

LAS ZONAS DE REFERENCIA Y LA GESTION DEL DOLAR

John WILLIAMSON (*)

EL dólar ha caído alrededor de un 25 por 100 con respecto a su cotización máxima de hace poco más de un año (según el índice MERM). De acuerdo con el modelo de mi colega Stephen Marris (1985), el mantenimiento de los cambios vigentes el 25 de marzo habría situado el déficit comercial americano muy por encima de los 100.000 millones de dólares, y, ciertamente, de seguir así las cosas, habría comenzado a aumentar de nuevo a partir de 1989, lo que demuestra que la caída del dólar hasta la fecha, de por sí importante, debe continuar un poco más para lograr una balanza por cuenta corriente sostenible: según mis propias estimaciones (Williamson, 1985), es necesario que el dólar caiga todavía otro 10 por 100, más o menos, para alcanzar lo que yo denomino «equilibrio fundamental» (véase definición en la nota 2).

Tan importante es que el dólar complete su reordenación como que evite el sobreajuste del tipo de cambio y, por ende, la presión inflacionista renovada que semejante suceso introducirá en los Estados Unidos, y las presiones sobre el empleo y las industrias de bienes comerciables que habrían de soportar otros países industriales. En mi opinión, la forma natural de conseguir este objetivo sería la pronta introducción de un sistema de zonas de referencia para las principales monedas. En la primera sección de este documento prefiguro lo que podría ser un sistema semejante; en la segunda, destaco y defiendo sucintamente algunos de mis puntos de vista más importantes, que me han hecho decidirme por este enfoque, pero que no parecen gozar de reconocimiento universal entre los economistas. En la sección final examino un tema crítico: la pertinencia de las perspectivas del déficit público americano en relación con la conveniencia de adoptar un enfoque basado en las zonas de referencia.

PROPUESTA DE UNAS ZONAS DE REFERENCIA

Me inclino porque un número de países importantes (1) negocie un conjun-

to de objetivos recíprocamente coherentes para sus tipos de cambio (efectivos). Al círculo de países en que esto sucede lo designaré como el Grupo N, donde N es el número de países del sistema más uno, el Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional, a quien compete la función de representar los intereses de los países más pequeños. Estos objetivos habrían de seleccionarse estimando el tipo de cambio real que sería necesario para asegurar el equilibrio básico (2) a medio plazo manteniendo la renta lo más próxima posible al equilibrio interno (es decir, el mayor nivel de actividad coherente con el control de la inflación). Los objetivos de los tipos de cambio nominales correspondientes a los objetivos reales convenidos habrían de actualizarse periódicamente a la vista de los nuevos datos sobre el diferencial de la inflación. También habría que revisar los objetivos reales para acomodar las tendencias seculares como el incremento mayor de la productividad en el sector de bienes comerciables (Balassa, 1964) y siempre que fuese necesario a la luz de las perturbaciones reales o de la nueva información, utilizando para ello el mismo criterio de conciliación del equilibrio interno y externo a medio plazo, como recomendábamos antes en la elección de los objetivos iniciales.

Las zonas de referencia se formarían rodeando los objetivos convenidos con una banda sustancial, del orden de ± 10 por 100 (al menos al principio). Un país dado no tendría la obligación absoluta de evitar que su tipo de cambio rebase la zona de referencia, pero, a medida que fuera acercándose al límite, e, *ipso facto*, en cuanto lo rebasara, el país en cuestión estaría obligado a consultar a los demás países miembros. Si sólo una moneda estuviera próxima o más allá del límite de su zona de referencia, es de suponer que, a menos que existieran razones que indujeran a pensar en la necesidad de modificarla (la aparición de nuevas perturbaciones o de nueva información), el país emisor de dicha moneda debería cambiar de políticas para retrotraer su tipo de cambio hacia el centro de su zona de referencia. El instrumento principal que habría que utilizar con este fin debería ser la política moneta-

ria reforzada con la intervención (3). Si las medidas monetarias en cuestión amenazasen el equilibrio interno, habría que complementarlas con medidas fiscales.

