
Tipo de cambio fijo y relajación de la restricción presupuestaria en las economías emergentes (1)

Este artículo ha sido elaborado por Luis Molina Sánchez y Enrique Alberola Ila, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. INTRODUCCIÓN

Las turbulencias financieras del último decenio han supuesto, para la mayoría de las economías emergentes, el abandono de los regímenes cambiarios fijos o semifijos. Estos regímenes se habían venido utilizando, sobre todo en América Latina, como instrumentos para conseguir la estabilidad macroeconómica, acceder a los mercados internacionales y atraer inversión exterior. De una muestra de 35 países, 26 aplicaban, en 1994, sistemas de tipos de cambio fijos o semifijos, mientras que a finales de 2003 ese número se había reducido a tan solo 10.

La lógica de la fijación de los tipos de cambio se basaba en la hipótesis de dominación fiscal del proceso inflacionista en las economías emergentes, esto es, la subordinación de la política monetaria a la política fiscal, de tal modo que el proceso de creación de dinero estuviera determinado por las necesidades fiscales del gobierno. La fijación del tipo de cambio, al limitar la creación discrecional de liquidez, reduciría el señoreaje, lo que induciría una mayor disciplina en las finanzas públicas, al ser privadas de una fuente central de financiación. Sin embargo, la reducción del señoreaje no ha llevado aparejada una caída sustancial de los desequilibrios fiscales en las economías emergentes. Como se demostró en un trabajo previo [Alberola y Molina (2000)], del que este constituye una extensión, el menor señoreaje obtenido por los regímenes de tipos de cambio fijos no ha dado lugar a una reducción de los déficit públicos en comparación a los regímenes de tipo de cambio flexibles.

En este artículo se plantean varios enfoques que ayudarían a explicar la ausencia del esperado efecto de los tipos de cambio fijos sobre la disciplina fiscal. En el trabajo mencionado se apuntaba, y se corroboraba empíricamente, la posibilidad de que los bancos centrales de los países con régimen fijo siguieran financiando el gasto público a través de otras partidas de su balance. Sin embargo, tal hipótesis no agota los canales a través de los cuales la fijación del tipo de cambio puede tener efectos indeseados e inesperados sobre el grado de disciplina fiscal, por lo que en este artículo se exploran hipótesis alternativas.

(1) Este artículo se basa en el Documento de Trabajo n.º 0402, *What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regime.*

En concreto, se argumenta que la fijación del tipo de cambio induce modificaciones en otras variables fundamentales que pueden contrarrestar el teórico efecto disciplinador esperado del menor señoreaje sobre las finanzas públicas: la fijación del tipo de cambio suele llevar aparejada una expansión económica y una moderación de los costes de financiación de los desequilibrios fiscales que contribuirían a reducir la restricción presupuestaria del gobierno y diluirían el efecto de la restricción monetaria. El análisis empírico de esta hipótesis abarca dos dimensiones: la primera se limita a un examen de la relación entre regímenes cambiarios y comportamiento de ciertas variables, mientras que, en segundo lugar, el análisis se centra en la dinámica generada por la fijación de los tipos de cambio.

Las conclusiones, en general, apuntan a la ausencia de disciplina fiscal en los regímenes fijos, debido principalmente al impacto de la fijación cambiaria sobre los costes de endeudamiento, que tienden a reducirse significativamente. Asimismo, el examen de la dinámica que genera la adopción del régimen fijo nos permite distinguir dos periodos claros en la evolución de las variables que, en el marco de análisis adoptado, determinan la disciplina fiscal. Una primera fase de mejoría, que induce a una relajación del control del gasto, y un posterior deterioro que, sin embargo, no se traduce en una mejoría de la situación fiscal y suele llevar, finalmente, al abandono del ancla cambiaria.

Estos resultados sugieren que la elección del régimen cambiario no induce, por sí misma, una mejoría de la disciplina fiscal. Por el contrario, la relajación observada de la restricción presupuestaria asociada a la instauración de un régimen de tipo de cambio fijo tiende a reducir el compromiso con la disciplina fiscal de los gobiernos, lo que ilustra cómo en la propia fijación del tipo de cambio puede encontrarse el origen de los problemas posteriores de sostenibilidad de tales regímenes.

