El resto del artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se expone la relación entre señoriaje y financiación del déficit y el modo en el que la fijación del tipo de cambio supone una restricción sobre la generación de ingresos por señoriaje. Tras mostrar que, no obstante, en la práctica los regímenes cambiarios no han generado una reducción del déficit público, se demuestra en la sección 3 que la financiación efectiva del déficit a través de la autoridad monetaria no depende de los ingresos por señoriaje, sino de los créditos al sector público. A partir de este resultado, en la sección 4 se explica cómo, en principio, los *currency boards* tenderían a generar más disciplina fiscal. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

## 2. SEÑORIAJE, DISCIPLINA FISCAL Y TIPO DE CAMBIO

La restricción presupuestaria del gobierno relaciona sus necesidades de financiación con los recursos disponibles para cubrir las:

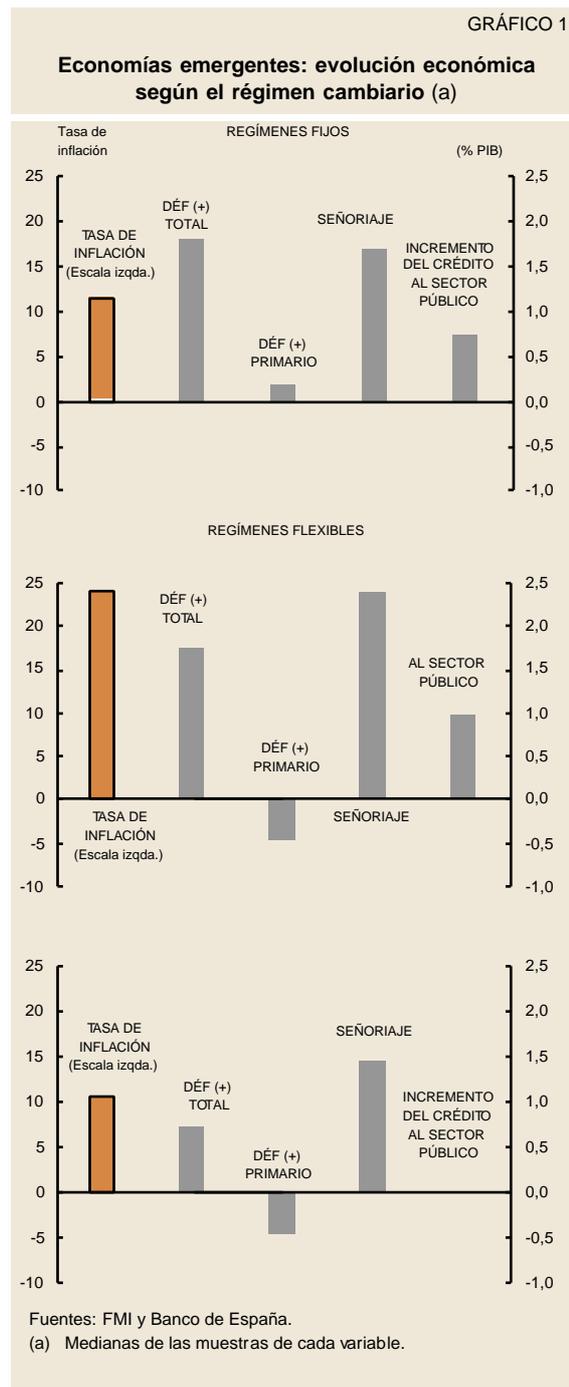
$$\text{Déficit} = \text{Deuda en manos del público} + \text{Ingresos por señoriaje}$$

La financiación ortodoxa del déficit se produce a través de la emisión de deuda pública en los mercados privados de capitales. No obstante, en algunos casos los ingresos derivados de la creación de dinero, el llamado señoriaje, también pueden constituir una fuente importante de financiación, en particular en aquellos países con sistemas fiscales poco desarrollados. En términos de estabilidad macroeconómica, el resultado del proceso de monetización del déficit es una mayor inflación derivada del alto incremento de la base monetaria, y una mayor laxitud presupuestaria, que es el reflejo de la subordinación de la política monetaria a las necesidades de financiación del sector público. No obstante, el coste de la financiación de la deuda a través del señoriaje es, por definición, nulo en términos nominales, lo que genera poderosos incentivos para monetizar los déficit.