Si son más de una las monedas que están en el límite de su zona de referencia, o cerca de él, simultáneamente, y las zonas parecen seguir siendo las adecuadas, tropezaremos con el problema de decidir *cuál* de los países emisores ha de modificar sus políticas: el país o países cuya moneda se sitúa en la parte más alta de la zona o el (los) que tiene(n) una moneda más débil. Existen varias soluciones:

a) una regla a la McKinnon, en virtud de la cual los países con monedas más fuertes actuarían si la expansión monetaria agregada quedase por debajo de un tipo de referencia predeterminado, haciéndolo los países con monedas débiles en caso contrario (McKinnon, 1984);

b) una norma basada en los productos de primera necesidad, por la cual los países con monedas fuertes actuarían si se produjera una caída en el precio de una cesta de productos básicos, mientras que los países con monedas débiles lo harían en caso contrario;

c) un régimen discrecional, en cuyo caso los países con monedas fuertes actuarían si el Grupo N considerase que la deflación planteaba una amenaza global más grave que la inflación, y los países con monedas débiles lo harían en caso contrario;

d) una regla de reparto automático de responsabilidades, en virtud de la cual sería de esperar que los dos tipos de países actúen en proporción a la desviación de sus tipos de cambio respecto a los objetivos (4).

Yo, personalmente, dudo que sea posible hacer algo mejor que actuar a discreción, pero la cuestión de si vale la pena intentar hacerlo en base a alguno de los otros tres principios merece investigarse.

Una cuestión (conexa) adicional es si la gestión de los tipos de cambio necesita complementarse coordinando alguna(s) otra(s) variables. Para mí está muy claro que sería absurdo intentar coordinar tantas variables que llegaríamos a sobredeterminar el sistema, pero esta restricción no excluye la posibilidad de intentar coordinar una variable del «equilibrio interno» (crecimiento, desempleo o política fiscal). No estoy seguro de que esto sirva de mucho,

pues hace tiempo que estoy convencido de que Keynes y White estaban en lo cierto al juzgar que los intereses nacionales coincidirían con los del mundo en el momento en que se excluyera la posibilidad de existencia de políticas de tipo de cambio basadas en empobrecer al vecino, pero ésta es otra cuestión en la que no tengo prejuicios.

CRITERIOS DE APOYO

En una conferencia reciente (5) estuve escuchando el debate, intentando descubrir las diferencias de criterio que me habían llevado a considerar el enfoque de gestión de los tipos de cambio que hemos visto anteriormente con más entusiasmo que otros muchos participantes y elaboré una lista con las ocho proposiciones siguientes:

1) «Las variaciones del tipo de cambio nominal tienen un impacto importante y sistemático sobre el tipo de cambio real, incluso a medio plazo». La Ley de Precio Único quizás se haya visto desacreditada de forma más contundente por la evidencia empírica que cualquier otra proposición en la historia de la Economía (por ejemplo Kravis y Lipsey, 1978, e Isard, 1977).

2) «Los desalineamientos de los tipos de cambio imponen grandes costes a la economía». En efecto, los desalineamientos han generado presiones inflacionistas en países con monedas subvaloradas, han deteriorado los sectores de bienes comerciables en países con monedas sobrevaloradas, y han estado a punto de destruir el sistema liberal de comercio el año pasado.

3) «Los modelos de mercados de activos no explican el comportamiento de los tipos de cambio». Los agentes del mercado de divisas tienen un horizonte temporal a corto plazo. En consecuencia, no se puede confiar en el mercado *per se* para colocar el tipo de cambio en la estimación óptima del equilibrio de las expectativas racionales del enfoque del mercado de activos (el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo descontado por el diferencial de interés compuesto a largo plazo). Si creemos que es importante evitar que el tipo de cambio se desvíe de ese nivel (al menos en lo que respecta a su alejamiento del equilibrio fundamental), será preciso dedicar la política económica en parte a ese fin de una forma deliberada. Los gobiernos no pueden esperar estimaciones precisas del equilibrio corriente (6) ni del equilibrio fun-

damental, pero sí es más probable que obtengan una respuesta casi correcta si plantean la cuestión directamente que si se lavan las manos y declaran su total abstinencia en espera de la que el mercado les ofrezca, como ocurrió entre 1981 y mediados de 1985 (véase Boughton, 1984; Krugman, 1985, y Frankel y Froot, 1986).

