

¿POR QUÉ CAMBIA LA POLÍTICA CAMBIARIA? UN MARCO ANALÍTICO PARA ESTUDIAR LAS CRISIS BAJO TIPOS DE CAMBIO FIJOS*

NICOLÁS CHERNY**

1. Introducción

Pese a la relevancia política y económica de la política cambiaria no hay un consenso sobre el enfoque más adecuado para acometer una investigación sobre las causas por las cuales se produce un cambio. ¿Por qué el abandono de la convertibilidad argentina se produjo a comienzos de 2002 y pudo evitarse en la crisis del tequila de 1995? ¿Qué variables debemos observar para saber por qué Grecia consiguió sortear hasta el momento la salida del euro? Este trabajo argumenta que la dificultad para comprender la dirección de los procesos de cambio radica, por un lado, en que la literatura teórica suele subestimar el papel del gobierno a favor de la observación de variables económicas. Así, la explicación de una devaluación se reduce a la observación del comportamiento del balance de pagos y a las reservas internacionales. Y por otro, en que contamos aún con herramientas analíticas insuficientes para dar cuenta de un proceso de cambio a lo largo del tiempo. El objetivo del artículo es presentar un marco analítico capaz de captar las variables económicas y políticas que influyen en el abandono de un tipo de cambio fijo. Para ello, se propone poner en el centro del análisis una serie de variables que revelen la orientación de las decisiones del gobierno en una coyuntura de crisis o fragilidad económica.

El artículo está organizado de la siguiente manera. A continuación –segunda sección– revisamos las explicaciones que la teoría económica ofrece sobre las salidas de las fijaciones cambiarias. La tercera sección está dedicada a discutir cinco enfoques desde la economía política y la ciencia política. Sobre la base de la discusión de la literatura, en el apartado cuarto presentamos un marco analítico para el estudio del cambio de la política cambiaria. La última sección resume las conclusiones.

* Agradezco los comentarios de Alejandro Bonvecchi, Vicente Palermo, Martín Rapetti y de los evaluadores anónimos de la revista. Todos los errores u omisiones son exclusiva responsabilidad del autor.

** Investigador asistente del CONICET con sede en el Instituto de Investigaciones Gino Germani de la UBA. nicolas.cherny@gmail.com Uriburu 950 6to., 1114, CABA / Tel. 45083815.

2. Las explicaciones económicas de las crisis cambiarias bajo tipos de cambio fijo

Para explicar el abandono de un régimen de cambio fijo los economistas suelen utilizar los modelos de primera generación de Krugman (1996) y Flood y Garber (1996) y los de segunda generación basados en Obstfeld (1996). Según el modelo KFG, la causa primaria del abandono de los regímenes de cambio fijo es un patrón insostenible de política fiscal cuya persistencia a lo largo del tiempo conduce a la devaluación como desencadenante ineludible de la caída del nivel de reservas internacionales: una vez que traspasan cierto umbral mínimo las autoridades no tienen otra opción que abandonar la fijación cambiaria. Es decir, todo abandono de un régimen de fijación, si bien está relacionado con decisiones de las autoridades políticas que afectan los resultados de las variables macroeconómicas, acaba sucediendo no por una decisión de la autoridad sino por la ausencia de margen para decidir: la devaluación es una reacción necesaria que le impone la circunstancia de una corrida contra las reservas internacionales. Un patrón de política fiscal deficitario y un abultado déficit de cuenta corriente pueden generar una pérdida de confianza de los inversores en la capacidad del gobierno para sostener el valor de la moneda. En tal caso, una crisis cambiaria es una respuesta racional de los inversores a la situación de la economía¹.

La segunda generación de explicaciones sobre crisis cambiarias está relacionada con la capacidad de los gobiernos para mantener compromisos de fijación cambiaria frente al aumento de la movilidad internacional del capital y del volumen de transacciones (Eichengreen, 1994; Obstfeld y Rogoff, 1996). La constatación de que los controles de capital se han vuelto progresivamente más ineficaces o muy costosos (Cohen, 1996) enfrenta a los gobiernos con una tensión mayor entre la estabilidad del tipo de cambio y una política monetaria independiente. El argumento sostiene que si en una fijación las autoridades mantienen un margen para ajustar el tipo de cambio –no es necesario el respaldo del Banco Central por todas las unidades de moneda doméstica–, el compromiso puede ser muy frágil: si los inversores sospechan que el gobierno no tendrá reservas suficientes o no podrá mantener el tipo de cambio fijado, sus demandas de moneda extranjera provocarían rápidamente una crisis cambiaria y obligarían al gobierno a abandonar la fijación. En tales circunstancias, los instrumentos con que cuentan los gobiernos para enfrentar condiciones adversas del mercado pueden ser muy poco efectivos (1994)². El precio del financiamiento externo puede elevarse hasta tornarse inaccesible, los controles de capital pueden ser evadidos por los inversores, un aumento de las tasas de interés podría enfriar la economía y, por añadidura, aumentar el desempleo³.

Los resultados de los estudios empíricos son controvertidos. El trabajo de Eichengreen, Rose y Wyplosz (1995) advierte que, si bien algunos ataques especulativos están asociados estadísticamente a desajustes macroeconómicos, muchas

¹ Una discusión sobre los patrones de comportamiento de los inversores puede encontrarse en Orlean (2000) y Mosley (2003a).

² El mismo argumento es desarrollado también por Calvo (1998): el aumento de la volatilidad de los flujos de capital expone a los regímenes de tipo de cambio fijo en países emergentes o en transición a *shocks exógenos, bajo la forma o la combinación de una corrida especulativa o un retracción súbita del ingreso de capitales (sudden stop)*.