2. LA MEDICIÓN DE LA DISCIPLINA FISCAL Y LA RESTRICCIÓN PRESUPUESTARIA

El saldo (superávit o déficit) público total o, más comúnmente, el saldo primario, que excluye los pagos por intereses, ha sido la variable tradicionalmente utilizada para medir la disciplina fiscal. Se puede disponer de estas cifras fácilmente a través de las estadísticas nacionales. Sin embargo, es importante hacer notar que estos datos ya incluyen los ingresos por señoreaje. Sin este señoreaje los saldos fiscales habrían sido peores de lo que realmente queda registrado

en las cuentas públicas. Esta distorsión es importante para la cuestión que se analiza en este trabajo, pues sería de esperar que el nivel de señoreaje —medido por el incremento de la base monetaria en relación con el PIB— esté ligado a la tasa de inflación y, por lo tanto, al régimen cambiario en vigor.

Por ello, el saldo primario neto de ingresos por señoreaje, lo que se denomina en el artículo «saldo sombra fiscal», podría ser una variable más adecuada para medir la disciplina fiscal. Aunque esta medida no está exenta de problemas, su consideración junto con el saldo primario permite una evaluación más precisa del efecto del régimen cambiario sobre la disciplina fiscal.

La restricción presupuestaria del gobierno se especifica como sigue:

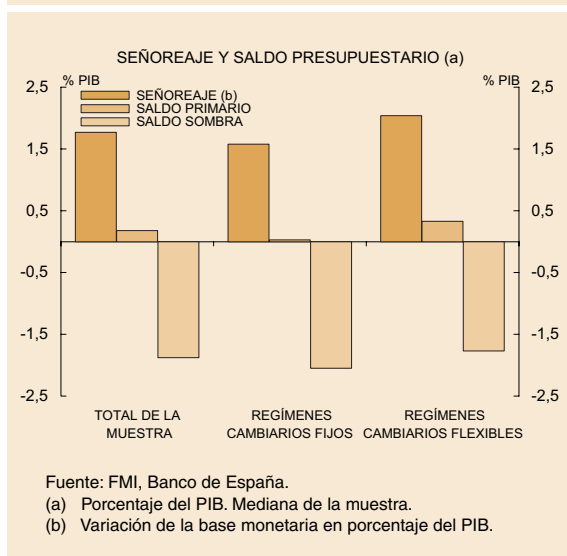
$$\text{Desequilibrio fiscal} = \text{Señoreaje} + (\Delta \text{Deuda} - \text{Tipo de interés} \times \text{Deuda} + \text{Crecimiento del PIB} \times \text{Deuda})$$

Todas las variables están expresadas en términos reales y en *ratios* sobre el producto. El lado izquierdo de la ecuación recoge las necesidades financieras del gobierno y el lado derecho sus fuentes de financiación. El desequilibrio fiscal puede ser financiado monetariamente, a través de los ingresos por señoreaje o, de un modo ortodoxo, a través de emisión neta de deuda pública. No obstante, una parte de las nuevas emisiones netas se utilizan, según la expresión, para hacer frente a los pagos por intereses de la deuda viva, si bien el crecimiento de la actividad permite mitigar esta carga financiera.

3. TIPOS DE CAMBIO FIJOS Y DISCIPLINA FISCAL

Esta expresión resulta útil para plantear los distintos efectos de la fijación cambiaria sobre la disciplina fiscal si se interpreta que el nivel de déficit está condicionado por la capacidad de financiarlo. En la hipótesis tradicional se argumenta que, al fijar el tipo de cambio, la inflación y los ingresos por señoreaje tienden a reducirse, lo que implica mayores dificultades de financiación de los déficit y, por lo tanto, una mayor disciplina fiscal.

La observación del gráfico 1 permite confirmar que, efectivamente, bajo regímenes de tipo de cambio fijo, los ingresos por señoreaje se reducen. Sin embargo, no resulta evidente el efecto del tipo de cambio sobre la disciplina fiscal, sea cual sea la definición utilizada (saldo sombra o saldo primario). Como se observa en

GRÁFICO 1
VARIABLES FISCALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES


el cuadro 1, un análisis econométrico más riguroso no revela una relación significativa entre la fijación del tipo de cambio y el saldo primario, aunque sí existe entre aquel y el señoreaje: adoptar el ancla cambiaria reduce la creación de dinero significativamente, pero esta caída no lleva a una mayor disciplina fiscal. Cuando la variable utilizada para medir la disciplina fiscal es el saldo sombra (saldo primario neto de señoreaje), el resultado es el mismo: fijar el tipo de cambio no contribuye a elevar el saldo sombra significativamente.