4) «Los objetivos de los tipos de cambio a medio plazo no conllevan conflictos graves de interés nacional». Como ya hemos dicho, según sea la situación de la coyuntura mundial, pueden prevalecer incentivos de empobrecimiento del vecino a través de apreciaciones o depreciaciones competitivas (para controlar la inflación, en el primer caso, y estimular la demanda, en el segundo), pero en un contexto a medio plazo, es menos probable que se produzcan conflictos de este tipo: concretamente, los beneficios en el frente de inflación se compran a expensas del deterioro de la balanza exterior, y son de por sí transitorios (Buitner y Miller, 1981). Los deseos mercantilistas de obtener superávit comerciales han sido tradicionalmente fuente de mayores preocupaciones, pero la mayoría de nosotros creemos que estos deseos tienen más de irracional que de auténtico reflejo de los intereses nacionales, lo que supone que la negociación, por ardua que sea, siempre será la solución para llegar finalmente a un acuerdo.

5) «La política fiscal no necesariamente ha de ser independiente del régimen de tipos de cambio». Las propuestas esbozadas anteriormente conciben la política fiscal dirigida al equilibrio interno, *dada* la política monetaria necesaria para la gestión del tipo de cambio. En la práctica no habría que esperar, ni incluso desear un *fine tuning* frecuente, pero la economía mundial no funcionaría satisfactoriamente a menos que el empuje de la política fiscal sea lo más coherente posible con los niveles de competitividad acordados. Salta a la vista que a nadie se le ocurriría pensar que el mero hecho de fijar unos objetivos sobre los tipos de cambio bastaría para asegurar que el proceso político produjera las políticas fiscales responsables que han brillado por su ausencia en los últimos años. Sin embargo, yo sí me atrevería a decir que un compromiso internacional para fijar los tipos de cambio contribuiría a modificar la política fiscal por dos razones:

a) sólo un gobierno hipócrita cien por cien firmaría un acuerdo para esta-

blecer unas zonas de referencia, a menos que estuviera dispuesto a modificar sus políticas en cierta medida para impulsar los tipos de cambio hacia esas zonas. Es verdad que un gobierno posterior quizás no se considerase obligado por un acuerdo de estas características (aunque todos los informes indican que el gobierno de Mitterrand se sintió muy influenciado por sus obligaciones frente al Sistema Monetario Europeo al cambiar de rumbo en 1982-83); no obstante los compromisos internacionales serán cada vez más difíciles de ignorar con el tiempo, conforme se vayan convirtiendo en una parte aceptada del sistema internacional. El GATT no siempre impide que los gobiernos se rindan a las presiones proteccionistas, pero ciertamente les ayuda;

b) el Congreso norteamericano se ha dado cuenta ahora de que la falta de disciplina fiscal puede tener consecuencias políticas muy dolorosas para las industrias de bienes comerciables en el marco de un horizonte temporal relevante desde el punto de vista político (a diferencia de las cargas para nuestros nietos que tantas veces se han invocado para sustentar la disciplina fiscal). En consecuencia, una situación, «casi crítica», cuando el dólar amenazaba con desbordar su zona de referencia, pudo propiciar la ocasión de alcanzar el consenso político necesario para tomar medidas fiscales.

6) «La política económica no necesita un ancla nominal». Wicksell no era exactamente un inflacionista, pero creía que la estabilidad de los precios debería asegurarse centrando las fricciones en las *variaciones* en el nivel de los mismos (concretamente elevando los tipos de interés cuando los precios fueran en aumento, y viceversa), más que anclando dicho nivel mediante la especificación exógena de alguna variable nominal clave. Yo comparto esta opinión (7), y, por lo tanto, considero innecesario que cada país (aunque sea sólo uno) tenga que controlar un agregado monetario o fijar el precio de una mercancía como el oro. Con esto no quiero decir que haya que prohibir a los bancos centrales el control de un agregado monetario: un sistema de zonas de referencia ofrecerá la suficiente flexibilidad como para acomodar el tipo de control monetario practicado por Alemania desde 1974, en el que los objetivos se han modificado siempre que ha hecho falta con el fin de limitar los desajustes.