³ El efecto del libre movimiento de flujos de capital conduciría a la desaparición de los regímenes cambiarios intermedios dejando a los gobiernos dos opciones extremas: o bien una unión monetaria o un

devaluaciones no lo están. De modo que sugieren que la devaluación puede suceder por la debilidad de los fundamentos económicos, pero también sin ella, como consecuencia de estampidas o profecías autocumplidas. Por lo tanto, si bien hay una combinación de variables cuyo comportamiento puede anticipar devaluaciones es muy difícil saber cuándo y dónde habrá ataques especulativos y la eficacia que tendrá la defensa. Destacan además que, a diferencia de la predicción sobre la necesidad de reajustes de los tipos de cambio fijos, las transiciones entre regímenes cambiarios son "impredecibles e idiosincrásicas" (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1995). El trabajo de Rebelo y Vegh (2008) muestra que un número significativo de países abandonan el régimen de fijación sin haber experimentado previamente una reducción dramática de sus reservas internacionales. Por tanto, puede pensarse que las autoridades no siempre están forzadas por las circunstancias a devaluar sino que cuentan con margen de maniobra para decidir anticipar una variación de política cambiaria o para que la decisión implique defender la fijación hasta el final de las reservas internacionales. De ello se sigue que mientras el gobierno considere que puede revertir la corrida sobre las reservas podrá ensayar una estabilización sin alterar el régimen cambiario.

La utilización del régimen cambiario como herramienta de estabilización ha proporcionado evidencia empírica acerca del comportamiento que inducen los regímenes sobre la actividad económica, y de su consistencia macroeconómica a lo largo del tiempo (Kiguel y Liviatan, 1992). Las estabilizaciones basadas en la oferta monetaria procuran mantener la autonomía de la política monetaria y detener la inflación disminuyendo la cantidad de dinero a costa de una recesión inicial que precede al ciclo expansivo. Las estabilizaciones basadas en el régimen cambiario tienen una secuencia inversa: bajan la inflación a través de la fijación de la moneda local a una extranjera que funciona como ancla nominal, y su comportamiento se asocia a un ciclo que comienza con una reactivación (Kiguel y Liviatan, 1992; Calvo y Végh, 1994). Pero el efecto recesivo de la apreciación real sobre la demanda de bienes no transables cobra fuerza de manera gradual y finalmente pesa más que el efecto expansivo de la tasa de interés real. En el mediano plazo comienza a deteriorarse la balanza de pagos por el impacto del atraso cambiario y, una vez que comienza la recesión, se produce la retracción de flujos de capital que financiaron los déficits. Sin una depreciación real de la moneda, solo una reducción de los gastos lo suficientemente intensa como para producir una recesión y disminuir importaciones, conseguirá equilibrar la cuenta corriente (Corden, 2000). Por ello, la decisión de abandonar un régimen de cambio fijo se ha vuelto una de las cuestiones de política pública más importantes dentro del estudio de la macroeconomía de economías abiertas.

El problema de estas perspectivas reside en que la política cambiaria es considerada sólo desde un punto de vista técnico: procuran predecir los ciclos que alienta determinada configuración en función del grado de maximización de la eficiencia de la economía o buscan explicar los procesos de cambio de política como desencadenantes automáticos de la oscilación de variables macroeconómicas. Sin embargo,

régimen de flotación libre (Eichengreen, 1994). Una flotación libre no requiere defender ningún compromiso cambiario, y un régimen cambiario fijado rígidamente no sufre de problemas de credibilidad porque cuenta con mecanismos de defensa automáticos (Eichengreen, 1994). Sin embargo, las soluciones extremas pueden ser muy costosas también: la flotación libre suele inducir una volatilidad de precios que obstaculiza el comercio internacional en economías abiertas y pequeñas (Frankel, 1999) y las fijaciones muy rígidas anulan la autonomía de la política monetaria.

las limitaciones analíticas y los resultados empíricos muestran que existe un margen de decisión que no depende solamente del comportamiento fiscal o de la caída de reservas, de modo que deberíamos explorar si existen otras variables que afectan la orientación de un programa de estabilización.

3. Gobierno, instituciones y grupos de interés en la explicación de la política cambiaria

El régimen que rige el precio de la moneda así como el nivel real que adquiere tiene gran influencia no sólo en el crecimiento de la economía y la distribución de la riqueza en la sociedad, sino también en las capacidades de los gobiernos para operar sobre esos objetivos y en la consistencia intertemporal de la política macroeconómica. Por tanto, los gobiernos tienen incentivos muy poderosos para actuar sobre la política cambiaria. Pero además las decisiones de política cambiaria contienen dilemas de acción política para los gobiernos, lo que ha llevado a los investigadores en ciencia política a interesarse recientemente en la observación del comportamiento del gobierno frente a estos dilemas. Distinguiremos cinco enfoques.

a) *Credibilidad vs. competitividad*

Frieden y Broz (2006) sugieren que los dilemas cambiarios de los gobiernos pueden reunirse bajo la elección y el *trade-off* entre "credibilidad" y "competitividad": la primera supone una moneda fija con fuertes efectos antiinflacionarios pero sin posibilidad de afectar los precios relativos, y la segunda está centrada en una moneda más flexible pero con tendencia a devaluarse y, por tanto, susceptible de mantener la competitividad de los precios locales. Los regímenes de cambio fijo son, en esencia, dispositivos cuya efectividad descansa en la capacidad de las autoridades para convencer a los actores de la economía de que la política económica será consistente con la decisión de anclar la moneda local a una moneda con baja inflación y, por lo tanto, que no se producirá una devaluación nominal de la moneda. Esto significa, al menos, un compromiso por ajustar la política monetaria a un nivel de inflación semejante a la moneda del país seleccionado como ancla (Drazen, 2000). La generación de expectativas sobre una desvalorización de la moneda depende del grado de credibilidad que tenga esta promesa y, por añadidura, también de la fortaleza del régimen cambiario. En consecuencia, un tipo de cambio fijo debe contener un dispositivo de compromiso lo suficientemente creíble para señalar de un modo eficaz las intenciones del gobierno de mantener la consistencia monetaria del régimen. Sin embargo, al existir alternativas para resolver el problema de credibilidad en la preservación del valor de la moneda, la relación entre aversión a la inflación y régimen de cambio fijo es condicional a la existencia de otras instituciones o mecanismos para ganar credibilidad monetaria que impliquen menos constreñimientos a la política económica (Broz, 2002). Un banco central independiente del gobierno –y orientado en su carta orgánica a privilegiar la preservación del valor de la moneda por sobre otros objetivos de política económica– puede funcionar como equivalente funcional de una fijación o bien reforzar la credibilidad de un régimen cambiario más allá de su grado de fijación⁴.