La hipótesis que permitiría explicar este resultado es que los regímenes de tipos de cambio fijo afectan, en sentido opuesto, a las otras variables de la restricción presupuestaria. Así, por un lado, según describe con detalle la literatura sobre expansiones y crisis (*boom and bust*), las estabilizaciones a través del tipo de cambio tienden a generar una expansión de la actividad, lo que supone unos mayores ingresos fiscales; por el lado del gasto, es de esperar una reducción en la medida en que operen los estabilizadores automáticos (caída del gasto de desempleo, por ejemplo), pero en los países emergentes estos mecanismos no suelen operar efectivamente, lo que, junto con la falta de instituciones fiscales consolidadas, hace incierta la relación entre el ciclo y el comportamiento del gasto. En cualquier caso, la mayor disponibilidad de recursos asociada a la expansión económica tenderá a relajar la restricción presupuestaria del gobierno. Por otro lado, en las economías emergentes el anclaje del tipo de cambio también tiende a ejercer un efecto de atracción sobre la financiación exterior, al menos en los estadios iniciales —ver Gavin *et al.*

CUADRO 1

Régimen de tipo de cambio y variables fiscales (a)

	Señoreaje	Saldo primario	Saldo sombra
Régimen fijo	-0,54 (b)	-0,19	0,13

Fuente: Banco de España.

(a) Estimación por mínimos cuadrados ponderados.

(b) La variable es significativa.

(1997) (2)—. Esta atracción de capitales se traduciría, por un lado, en una reducción del tipo de interés y, por lo tanto, del coste de endeudamiento y, por otro lado, en una mayor capacidad de emisión de deuda, dada la receptividad de los mercados financieros internacionales. Ambos efectos, como se infiere de la restricción presupuestaria, también suponen un incremento de la capacidad de financiación de los desequilibrios fiscales. Es importante señalar, por último, que la expansión de la actividad y la mayor capacidad de financiación tienden a reforzarse mutuamente, dado que aquella genera una mayor confianza en los inversores, que reducirían el coste de la deuda, mientras que un tipo de interés más bajo refuerza la expansión de la actividad.

4. LA RELACIÓN ENTRE EL RÉGIMEN FIJO Y LOS FACTORES DE DISCIPLINA FISCAL

La contrastación empírica de estas hipótesis se ha llevado a cabo en dos partes. En la primera se analiza la relación entre disciplina fiscal y la restricción financiera del sector público, especificada a través de los costes de financiación y la posición cíclica de la economía. En la segunda, se evalúa la relación entre el régimen cambiario y los componentes de la restricción financiera. El grado de disciplina fiscal se aproxima por el desequilibrio fiscal, definido en términos bien del saldo primario, bien del saldo sombra, ambos expresados con signo negativo; la posición cíclica por las variaciones en la brecha de producción y los costes de financiación por el tipo de interés implícito de la deuda y los pagos por intereses, todo ello expresado en términos del PIB.

El análisis se basa en técnicas de panel aplicadas sobre una muestra de 32 economías

(2) Los efectos de la fijación cambiaria sobre las principales variables económicas se explican con más detalle en la sección 5. Para una panorámica de la literatura, ver Calvo y Vegh (1998).

CUADRO 2

Factores de disciplina y variables fiscales (a)

	Saldo primario	Saldo sombra
Posición cíclica	0,04	0,19 (b)
Costes de financiación (c)	0,27 (b)	0,46 (b)

Fuente: Banco de España.
(a) Estimación por variables instrumentales.
(b) La variable es significativa.
(c) Medidos por los pagos por intereses de la deuda.