La adopción de un tipo de cambio fijo frente a una moneda caracterizada por sus buenos fundamentos económicos ha sido una estrategia habitualmente utilizada para estabilizar la inflación y ejercer un efecto disciplinador sobre las cuentas públicas. El análisis convencional ha argumentado que la fijación cambiaria limita la capacidad de las autoridades monetarias para incrementar con fines fiscales la base monetaria, puesto que un crecimiento autónomo de la misma podría generar un exceso de oferta de la moneda nacional que haría insostenible la paridad cambiaria. Así, la restricción financiera que esta limitación supone debería, en principio, imponer una mayor disciplina fiscal al gobierno, que se reflejaría en una reducción de su déficit público. De este modo, sería razonable esperar, de acuerdo con este argumento, que los países con regímenes de tipo de cambio fijo tuvieran déficit públicos sistemáticamente inferiores a los que mantienen los regímenes de flotación cambiaria.

La contrastación empírica de esta hipótesis se ha llevado a cabo utilizando técnicas de panel (1). En primer lugar, se ha analizado el efec-

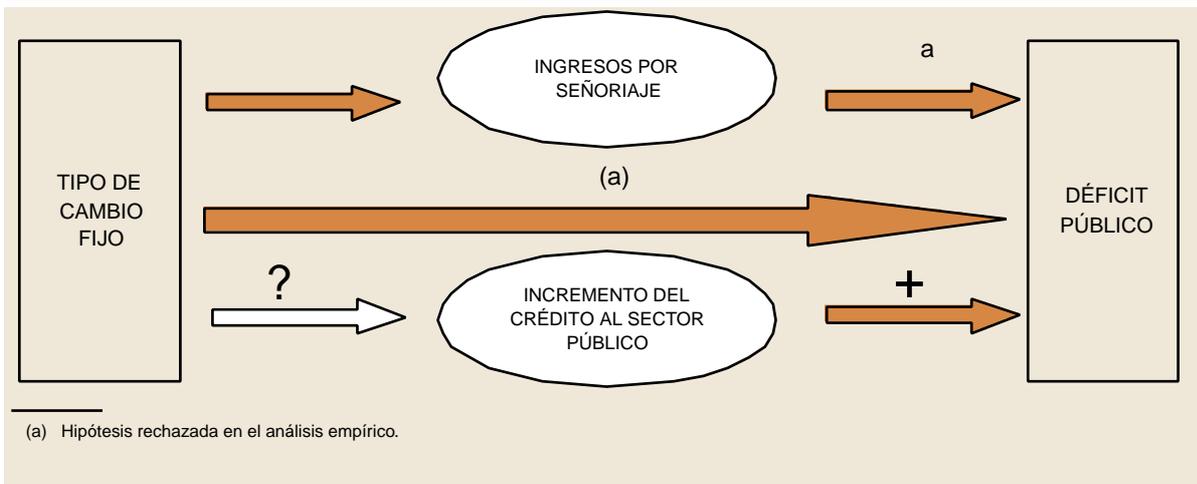
(1) La base de datos utilizada incluye 24 economías emergentes de Latinoamérica y Europa del Este, que son las regiones donde más se ha utilizado activamente el tipo de cambio como instrumento de estabilización. Se utilizan dos definiciones alternativas de tipo de cambio fijo: una estricta y



to del régimen cambiario sobre el déficit público, esto es, la relación representada en el centro del cuadro 2. Como se muestra a modo de ilustración,

otra que incluye también los intentos de estabilización a través de regímenes semifijos o *crawling pegs*. El régimen se representa mediante una variable *dummy* que toma valor uno para las observaciones con tipo de cambio fijo. Finalmente, se examinan dos conceptos de déficit, el total y el primario. En todas las regresiones se controla por el valor retardado de la variable dependiente y los efectos cíclicos. Las especificaciones alternativas de déficit o régimen no alteran significativamente los resultados. Para mayor detalle, véase el documento de referencia [Alberola y Molina (2000)].

Relación teórica entre el tipo de cambio fijo y la disciplina fiscal



tración en el gráfico 1, los regímenes de tipo de cambio fijo, si bien generan unas tasas menores de inflación, no han dado lugar, en general, a una reducción significativa del déficit. Los resultados del análisis de regresión confirman la ausencia de relación entre ambas variables.

La parte superior del cuadro 2 recoge los dos supuestos que sustentan la relación entre fijación cambiaria y disciplina fiscal: *i)* un tipo de cambio fijo reduce los ingresos por señoríaje, y *ii)* un mayor señoríaje implica un mayor déficit público. Un análisis separado de ambos supuestos revela que, si bien la fijación cambiaria reduce significativamente los ingresos por señoríaje, el efecto de estos sobre el déficit resulta negativo, aunque no significativo, lo que contradice el supuesto de partida.