⁴ Broz (2002) argumenta que la efectividad de las "tecnologías de compromisos" dependen del grado de transparencia institucional que tengan los regímenes de gobierno.

CUADRO 1
Escala de regímenes cambiarios

Categorías	Regímenes cambiarios	Dilemas del régimen cambiario
Firmemente fijados	Unión Monetaria	Mayor estabilidad cambiaria y mayor rigidez
	Caja de conversión	
Fijos pero ajustables	Fijo pero ajustable	
	Fijación reptante	
	Bandas	
Flotantes	Flotación administrado	Mayor autonomía monetaria y mayor flexibilidad
	Flotación libre	

Fuente: Corden (2000) y M. Hall (2005).

Si se inclinan por la “competitividad”, los gobiernos suelen utilizar un régimen de flotación cambiaria. En la flotación los compromisos sobre las metas monetarias desempeñan el rol que en la política cambiaria juega un régimen de fijación (Corden, 1990). Una gestión macroeconómica basada en metas reales puede permitir a los gobiernos ajustar el valor de la moneda y absorber *shocks* externos (Edwards y Levy Yeyati, 2005), y administrar el ingreso y la salida de capitales (Wise, 2000).

Si el tipo de cambio se convirtió con la apertura comercial y la movilidad del capital en un elemento de división distributiva –con efectos muy poderosos sobre los precios relativos–, es esperable que aumenten las presiones políticas de los distintos sectores económicos sobre la política macroeconómica en general y el tipo de cambio en particular⁵. Frieden (1996) ha observado que la existencia de controles de capital permitió a los gobiernos sustraer el conflicto distributivo sobre la política monetaria, pero su liberación fuerza a los gobiernos a confrontarse más directamente con la puja entre aquellos sectores cuya preferencia es la estabilidad del tipo de cambio y los que favorecen una autonomía monetaria (Broz y Frieden, 2001).

El modelo de preferencias societales sugiere diferenciar cuatro sectores económicos relevantes para la política cambiaria (Frieden, 1991). La hipótesis es que los productores locales que compiten con importaciones y los proveedores de servicios locales preferirán un régimen que mantenga la autonomía monetaria y cambiaria (flexible) porque percibirían mayores beneficios de la utilización de estas herramientas para

⁵ Los estudios de Rogowski (1987) sobre las políticas comerciales y Frieden (1991) sobre las instituciones monetarias y las políticas cambiarias se basan en la intuición de que el sostenimiento de un patrón de política depende del apoyo de amplios segmentos de la sociedad.

estabilizar la economía que los posibles costos asociados a la inestabilidad cambiaria que induce dicho régimen. El argumento se basa en que un alto grado de flexibilidad en ambas herramientas permite estimular la actividad económica a través de una expansión monetaria en momentos de recesión y producir devaluaciones nominales de la moneda para proteger a los transables de la competencia internacional. Los constreñimientos monetarios de un régimen de cambio fijo y la tendencia a la apreciación real podrían afectar negativamente la rentabilidad de estos sectores y, por tanto, cabría esperar que se opusieran a su implementación (Broz y Frieden, 2001).

Por otro lado, una mayor integración de las economías podría inducir un rol privilegiado de los sectores con exposición internacional (Blomberg, Frieden y Stein, 2001). Al igual que los productores que compiten con importaciones, los exportadores también se benefician con una suba de los precios relativos de los bienes transables, de manera que podrían compartir la preferencia por la autonomía monetaria. Pero la incertidumbre de los tipos de cambio flotantes podría desincentivar inversiones y reducir las posibilidades para una diversificación internacional del riesgo. De modo que los sectores comprometidos con contratos comerciales y financieros con el extranjero tienen incentivos para defender una tasa fija (Blomberg, Frieden y Stein, 2001). En tanto las transacciones bancarias y la dependencia de financiamiento externo tienden a crecer bajo un esquema de convergencia monetaria, M. Hall (2005), Hefeker (1997) y Mosley (2003b) sugieren que la influencia de los bancos y los mercados financieros podría explicar la persistencia de los gobiernos por mantener una fijación cambiaria. Pero además, los bancos y las empresas tendrán mucho interés en rechazar una devaluación para evitar un encarecimiento del endeudamiento en moneda extranjera contraído durante la etapa de financiamiento activo que suele inducir un tipo de cambio fijo (Hall, 2005).

Según explica Bearce (2003), si el objetivo de la convergencia monetaria facilita el libre movimiento del dinero, es esperable que los propietarios del capital sostengan

CUADRO 2
Preferencias de política cambiaria de grupos de interés

		Tipo de cambio real	
		<i>Más apreciado</i>	<i>Más depreciado</i>
Régimen cambiario	<i>Fijo</i>	Bancos y empresas financieras. Importadores Deudores	Exportadores (con coordinación salarial)
	<i>Flotante</i>	Productores de bienes no transables	Sectores manufactureros que compiten con importaciones. Exportadores (sin coordinación salarial)

Fuente: Frieden (1991) y Fernández Albertos (2007).

preferencias consistentes con este resultado de política. En contraste, los trabajadores están más orientados a la economía local que el capital móvil, de manera que deberían tener un interés fuerte en mantener la autonomía de la política monetaria.