CUADRO 3

Régimen cambiario y factores de disciplina (a)

	Costes de financiación (c)	Posición cíclica
Régimen fijo	-0,12 (b)	0,37

Fuente: Banco de España.
(a) Estimación por mínimos cuadrados ponderados.
(b) La variable es significativa.
(c) Medidos por los pagos por intereses de la deuda.

emergentes de América Latina y Europa Central y Oriental. El análisis se ha restringido a estas regiones porque es en ellas donde las políticas cambiarias han estado más claramente dominadas por los objetivos de estabilización. Para cada país y período se asigna el régimen cambiario a que pertenecen, fijo o flexible, en función de que existan o no anuncios explícitos y oficiales sobre el tipo de cambio, sea este fijo o de paridades deslizantes. Los ejercicios toman en consideración los problemas de endogeneidad de algunas de las variables, y los corrigen mediante variables instrumentales.

Respecto a la primera parte del análisis, cuyos resultados se resumen en el cuadro 2, se demuestra que la reducción de los costes de endeudamiento se traduce en una significativa reducción del saldo primario y del saldo sombra y, por lo tanto, de la disciplina en las economías emergentes. Sin embargo, el ciclo no está significativamente relacionado con el saldo primario. Al profundizar en las razones para este último resultado se observa que las expansiones económicas llevan aparejadas un incremento de los ingresos fiscales pero también un incremento de los gastos primarios. No obstante, sí que se observa una relación positiva y estadísticamente significativa entre la posición cíclica y el saldo sombra, que se explica por la reducción significativa del señoreaje asociada a la fase expansiva. En la segunda parte del análisis (cuadro 3), la evidencia empírica permite corroborar que bajo regímenes de tipo de cambio fijo se produce un significativo descenso de los costes de financiación, pero no generan un impacto significativo sobre la posición cíclica de los países.

5. LA DINÁMICA DE LOS RÉGIMENES DE TIPOS DE CAMBIO FIJO

Como se apuntó en la introducción, los resultados obtenidos hasta aquí se refieren a la

duración total del régimen fijo, y no a lo que ocurre en los períodos inmediatamente posteriores a su adopción, que es cuando, según se apuntó con anterioridad, es de esperar que los efectos sobre el ciclo, los costes de financiación y, en definitiva, la disciplina fiscal operen de un modo más intenso. Por ello, en el artículo se examina igualmente la dinámica que genera sobre las variables relevantes la adopción y mantenimiento en el tiempo del régimen.

En efecto, se ha observado reiteradamente que cuando la adopción de regímenes de tipo de cambio fijo tiene como objeto estabilizar la economía se produce una rápida caída de la inflación y una expansión económica. Esta expansión puede ser explicada, en particular, por la inercia inflacionaria en el sector no comerciable, que reduce el tipo de interés real, y por la credibilidad imperfecta del nuevo régimen, que prima el consumo presente sobre el futuro y que induce un ascenso de la demanda interna en los primeros años del anclaje cambiario. En cualquier caso, la expansión inicial suele ir acompañada de un incremento de los desequilibrios exteriores y una apreciación del tipo de cambio real, de modo que, a medio plazo, cuando el efecto expansivo inicial se agota, los desequilibrios acumulados se hacen patentes y arrastran a la economía a un ajuste que puede llevar al abandono del régimen cambiario. Esta dinámica cambiante, dentro del período en el que rige el tipo de cambio fijo, contribuiría a explicar el efecto nulo de la fijación cambiaria sobre el producto que se observa cuando se toma el conjunto de la muestra.

Los resultados del examen de la dinámica generada por los regímenes de tipo de cambio fijo se presentan en el gráfico 2, donde se muestra la evolución, en promedio, de cada una de las variables representadas en los episodios de fijación cambiaria identificados en la muestra. Tomando el punto t como el año en el que se fija el tipo de cambio, se observa una reducción de los pagos por intereses de la deuda y

GRÁFICO 2

Evolución de las variables fiscales y reales en los regímenes fijos (a)



Fuente: elaboración propia.

(a) Media de la muestra con bandas de una desviación típica. El punto t representa el año de fijación del tipo de cambio.

del tipo implícito de esta tras dicha fijación. Mayor interés tiene observar la evolución de la posición cíclica del país, definida bien por la brecha de producción, bien por el crecimiento del PIB real. La actividad registra una mejoría significativa hasta el tercer año de duración del régimen fijo, para luego empeorar abruptamente, hasta volver a los niveles previos a la adopción del régimen. Estos resultados confirman, en gran medida, las pautas descritas por la literatura sobre expansiones y crisis (3).