### 3. EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL Y LA FINANCIACIÓN EFECTIVA DEL DÉFICIT

Estos resultados sugieren que el vínculo habitualmente considerado entre el régimen de tipo de cambio fijo y la disciplina fiscal se rompe al no ejercer los menores ingresos por señoríaje un efecto disciplinador sobre las cuentas públicas. Existen dos razones que permitirían explicar este resultado: la primera, que la magnitud del señoríaje es relativamente pequeña y su reducción no tiene efectos significativos sobre las finanzas públicas; la segunda, que los ingresos por señoríaje, definidos como el crecimiento de la base monetaria, no resultan una aproximación acertada para medir la financiación al sector público por parte del banco central. La primera razón puede ser descartada, puesto que para la muestra utilizada la mediana del señoríaje

monetario está en el entorno del 2 % del PIB (2,35 % en el caso de los regímenes flexibles y 1,6 % para los regímenes fijos). Por el contrario, es posible demostrar que el concepto tradicional de señoríaje puede no reflejar adecuadamente la capacidad de financiación del sector público por parte del banco central.

Considérese el balance de un banco central, expresado de un modo muy esquemático:

Balance del banco central	
Reservas exteriores	Base monetaria
Crédito al sector privado	Otros pasivos netos
Crédito al sector público	

En este balance, el canal convencional de financiación del déficit a través de la creación de dinero se plasmaría en un incremento del crédito al sector público, simultáneamente compensado por el banco central con un incremento de la base monetaria (2). En última instancia, lo que es relevante no es tanto el crecimiento de la base monetaria, sino las transferencias efectivas de recursos de la autoridad monetaria a la fiscal, que, en términos de su balance, suponen un incremento de la partida de crédito al sector público en el activo. Así, incluso si la base monetaria permanece constante, el banco central podría seguir financiando al gobierno mediante reducciones en sus otras dos partidas del activo, reservas exteriores y crédito al sector priva-

(2) El crédito al sector público puede adoptar diversas formas: préstamos, tenencia de títulos de deuda o a través de las cuentas del gobierno en el banco central. La variable utilizada en el análisis empírico está tomada del FMI y se denomina deuda del sector público en el banco central, pero engloba todas estas variantes.

do. Evidentemente, este ajuste del balance propiciado por las necesidades de financiación de las autoridades fiscales en un contexto de limitada independencia del banco central no puede proseguir indefinidamente y, a la larga, puede contribuir a erosionar la credibilidad del régimen cambiario y a precipitar su caída (3).

Por lo tanto, puede resultar más exacto expresar la restricción presupuestaria del gobierno del siguiente modo:

$$\text{Déficit} = \text{Deuda en manos del público} + \\ + \text{Crédito al sector público}$$

donde el crédito al sector público sustituye a los ingresos por señoríaje como fuente de financiación a través de la autoridad monetaria.

Estas consideraciones modifican el esquema teórico convencional recogido en el cuadro 2. La parte inferior del cuadro muestra cómo queda afectada la relación entre los regímenes de tipo de cambio fijo y la disciplina fiscal. Si bien es de esperar que los incrementos en el crédito al sector público por parte del banco central estén positivamente correlacionados con el déficit público, la fijación cambiaria no tiene por qué afectar, en el corto y medio plazo, a la capacidad crediticia del banco central, rompiéndose de este modo el nexo teórico que liga el régimen de tipo de cambio fijo con la disciplina fiscal.

La contrastación empírica de esta hipótesis debe abarcar, como en el caso anterior, las dos premisas que la componen. Los resultados econométricos muestran que la fijación cambiaria no está significativamente correlacionada con la evolución del crédito al sector público por parte del banco central, pero que esta variable sí que afecta positiva y significativamente al déficit observado. De este modo, se confirma que la variable relevante para explicar la financiación de los déficit públicos a través de la autoridad monetaria no son los ingresos por señoríaje, sino la evolución de los créditos al sector público en el balance del banco central.

#### 4. ELECCIÓN DEL RÉGIMEN CAMBIARIO Y DISCIPLINA FISCAL. LOS CURRENCY BOARDS

La evidencia empírica permite justificar por qué, desde una perspectiva monetaria, los regímenes de tipo de cambio fijo, a pesar de redu-

cir los ingresos de señoríaje, no generan, por sí mismos, los incentivos suficientes para inducir una mayor disciplina fiscal. La razón es que la variable que determina la existencia de canales privilegiados de financiación no es el crecimiento de la base monetaria, sino las variaciones en los activos frente al sector público en manos del banco central, cuya evolución no está directamente vinculada al régimen cambiario.