En suma, para entender cómo se construyen las políticas de tipo de cambio es preciso conocer los probables apoyos y oposiciones a determinadas configuraciones de políticas cambiarias. Pero una explicación basada exclusivamente en los grupos económico sociales puede resultar muy útil para explicar el debilitamiento del apoyo a una determinada configuración de política económica pero, en tanto no incluye la configuración de las instituciones políticas y el desempeño del gobierno en tal proceso, su capacidad de observar la naturaleza y dinámica del proceso de cambio de la política económica es limitada.

b) Coyunturas críticas y preferencias dinámicas

La acumulación de inconsistencias macroeconómicas en el tiempo de los regímenes de cambio fijo –decisivamente las fiscales y de alineación cambiaria– suele debilitar la credibilidad del mecanismo cambiario y aumentar los costos de un ajuste posterior. El impacto de la presión que ejercen los mercados sobre el tipo de cambio ha llamado la atención sobre el modo en que durante una coyuntura crítica las preferencias de los actores domésticos se ven afectadas. Alesina y Drazen (1989) sostienen que los cambios en la política económica orientados a producir una estabilización suelen retrasarse porque los grupos con interés en influir sobre la política económica se resisten a pagar la carga de la estabilización⁶. La guerra de desgaste acaba cuando ciertos grupos abandonan la resistencia y permiten que sus oponentes políticos decidan la asignación de cargas. Las características de la economía y el grado de polarización política afectan el tiempo de retraso de la estabilización: a mayor conflictividad en la asignación de costos, mayor es el retraso. Una crisis económica suele debilitar a los defensores del *statu quo* (Krueger, 1993) y, en consecuencia, puede acelerar el desgaste de quienes resisten las reformas (Alesina y Drazen, 1989).

Walter (2008) ha mostrado cómo presiones severas sobre el precio de la moneda producen variaciones en las preferencias de los grupos domésticos. Individuos y empresas apoyan o se oponen a la depreciación de la moneda dependiendo de su grado de vulnerabilidad que varía a lo largo del tiempo de acuerdo con el impacto que tienen los resultados de la política económica en las expectativas de rentabilidad. Por tanto, sus preferencias se pueden ir modificando. La deducción de las preferencias de política pública de cada actor surge de la combinación de los efectos sobre las hojas de balance y sobre la competitividad que pueden compensarse o reforzarse entre sí. Tres elementos, según Walter, afectarían la vulnerabilidad de los actores: la relación entre competitividad y precios relativos, y el modo en que una eventual depreciación y el nivel de la tasa de interés afecta las hojas de balance.

c) El interés del gobierno y la política cambiaria

¿Cómo se comporta el gobierno ante los dilemas de la política cambiaria? La literatura que ha abordado las preferencias del gobierno sobre la política económica suele subsumirlas al objetivo de retener el gobierno (Garrett y Lange, 1996). La teoría del ciclo político-económico sostiene que existen fluctuaciones de la economía expli-

⁶ La guerra de desgaste predice que el *statu quo* cambia cuando la acumulación de costos a lo largo del tiempo fuerza a un grupo a ceder.

cadadas por el modo en que los políticos manipulan la política económica para conseguir su reelección (Nordhaus, 1989). Esta dinámica es referida en la literatura como un problema de inconsistencia temporal en tanto lo que resulta óptimo en el corto plazo, se vuelve subóptimo, visto desde una perspectiva de largo plazo (Alesina, Roubini y Cohen, 1997; Persson, Roland y Tabellini, 2000). La importancia que adquieren los efectos de la política cambiaria –la estabilidad monetaria, la capacidad de compra de la población, la rentabilidad de sectores económicos específicos, las tasas de interés, el nivel de precios– hace que los gobiernos puedan querer utilizarla para conseguir mejorar su imagen pública en momentos preelectorales (Drazen, 2000). Si bien al fijar la moneda a la de un país de baja inflación se anula la posibilidad de que el gobierno utilice la política monetaria de modo oportunista, Schamis y Way (2003) argumentan que, en tanto las estabilizaciones basadas en un ancla nominal conducen en el corto plazo a una apreciación del tipo de cambio real, una caída de la tasa de interés y un *boom* de consumo, los gobiernos pueden estar interesados en utilizarlas como recurso para ganar elecciones. Estudios empíricos han mostrado que, cualquiera sea el régimen cambiario, los gobiernos tienden a mantener monedas apreciadas antes de las elecciones privilegiando la preservación de la capacidad de compra de la población y postergando la depreciación hasta después de los comicios (Frieden, Ghezzi y Stein, 2000; Leblang y Bernhard, 2000). La política cambiaria puede ser afectada por ciclos electorales que podrían explicar el retraso en devaluaciones que luego aumentan los costos de las crisis cambiarias⁷ (Galvani, Heymann y Tommasi, 2003). El ciclo electoral podría moderarse allí donde el aislamiento del banco central le permite limitar las presiones políticas (Broz y Frieden, 2006).

Hay también autores que argumentan que las reglas electorales influyen en la elección del régimen cambiario: en los sistemas que prefiguran altos costos a la derrota electoral y un *timing* electoral exógeno, los gobiernos tienden a inclinarse por regímenes de cambio flexibles para mantener el instrumento monetario (Bernhard y Leblang, 1999). Inversamente, ante elecciones endógenas y bajos costos de derrota, los gobiernos tenderían a elegir la fijación cambiaria en espera de retener influencia aun cuando fueran relegados a la oposición.

Si bien hay razones fundadas para sugerir que retener el gobierno es el interés primario de los políticos, la simplificación de las preferencias de los actores subestimaría factores que pueden conducir a políticos con distintos recursos y posiciones ideológicas a asumir posiciones divergentes. Hibbs (1977) ha sugerido que los partidos de izquierda y derecha se comportan de manera distinta, dado que los primeros persiguen el apoyo de la clase trabajadora, que teme el desempleo, y por tanto los volvería más propensos a estimular la actividad económica al riesgo de una mayor inflación; y los de derecha reflejarían a través de sus políticas la aversión a la inflación de un electorado más acomodado y conservador. De modo que excluir del análisis la posibilidad de que los gobiernos tomen decisiones de política de acuerdo con la manera que pretenden organizar la economía, o la influencia de los intereses que sostienen la coalición de gobierno, limita la explicación del gobierno de la política económica (Bonvecchi, 2002). Los partidos políticos actúan como agentes de diferentes principales, de modo que para explicar las preferencias del gobierno sugieren examinar los vínculos entre distintos grupos económico-sociales (sectores o factores productivos) y los partidos políticos (Bearce, 2003).

⁷ Según Broz y Frieden (2006), esta es la causa de la crisis mexicana de 1994 y la argentina de 2001.