7) «Las zonas de referencia no podrían forzar a un país consciente de la

estabilidad a importar inflación». Si un país aislado comienza a expandir en exceso su oferta monetaria, pronto alcanzará el límite de su zona de referencia y habrá que esperar que modifique sus políticas. Si en la mitad de ellos se desata la inflación, los dos conjuntos de países alcanzarán probablemente los límites de sus zonas de referencia al mismo tiempo, siendo los países inflacionistas los que serán llamados al orden, a menos que el mundo se las arregle para olvidar todas las dolorosas lecciones de los años setenta. Sólo si una mayoría (ponderada) de los países del sistema recurrieran simultáneamente de nuevo a una financiación inflacionista, el país consciente de la estabilidad podría encontrarse sólo en el límite (superior) de la banda. Pero aun en el peor de los casos, como sería éste, el país en cuestión podría seguir cumpliendo con sus obligaciones respecto al sistema de zonas de referencia mediante una medida de expansión monetaria que no amenazase la estabilidad de sus propios precios, acompañando su suavización monetaria de una contracción fiscal (si fuese necesaria a pesar de la apreciación real del 10 por 100). Al comenzar a subir los precios en los demás países, el país consciente de la estabilidad experimentaría una apreciación nominal continua que evitaría todo aumento de la presión tendente a importar la inflación.

8) «La "contrastación" especulativa de los límites de las zonas de referencia correctamente escogidas estaría llamada al fracaso». Con arreglo al sistema de Bretton Woods, los tipos de cambio fijos que en un principio resultaban apropiados terminaron por desajustarse con el tiempo a causa del diferencial de la inflación o de las perturbaciones reales que no se compensaron con un ajuste del tipo de cambio nominal. La resistencia a modificar los tipos de cambio fijos se tradujo en que los especuladores podían ver cuándo un tipo había dejado de ser apropiado. Como los costes que supondría defender dicho tipo indefinidamente habrían sido prohibitivos, un ataque especulativo podría obligar a un gobierno a admitir el hecho de que su propio interés exigía un reajuste de paridades. La resistencia al ajuste simplemente significaba que aumentaría el volumen de especulación adversa y que las transferencias de rentas a los especuladores serían mayores (aunque aplazadas).

Las cosas no podrían ser más distintas si los gobiernos defendieran unas



zonas de referencia que abarcasen el tipo de equilibrio a través de políticas que incluyeran medidas (como las variaciones en los tipos de interés) dirigidas a incrementar el coste de la especulación adversa. La resistencia ante un ataque especulativo no se traduciría en una pérdida acumulada de reservas a través de la balanza básica que socavase en última instancia la capacidad para evitar la devaluación, sino en un incremento acumulado de aquéllas, lo que indicaría sin lugar a dudas a los especuladores lo equivocado de su ataque y les serviría de advertencia para que redujesen sus pérdidas. Aun en el caso en que los especuladores desplazasen el tipo fuera de la zona temporalmente, no podrían cosechar beneficios (en conjunto) al no haber nadie a quien vender (excepto a otros

especuladores). En tanto en cuanto el tipo permanezca fuera de la zona, las autoridades podrían hacer cada vez más caro el mantenimiento de una actitud especulativa elevando los tipos de interés. Así pues, un ataque de esta clase sólo podría triunfar si el gobierno perdiera los nervios y devaluase en un momento inoportuno o si se empeñara en defender una zona de referencia que no incluyera el tipo de equilibrio fundamental. Ambas circunstancias pueden evitarse aferrándose al criterio de selección de zonas expuesto anteriormente. En el momento en que los especuladores adviertan todo esto, las zonas se convertirán en un foco para estabilizar la especulación y no en unas referencias que hay que contrastar. Por eso es por lo que debe dárseles publicidad.