Por lo tanto, a pesar de que la fijación del tipo de cambio ha sido utilizada frecuentemente por las economías emergentes para promover una mayor estabilidad monetaria y fiscal, no resulta sorprendente que, al menos por lo que respecta al segundo aspecto, los resultados hayan distado de ser satisfactorios. Esta situación ha debilitado los fundamentos económicos de los regímenes de tipo de cambio fijo, propiciando la aparición de ataques especulativos. Como consecuencia de ello, muchos países se han visto obligados a abandonar la paridad preestablecida y a adoptar tipos de cambio flexibles, hasta el punto de que este último ha pasado a ser el régimen cambiario predominante en la actualidad, tal como se observa en el cuadro 1.

No obstante, existe un tipo particular de fijación cambiaria, el *currency board* —adoptado por Argentina, Estonia y Bulgaria entre otros países—, que se ha mostrado firme en el contexto de alta inestabilidad cambiaria y financiera que ha caracterizado los mercados emergentes en los últimos años. Los *currency boards* son regímenes cambiarios que se adoptan por ley y en los que la autoridad monetaria se compromete a incrementar la base monetaria en la misma cuantía en la que crezcan sus reservas exteriores (4). Las principales ventajas usualmente reconocidas de los *currency boards* frente a los regímenes de tipo de cambio fijo convencionales son: *i*) un mayor compromiso cambiario, al estar avalado por ley, y *ii*) una política monetaria mucho más disciplinada. Ambos factores contribuyen a fortalecer la credibilidad del régimen, aunque la política monetaria pueda verse muy limitada en su capacidad de estabilización. Sin embargo, los *currency boards* tienen una ventaja adicional que no ha sido siempre suficientemente enfatizada y que resulta muy relevante en el contexto de este artículo: las variaciones del activo del balance del banco central recogen, básicamente, los cambios de reservas exteriores, eliminándose, por lo tanto, la posibilidad de financiar los déficit públicos a través del banco central. De los resultados de este trabajo se infiere, pues, que, por sus características, los *currency boards*, a

(3) De hecho, este tipo de comportamiento es el que aparece en los primeros modelos de crisis cambiarias propuestos, entre otros, por Krugman (1979).

(4) Para más detalles sobre la operativa de los *currency boards*, ver el estudio del FMI (1997).

pesar de formar parte de la familia de regímenes de tipos de cambio fijo, tienen una capacidad singular para generar incentivos que faciliten de un modo efectivo la disciplina de las finanzas públicas, contribuyendo de este modo a una mayor estabilidad macroeconómica, tal como sugiere el gráfico 1.

## 5. CONCLUSIONES

Este artículo ha analizado el papel del tipo de cambio en la consecución de una mayor disciplina económica. El análisis empírico ha demostrado que, en general, los regímenes de tipo de cambio fijo no generan, por sí mismos, un cambio de comportamiento en las autoridades fiscales que facilite la reducción de los déficit. Aunque la fijación cambiaria limita los ingresos por señoriaje, esta restricción, contrariamente a lo supuesto por el análisis convencional, no impide necesariamente la financiación efectiva de los déficit por parte de la autoridad monetaria. En la medida en que la evolución del crédito al sector público proporcionado por la autoridad monetaria no resulte afectada, los canales privilegiados de financiación del déficit también pueden mantenerse en el corto y medio plazo en los regímenes de tipo de cambio fijo.

En definitiva, los resultados muestran que, tanto en el caso en el que se adopte un tipo de cambio fijo como en el que se opte por la flota-

ción, la disciplina fiscal solo puede ser asegurada mediante el diseño del marco institucional adecuado y un compromiso creíble de las autoridades por el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos. En este contexto, el factor fundamental que permite explicar la experiencia relativamente exitosa de los *currency boards* en términos no solo de inflación, sino también de disciplina fiscal, es que, a diferencia de lo que ocurre, en general, con los regímenes de tipo de cambio fijo, su adopción genera incentivos más inmediatos para afianzar el compromiso de las autoridades con la estabilidad presupuestaria. No obstante, de esta conclusión no se debe inferir que los *currency boards* sean sistemáticamente superiores al resto de regímenes, puesto que la consecución de un alto grado de disciplina monetaria y fiscal no agota los elementos de valoración de una estrategia cambiaria.

27.9.2000.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E. y L. MOLINA (2000). *Fiscal discipline and exchange rates regimes. A case for currency boards?*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 0006.
- FMI (1997). *Currency Board Arrangements. Issues and Experiences*, IMF Occasional Paper, 151.
- KRUGMAN, P. (1979). «A model of Balance of Payment Crises», *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 315-325.