Pero, ¿qué le reportará mayores beneficios a un gobierno: ¿favorecer a un sector en particular cuyo concurso no es prescindible para sostener la coalición de gobierno o estimular un crecimiento que beneficie a la mayor cantidad de población? Cox, McCubbins y Sullivan (1984) han explicado que redistribuir la riqueza a favor de su electorado (o sus representados) suele predominar sobre un estímulo a la expansión de la torta social, de modo que jugar el juego distributivo tenderá a dominar la agenda de gobierno sobre las preocupaciones por el desempeño de la actividad económica. En tanto, las dificultades de perseguir lo que es bueno para toda la sociedad puede costarles perder el gobierno; para evitarlo, prefieren distribuir los beneficios a los grupos cuyo soporte los llevó al gobierno, aun cuando esta elección imponga costos al desempeño macroeconómico.

d) La capacidad de decisión política

El acceso a reservas, la política de tasas de interés o la regulación de los movimientos del capital puede resultar insuficiente si el gobierno no cuenta con una capacidad de decisión política que le permita tomar las decisiones necesarias para sostener un régimen cambiario o para decidir su reemplazo. La literatura politológica sugiere que los contextos de toma de decisión política afectan la gestión de los regímenes cambiarios. De modo tal que el grado de efectividad de la administración de un régimen de cambio fijo suele estar asociado a contextos de toma de decisión que promueven una alta flexibilidad al gobierno (Keefer y Stasavage, 2002; Edwards, 1999). Si un régimen cambiario requiere fuertes medidas de ajuste para mantener su consistencia a lo largo del tiempo, su eficacia mejora a medida que disminuyen los puntos de veto. Bonvecchi (2002) ha definido la flexibilidad del régimen como la capacidad institucional para disminuir o neutralizar los requisitos institucionales para los cambios de política. Esta capacidad se vincula a la existencia de previsiones legales o mecanismos organizacionales que permiten reducir el número de puntos de veto que debe atravesar una propuesta de cambio (Tsebelis, 1995).

Un análisis de la configuración de actores de veto puede contribuir a explicar si un gobierno tiene margen de maniobra para hacer los ajustes necesarios dentro de un régimen cambiario o si puede modificarlo. De manera que la sensibilidad del gobierno a un cambio en las preferencias societales estará inversamente correlacionada con el número de puntos de veto en un sistema político (Garrett y Lange, 1996). Bajo un ataque especulativo los procesos de negociación más arduos y costosos en recursos fiscales de los gobiernos divididos (Cox y McCubbins)⁸ aumentan la probabilidad de que los decisores sean menos exitosos en reunir los recursos políticos y económicos requeridos para defender la paridad cambiaria (Leblang y Bernhard, 2000). Además, la dificultad de implementar políticas de estabilización crece cuando ningún político individual tiene incentivos para asumir el costo del ajuste económico pero todos tienen que enfrentar a sus representados cuando se recortan sus fondos. En los federalismos, los constreñimientos al control del gobierno sobre la política fiscal que produce la multiplicación de actores de veto genera incentivos a que los gobiernos procuren retener la autonomía de la política monetaria, lo que significaría inclinarse por un régimen flexible (Hallerberg, 2002). A la inversa, si el partido en el Ejecutivo domina ambas cámaras legislativas, entonces es más probable que sea capaz de producir decisiones costosas.

⁸ La necesidad de lograr una coalición legislativa promueve el uso de rentas fiscales y por tanto aumenta la probabilidad de mayores desequilibrios fiscales (Cox y McCubbins).

Finalmente, Garret y Lange (1996) sostienen que las instituciones existentes pueden generar presiones poderosas para que los gobiernos persistan con políticas que son apoyadas por la constelación de intereses que inicialmente apoyaron su ascenso al gobierno, aun cuando el poder de estos actores ha declinado, e incluso si esto tiene consecuencias negativas sobre la evolución macroeconómica. Cuantos más grupos privilegiados forman la base de soporte institucionalizada de un gobierno, más fuertes serán los incentivos para que los gobiernos mantengan las políticas y los mecanismos institucionales que benefician estas bases de apoyo, incluso si su poder de mercado se está debilitando.

4. Un marco analítico para la explicación del cambio de política cambiaria

El planteo que presentamos a continuación incorpora varias de las contribuciones discutidas y pretende proveer un marco de análisis para explicar por qué cambia (y por qué no) la política cambiaria. Nuestro abordaje sostiene, primero, que los cambios de política cambiaria suelen estar asociados a coyunturas en las cuales el régimen cambiario enfrenta un desequilibrio dentro del contexto macroeconómico. Segundo, que la orientación de la política cambiaria es un atributo del gobierno, lo cual no supone que ella surja ni de una total autonomía de este ni de una completa dependencia de otros actores. El gobierno tiene la potestad para decidir el dispositivo institucional con el que se regula el valor de la moneda (*el régimen cambiario*); y del contenido de esa decisión se derivarán buena parte de las herramientas con las que podrá influir sobre el valor nominal (*el nivel del tipo de cambio nominal*), a través de intervenciones del Banco Central en el mercado de divisas y de dinero. Sin embargo, en economías abiertas el gobierno no puede determinar completamente el nivel del tipo de cambio real. La estrategia de política cambiaria supone un conjunto de decisiones cuya secuencia y orientación tiene al gobierno como protagonista, pero dependen de la interacción de actores con diferentes atributos institucionales, recursos económicos y grados de influencia sobre la decisión y sobre el objeto de la decisión (el régimen cambiario y el nivel de la moneda). Tercero, que los posibles resultados de la intervención del gobierno sobre ese desequilibrio son: una continuidad en el valor de la moneda –y del régimen cambiario, si se tratara de una fijación– o una devaluación, y eventualmente una modificación del régimen cambiario. En cuarto lugar, que los gobiernos construyen su orientación de política cambiaria a través de estrategias en contextos de desequilibrio cuya secuencia se desarrolla en dos pasos: la decisión de mantener o abandonar una orientación de política cambiaria, y, eventualmente, la decisión de optar por una nueva y estabilizarla.