EL DEFICIT PUBLICO AMERICANO

Si el déficit público americano *ex ante* cae conforme a lo programado en la enmienda Gramm-Rudman, mi suposición (8) es que una voluntad moderada de orientar la política monetaria al objetivo de los tipos de cambio, apoyada con una intervención esterilizada bastará para mantener el dólar cómodamente dentro de su zona de referencia. De no existir algún compromiso para fijar el tipo de cambio no veo razón para esperar que el dólar se mantenga tranquilamente en un punto cercano al equilibrio fundamental, incluso aunque se logre controlar con prontitud el déficit. Yo más bien esperaré ver la clase de oscilaciones bruscas que ha estado presentando el tipo de cambio entre el yen y el marco alemán (gráfico 1), a pesar de las políticas responsables (cautas, sería más exacto) y convergentes de ambos países en la última década.

Varios son los resultados concebibles si fracasa el propósito actual de restablecer la solidez fiscal.

1) El tipo de cambio puede quedarse donde está o caer moderadamente, la expansión de las exportaciones netas quizá genere un aumento de la producción, y el déficit presupuestario puede descender de forma endógena (e incrementarse el ahorro privado) como resultado del incremento de la renta. Si la liberalización y los niveles más bajos de sindicación han producido una caída de la tasa natural de desempleo no detectada hasta ahora, es posible que todo lo anterior suceda sin que se reanude la inflación, y que todos vivamos felices a partir de entonces.

2) El primer paso, como antes, con la diferencia de que la tasa natural no ha caído (suficiente), de modo que la inflación se reaviva. Esta situación obliga a la Reserva Federal a restringir la política monetaria. La elevación de los tipos de interés impulsa el dólar hasta el límite superior de la zona. La situación «casi crítica» así inducida ofrece un estímulo que lleva a su vez al sistema político a tomar las medidas necesarias en el frente fiscal, y, una vez más, todos podríamos vivir felices.

3) La misma situación anterior salvo por el hecho de que la situación «casi crítica» no basta para restaurar la disciplina fiscal. Entonces, una de dos, o la Reserva Federal monetiza el déficit, lo que con toda probabilidad no con-

duciría al caso 4), o bien el dólar atraviesa la barrera de su amortiguador, lo cual sería un mal menor. El mantenimiento de una zona de referencia, aunque el dólar la rebasara, serviría al menos de aviso al mercado en el sentido de que las autoridades consideraban el tipo demasiado alto y buscaban reducirlo; con ello se lograría evitar la reaparición de la especie de burbuja especulativa que lanzó el dólar a la estratosfera desde mediados de 1984 a septiembre de 1985. En mi opinión, sería un gran error presentar los límites de la zona tan rígidos como para pensar que porque un tipo rompiera las barreras de su zona nos encontraríamos ante un desastre final cuya consecuencia habría de ser el abandono urgente del sistema.

4) La primera fase, como en el caso 2), con la salvedad de que la Reserva Federal no restringe la política monetaria (cuando debe o lo suficiente). La confianza se quiebra y el dólar se hunde (8), cayendo hasta el fondo de la zona de referencia. Podría esperarse, al menos, que la situación «casi crítica» endureciera la política monetaria y pudiera incluso ser la ocasión que propiciara determinadas medidas fiscales.

Así pues, el único caso en el que, tal como yo lo veo, un enfoque basado en las zonas de referencia podría empeorar las consecuencias derivadas de no haber sabido corregir el déficit público americano, sería el que indujera a la Reserva Federal a monetizar dicho déficit (9). Prevenir es mejor (ojalá) que curar; llegado el caso habría que recurrir a los amortiguadores.

NOTAS

(*) Documento presentado en el Simposio sobre los tipos de cambio y políticas afines en el Panel de Brookings sobre Actividad Económica el 3 de abril de 1986. El autor agradece los valiosos comentarios de C. Fred Bergsten y Randall Henning sobre una versión anterior.