Finalmente, es relevante examinar qué ocurre con las variables fiscales en este contexto: en un primer momento, hasta el tercer año de la adopción del ancla cambiaria, tanto el saldo primario como el saldo sombra aumentan, pero a partir de ese año comienzan a empeorar hasta retornar, de nuevo, a los niveles previos a la adopción del tipo de cambio fijo. Si se examinan los componentes de estos saldos se observa que los ingresos se incrementan a partir del período inicial, pero que, con un cierto rezago, también lo hacen los gastos, y a un ritmo mucho mayor. Posteriormente, cuando la economía comienza a reducir su ritmo de actividad, y aunque los ingresos fiscales se mantienen elevados (4), los gastos siguen aumentando (debido, posiblemente, a la rigidez de los procesos presupuestarios), lo que lleva a un fuerte aumento del desequilibrio fiscal, que contribuye, en última instancia, al abandono del ancla cambiaria.

6. CONCLUSIONES

En este artículo se ha profundizado en las razones por las que la fijación del tipo de cambio, a pesar de la restricción de la financiación monetaria que lleva aparejada, no da lugar a una mayor disciplina fiscal en las economías emergentes.

La evidencia empírica demuestra que este resultado es debido, fundamentalmente, a que bajo un régimen de tipo de cambio fijo se reduce significativamente el coste del endeudamiento.

(3) En el artículo de referencia estos resultados, en general, se confirman a través de análisis econométricos de cambio estructural en el comportamiento de las variables antes y después de la fijación del tipo de cambio.

(4) Es habitual que cuando estas economías sufren dificultades los gobiernos eleven las tarifas impositivas para sostener, aunque sea a corto plazo, las finanzas públicas y mantener la confianza de los inversores internacionales.

to, lo que relaja la restricción presupuestaria del gobierno y, en consecuencia, la disciplina fiscal observada; por el contrario, el papel del ciclo, que había sido identificado como el otro canal que podría inducir una relajación de la disciplina fiscal, no resulta suficientemente robusto estadísticamente, ni en lo que respecta a su relación con el régimen cambiario ni en lo que respecta a la disciplina fiscal. Esto es debido, particularmente, a que su impacto se circunscribe a los años iniciales del régimen de tipo de cambio fijo, como se ha puesto de manifiesto al explorar los efectos dinámicos de la fijación cambiaria. En este sentido, se ha demostrado que los efectos iniciales positivos derivados de la adopción de un tipo de cambio fijo o semifijo no se traducen en una mejora de la situación fiscal y que, cuando estos efectos se disipan, los desequilibrios acumulados, más o menos latentes durante el período de expansión, entre ellos los fiscales, quedan en evidencia, lo que puede contribuir al abandono o colapso del régimen.

Estos resultados apuntarían a que la elección del régimen cambiario no induce, por sí misma, una mejoría de la disciplina fiscal. Por el contrario, en ausencia de un entorno institucional adecuado y de un compromiso con el equilibrio de las finanzas públicas, las mayores posibilidades de financiación de los déficit bajo regímenes de tipo de cambio fijo, al menos en el corto plazo, tenderían a relajar el control fiscal, lo que contribuiría, en definitiva, a erosionar a medio plazo la propia sostenibilidad del régimen cambiario.

16.2.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y L. MOLINA (2000). *Fiscal discipline and exchange rate regime: a case for currency boards?*, Documento de Trabajo n.º 0006, Banco de España.
- (2004). *What does really discipline fiscal policy in emerging countries? The role and dynamics of exchange rate regimes*, Documento de Trabajo n.º 0403, Banco de España.
- CALVO, G. A., y C. A. VEGH (1998). «Inflation stabilization and BOP crises in developing countries», in *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier.
- GAVIN, M., R. HAUSMANN, R. PEROTTI y E. TALVI (1997). «El manejo de la política fiscal en América Latina y el Caribe: volatilidad, comportamiento procíclico y capacidad crediticia limitada», *Revista del Banco Central de Venezuela*, E-J-97, pp. 11-60.