Procuraremos mostrar que en la conformación de la estrategia de política cambiaria del gobierno se encuentra el mecanismo causal que las teorías económicas y de economía política sustraen al observador. Por estrategia de política cambiaria entendemos un conjunto de decisiones de un gobierno que persigue orientar el valor del tipo de cambio (variable dependiente). Esto supone tomar en cuenta las preferencias y recursos del gobierno y el grado en que la dinámica económica y los actores no gubernamentales influyen en las decisiones de política cambiaria (variables independientes). Con el fin de acotar el universo de cambios posibles y producir herramientas analíticas y algunas hipótesis aplicables a las últimas grandes crisis

económicas latinoamericanas⁹ presentamos un marco de análisis dirigido a captar los requerimientos para el cambio de un régimen de fijación cambiaria. Si el punto de partida es un régimen de cambio fijo, frente a un desequilibrio, un gobierno cuenta con tres opciones de política: mantener la fijación, aumentar la rigidez de la fijación o producir una flexibilización del régimen cambiario.

El marco analítico que presentamos se organiza de la siguiente manera. Primero presentamos diferentes contextos de decisión posibles sobre la orientación de la política cambiaria que puede enfrentar un gobierno (4.1). Luego definimos las variables que influyen en el comportamiento de los actores no gubernamentales que influyen sobre la orientación de la política cambiaria (4.2). Finalmente, seleccionamos las variables clave que afectan las decisiones del gobierno y presentamos los resultados posibles según los cruces de variables.

4.1 Los tiempos y las opciones en la decisión sobre la orientación de la política cambiaria

Para observar el comportamiento de los actores hay que dar cuenta del contexto en el que se mueven. Destacamos dos elementos que dan forma al contexto en el que actores no gubernamentales movilizan recursos y el gobierno debe tomar decisiones. El primero surge de la pregunta acerca de cuál es el momento del ciclo de la política cambiaria en que aumenta la probabilidad de que un gobierno utilice una estrategia de estabilización que implique variar la política cambiaria. Es decir, el grado de consistencia económica y política del tipo de cambio a lo largo del tiempo. El segundo elemento contextual lo brindan los impactos que producen sobre las opciones de los decisores las distintas dinámicas económicas que animan diferentes tipos de configuración de política cambiaria. Dicho de otro modo, los efectos típicos de los regímenes flexibles y fijos –sobre la producción, el empleo, la capacidad de consumo, el endeudamiento y los recursos fiscales– que definen las opciones disponibles de los gobiernos al momento de diseñar su estrategia de estabilización frente a coyunturas de desequilibrio.

i) La secuencia del tipo de cambio: equilibrio, desequilibrio y estabilización

Es posible distinguir analíticamente dentro de la dinámica económica que alientan distintas orientaciones de política cambiaria, una secuencia cíclica del tipo de cambio a lo largo del tiempo compuesta por tres momentos. Un primer período en que la configuración de política cambiaria es consistente con una evolución equilibrada de la macroeconomía. El equilibrio sucede cuando una determinada orientación de política cambiaria (fijación/convergencia monetaria vs. flexibilidad/autonomía monetaria) induce un comportamiento sostenible de las variables macroeconómicas, y los empresarios con interés e influencia sobre el precio de la moneda obtienen recursos de la actividad económica por encima de un umbral de rentabilidad a partir del cual es razonable que apoyen la política económica del gobierno (Equilibrio sin Compensaciones).

Un segundo tipo de equilibrio es el que surge de una configuración de política cambiaria que promueve variables macroeconómicas estabilizadas en combinación con un umbral de rentabilidad percibido como insuficiente por parte de uno o varios sectores organizados del sector privado con interés e influencia sobre el tipo de cambio. De modo que las objeciones a la política económica sólo pueden desalentarse

⁹ Para un estudio de la relación entre tipo de cambio y crisis en América Latina desde la década de 1970, véase Frenkel y Rapetti (2012).

a través de compensaciones que el gobierno distribuye selectivamente de acuerdo con dos elementos: su percepción sobre el impacto que las compensaciones podrían producir en la estabilidad macroeconómica y el poder de presión del agrupamiento privado que las demanda (Equilibrio con Compensaciones). Si bien en el momento de equilibrio del tipo de cambio un gobierno podría tener algún interés en alterar la política cambiaria (una flexibilización o un incremento de su rigidez), las probabilidades de que esto ocurra como respuesta a un desequilibrio son razonablemente superiores¹⁰.

Un momento de desequilibrio del tipo de cambio es aquel en que una o más variables macroeconómicas críticas de la economía se encuentran desestabilizadas (las cuentas externas y fiscales, la producción y el desempleo), actores del sector privado tienen incentivos a ejercer presión especulativa sobre el precio de la moneda y las compensaciones no consiguen neutralizar las objeciones a la política económica de uno o varios sectores de la producción con alto poder de influencia sobre la política cambiaria. La capacidad del gobierno para enfrentar un desequilibrio depende crucialmente de la relación entre el tipo de desequilibrio y los constreñimientos de cada régimen cambiario para enfrentarlo. En los regímenes flexibles de los países latinoamericanos los desequilibrios se originaban de modo recurrente en el impacto en el valor de la moneda y el nivel de precios de una expansión excesiva de la oferta monetaria. En el caso de los regímenes fijos, la relación entre el origen del desequilibrio (por contagio e interrupción súbita de flujos y fundamentos saludables o vía un deterioro progresivo previo de los fundamentos económicos) y la naturaleza de la fijación (los recursos que deja en manos de los decisores y el dispositivo de credibilidad que despliega para sostenerse) puede ser decisivo para saber el grado de éxito que podría tener un gobierno al enfrentar una coyuntura de desequilibrio sin modificar el régimen cambiario. El desequilibrio de una fijación cambiaria ocurre típicamente debido al impacto en el balance de pagos y en la producción del sector transable de un desalineamiento del tipo de cambio real cuya persistencia en el tiempo suele inducir la formación de expectativas de devaluación de la moneda y como efecto de ello una salida de capitales y la pérdida de reservas internacionales. Si bien en ambos regímenes una suba de la tasa de interés internacional o un incremento exógeno de la percepción del riesgo sobre países emergentes puede –sin necesidad de una desestabilización previa de los fundamentos económicos– inducir una salida de capitales, crear expectativas de devaluación y, en consecuencia, producir una presión severa sobre el valor de la moneda, la imposibilidad de devaluar dentro de una fijación cambiaria vuelve a estos regímenes especialmente sensibles a las interrupciones súbitas de los ingresos de capital.