Traducción de Julio García Durán.

(1) El número mínimo de países necesarios para crear un sistema significativo sería de tres (los más importantes): los Estados Unidos, Japón y Alemania. Sin embargo, me parece más normal incluir a los cinco del área del Derecho Especial de Giro (es decir, añadir el Reino Unido y Francia) o bien los siete grandes (más Italia y Canadá). Los países miembros del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo podrían participar colectivamente.

(2) Me he referido en otra parte (sobre todo en Williamson, 1985) a la balanza básica como una balanza corriente que iguala «el flujo de capital subyacente a lo largo del ciclo», y también he discutido el concepto de flujo de capital subyacente. El tipo de cambio que cumple este criterio en el texto se describe posteriormente como tipo de «equilibrio fundamental».

(3) Si los impuestos de igualación de los intereses fueran viables desde el punto de vista administrativo, serían un instrumento adicional muy atractivo, pero al parecer se han descartado por ser poco prácticos.

(4) Al aplicar esta regla quizás se deseara normalizar la desviación del tipo de cambio respecto a su equilibrio fundamental en función de las dimensiones del país. Para ello sería necesario di-

vidir el porcentaje de desviación entre $(1 - \alpha_i)$, donde α_i es la ponderación del país de orden i en la determinación de los tipos de cambio efectivos. Un procedimiento similar es el que se sigue para elaborar el indicador de divergencias del Sistema Monetario Europeo.

(5) La Conferencia Monetaria de Claremont, del 24/25 de marzo de 1986.

(6) Este término se ha pensado para designar el tipo que se obtendría si los mercados conocieran plenamente todos los hechos pertinentes y reaccionaran con lógica en base a esa información, es decir, el tipo de cambio que la actual teoría convencional predice que se mantendrá de hecho.

(7) Es decir, comparto la opinión de que la política económica debe resistir las variaciones en el nivel de precios más que intentar anclarse en un determinado nivel; los instrumentos que me gustaría utilizar a estos efectos son diferentes (políticas de gestión de la demanda y rentas más que una política de tipos de interés).

(8) Baso esta hipótesis en el éxito de Suiza en la estabilización del tipo de cambio entre el franco suizo y el marco alemán, especialmente en los últimos años, con sólo orientar moderadamente la política monetaria hacia el objetivo de los tipos de interés; véase gráfico 1.

(9) El efecto de un incremento del déficit público es, a la vez, ambiguo y, en apariencia, de signo contrario según se trate de los Estados Unidos o de otros muchos países. Yo creo que la razón principal de esta divergencia radica, de hecho, más en una diferencia de confianza en cuanto a la monetización del déficit que en las pendientes relativas de las curvas ML y BP que causan la ambigüedad teórica.

BIBLIOGRAFIA

- BALASSA, Bela (1964), «The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal», *Journal of Political Economy*, diciembre.
- BOUGHTON, James M. (1984), «Exchange Rate Movements and Adjustment in Financial Markets», *IMF Staff Papers*, septiembre.
- BUITER, William E., y Marcus MILLER (1981), «The Thatcher Experiment: The First Two Years», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2.
- FRANKEL, Jeffrey A., y Kenneth FROOT (1986), *The Dollar as an Irrational Speculative Bubble: A Tale of Fundamentalists and Chartists*, The Wallenberg Papers.
- ISARD, Peter (1977), «How Far Can We Push the Law of One Price?», *American Economic Review*, diciembre.
- KRAVIS, Irving B., y Robert E. LIPSEY (1978), «Price Behavior in the Light of Balance of Payments Theories», *Journal of International Economics*, mayo.
- KRUGMAN, Paul (1985), «Is the Strong Dollar Sustainable?», *Working Paper*, n.º 1644, National Bureau of Economic Research.
- MARRIS, Stephen N. (1985), *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk* (Washington: Institute for International Economics).
- MCKINNON, Ronald I. (1984), *An International Standard of Monetary Stabilization* (Washington: Institute for International Economics).
- WILLIAMSON, John (1985), *The Exchange Rate System* (Washington: Institute for International Economics).