La estabilización comienza en el momento en que el gobierno toma decisiones dirigidas a reequilibrar las variables que se han desestabilizado. Denominamos

¹⁰ Un gobierno podría tener interés en alterar la distribución del ingreso –fijando el tipo de cambio para incrementar la capacidad de consumo de la población– o podría estar interesado en recuperar herramientas macroeconómicas flexibilizando el régimen cambiario. Pero difícilmente en una situación de equilibrio tales deseos se impongan sobre los costos y la incertidumbre de cambiar. Primero, porque es improbable que un gobierno aliente un cambio que suponga el pasaje de una economía estabilizada con consenso de los sectores de la producción sobre el régimen cambiario por otro cuyo resultado carece de certidumbres. Segundo, porque un cambio de régimen entraña costos: la salida de un régimen de cambio fijo debe enfrentar la carga del descalce entre activos y pasivos que tal dispositivo institucional alienta, y la adopción de un régimen de cambio fijo implica restricciones costosas sobre la política monetaria.

CUADRO 3
Los momentos del ciclo del tipo de cambio

		Cantidad de sectores económicos con objeciones distributivas	
		+	-
Grado de consistencia macroeconómica	+	Equilibrio con compensaciones	Equilibrio sin compensaciones
	-	Desequilibrio con cambio	Desequilibrio prolongado

Fuente: Elaboración del autor.

estrategia de estabilización al conjunto de decisiones que constituyen un intento de reequilibrar las variables económicas y reducir las objeciones de los sectores económicos y sociales que perciben en el desequilibrio un daño a su rentabilidad. Un desequilibrio no significa que su superación implique forzosamente un cambio del régimen cambiario; por lo tanto, es posible distinguir dos tipos de estabilizaciones: manteniendo o cambiando el régimen cambiario.

Tanto en los regímenes flexibles como en los fijos el gobierno cuenta con herramientas para producir una estabilización sin salir del régimen cambiario. Bajo un régimen flexible, una reducción de la oferta monetaria podría reducir la inflación o un ajuste del nivel del tipo de cambio podría conjurar las fuentes de un desequilibrio externo. Si el cambio está fijado y el gobierno tiene constreñimientos cambiarios y monetarios, cuenta con opciones alternativas que pueden actuar como equivalentes funcionales: devaluaciones fiscales para ganar competitividad y préstamos (privados y de organismos internacionales) y ajustes fiscales para paliar déficits públicos, ganar credibilidad y neutralizar expectativas devaluatorias. Sin embargo, dentro de un régimen de cambio fijo el margen es más estrecho: la posibilidad de hacer política monetaria expansiva es muy limitada y un ajuste del precio de la moneda implica al mismo tiempo el abandono del régimen cambiario. Y si las políticas que podrían evitar un abandono de la fijación resultaran inefectivas y las fuentes del desalineamiento se mantuvieran, la situación de desequilibrio podría prolongarse hasta que los recursos para defender el valor de la moneda se agotasen. La estabilización con cambio del régimen cambiario sucede típicamente luego de intentos de estabilización fallidos dentro del régimen y supone un momento en que el gobierno decide abandonar el régimen y seleccionar uno nuevo.

En suma, la propensión del gobierno a variar la política cambiaria aumenta durante un período de desequilibrio del tipo de cambio, es decir, a medida que crecen las inconsistencias entre su configuración (fija o flexible), el comportamiento de los actores del sector privado y la evolución de las variables macroeconómicas.

ii) La dinámica de los regímenes cambiarios

Las configuraciones cambiarias generan diferentes condiciones económicas, sociales y políticas para la estabilización de un desequilibrio y, por tanto, contextos divergentes para las decisiones de política económica. Destacaremos cinco áreas de influencia extraídas de la literatura discutida en los primeros dos apartados: a) los sectores de la producción, b) el empleo, c) la capacidad de consumo de la población, d) los costos de salida, y e) las capacidades fiscales del estado.

a) Sectores productivos

Aun con distintos modos de administración de la flotación posibles –y con diferentes grados de “miedo a flotar” e intervenir sobre el equilibrio del mercado cambiario (Levy Yeyati y Sturzenegger, 2007)–, sostener un régimen flexible implica el dominio de la preferencia por la autonomía monetaria y un margen de maniobra para evitar apreciaciones y, según Broz y Frieden (2006), una inclinación a mantener el valor real de la moneda relativamente depreciado¹¹. La autonomía monetaria y la flexibilidad otorgan un espacio de acción al gobierno para ajustar el valor real de la moneda a objetivos de política económica (Frenkel y Rapetti, 2010). En contraste con las fijaciones cambiarias, esto ha permitido a los gobiernos utilizar el tipo de cambio para impulsar el sector transable y proteger a los sectores que compiten con importaciones¹².

Los exportadores podrían también beneficiarse de una orientación de la política cambiaria que mantiene depreciado el valor real de la moneda local, aunque tal beneficio podría compensarse en los rubros en que la incertidumbre por el precio disminuye la cantidad de las transacciones. Los productores de bienes no transables podrían igualmente verse beneficiados si el gobierno utilizara la autonomía monetaria para mantener el consumo estimulado o, al menos, para compensar la pérdida de capacidad de consumo de la población por efecto de la tendencia a la depreciación de la moneda. En contraste, esta combinación vulnera la rentabilidad de los sectores con deudas en moneda extranjera y típicamente disminuye el acceso a nuevo financiamiento internacional.

Como resultado de las altas tasas de interés y la progresiva apreciación cambiaria, la utilización del tipo de cambio como ancla nominal ha reducido la rentabilidad del sector transable (Frenkel y Rapetti, 2010). Por el contrario, una fijación cambiaria podría incentivar los negocios de los sectores que se benefician de la combinación de estabilidad nominal y apreciación real de la moneda. La estabilidad y la apreciación disminuyen el costo de financiamiento externo, de modo que puede esperarse que aumente el volumen de negocios de los sectores de intermediación financiera. Lo mismo ocurrirá con las empresas cuyo negocio dependa muy fuertemente del acceso al financiamiento. Dicha combinación puede beneficiar también a las empresas que utilizan una gran cantidad de insumos importados para producir. Por el contrario, la progresiva apreciación real provocada por las fijaciones tiende a vulnerar la rentabilidad de los sectores manufactureros que compiten con importaciones, y de los exportadores –en un contexto de ausencia de coordinación salarial.

b) El empleo

Acabada la fase inicial expansiva, las estabilizaciones via ancla nominal inducen una apreciación de la moneda (Kiguel y Liviatan, 1992), vulnerando la rentabilidad del sector transable, que previsiblemente impactará sobre el empleo¹³. Los constreñimientos sobre la política monetaria y cambiaria en un TCF limitan la capacidad de estímulo de la demanda agregada. El gobierno depende exclusivamente de la política

¹¹ Esto no significa establecer una relación determinista entre flexibilidad y un nivel real de la moneda depreciado sino la constatación de la existencia de un margen de maniobra que permite hacerlo en el marco de ciertas condiciones macroeconómicas (Frenkel y Rapetti 2010).

¹² Por consiguiente, en algunos rubros debería alentar la sustitución de importaciones.

¹³ La obligación de mantener los precios de los bienes transables alineados con los internacionales fuerza un disciplinamiento salarial.

fiscal –mayor gasto o menores impuestos– para incentivar la actividad económica y con ello mejorar el nivel de empleo. Frente a un shock real adverso y precios rígidos, el ajuste del tipo de cambio real es lento y costoso. Sin posibilidad de tocar el precio de la moneda y con fuertes constreñimientos monetarios, el ajuste del mercado de trabajo es una de las pocas variables susceptibles de conseguir mejoras de la competitividad, por tanto induce al gobierno a usarlo como objetivo para estimular la economía. En una fase recesiva del ciclo, la necesidad de conseguir fondos a bajo costo y mantener la credibilidad podría reforzar esta tendencia: la necesidad de recibir fondos de contingencia del FMI reducen las opciones del gobierno forzándolo a aceptar las políticas que este organismo suele considerar adecuadas para dar consistencia al tipo de cambio fijo: ajuste fiscal y flexibilidad del mercado de trabajo.

Bajo un régimen cambiario flexible el gobierno cuenta con herramientas contracíclicas –monetaria/cambiaria y fiscal– para estimular el empleo. La posibilidad de inducir realineamientos cambiarios le permite afectar la competitividad del sector transable y la capacidad de operar sobre la tasa de interés le otorga margen de estímulo a la actividad económica. El endeudamiento bajo este régimen suele ser menor en relación con el régimen fijo, pero el gobierno puede incurrir durante un tiempo razonable en déficits fiscales para estimular la demanda agregada.

c) La capacidad de consumo de la población

Las estabilizaciones por efecto de un ancla nominal inducen en su fase expansiva inicial una mayor capacidad de consumo por efecto de la estabilización de los precios. El régimen flexible induce una menor capacidad de consumo de la población por dos vías. Por un lado, la depreciación real de la moneda encarece las importaciones y, al proteger a los productos locales de la competencia, induce un aumento del nivel de precios. Por otro lado, en ausencia del anclaje que otorga la fijación cambiaria a los precios, la inflación es contingente a la credibilidad de la autoridad monetaria.

d) Los costos de salir

Las fijaciones cambiarias generan altos costos para salir del régimen por el camino de una devaluación. El mayor acceso al crédito en moneda extranjera aumenta la propensión al aumento de la deuda –pública y privada– y al descalce entre activos y pasivos (Armas, Ize y Levy Yeyati, 2006). Cuanto más se ha difundido la dolarización en el sistema financiero local, mayores son los costos asociados al “efecto hoja de balance” pública y privada. A ello deben sumarse los efectos de la devaluación contractiva asociados a una reducción de los ingresos reales de los asalariados cuya menor propensión al consumo afecta negativamente la demanda agregada (Díaz Alejandro, 1963; 1966). En contraste, la incertidumbre sobre el valor de la moneda que opera en los regímenes flexibles, limita los incentivos al financiamiento en moneda extranjera y, por tanto, reduce la propensión al descalce de activos y pasivos.

e) Las capacidades fiscales del estado

La capacidad para aumentar el gasto corriente depende de la recaudación tributaria y de la posibilidad de endeudarse. Sin autonomía monetaria no es posible financiar déficit con emisión y tampoco el gobierno puede utilizar la tasa de interés para estimular la economía y, de esa forma, recuperar recaudación. Tanto la recaudación como la posibilidad de endeudarse con el mercado son procíclicas. Pero hay dos fuentes posibles de crédito. 1) La posibilidad de endeudarse con el sector privado

es endógena a la tasa de interés internacional y a la expectativa del mercado sobre la capacidad de repago del estado. 2) La provisión de financiamiento de organismos internacionales de crédito depende de la aprobación de las políticas y metas por parte del FMI. Los organismos internacionales cuentan entre sus líneas de crédito con algunas específicamente contracíclicas. Sin embargo, si el TCF induce un mayor endeudamiento a lo largo del tiempo, mayor es la probabilidad de que durante una fase contractiva del ciclo el financiamiento sea absorbido por los intereses, limitando otros objetos de gasto local.

La autonomía monetaria permite en los regímenes flexibles utilizar la política monetaria para estimular la economía y, con ello, aumentar la recaudación fiscal y/o directamente financiar déficits estatales con emisión monetaria. Sin embargo, la teoría y la experiencia muestran que una regulación imprudente de este instrumento podría afectar el nivel de precios. El gasto público depende más del comportamiento de la recaudación fiscal y la posibilidad de acceder a financiamiento doméstico que del acceso a mercados internacionales. En relación con los regímenes de fijación, el gobierno cuenta con herramientas contracíclicas alternativas a la disposición de los organismos internacionales a otorgar financiamiento barato.

4.2 Los actores no gubernamentales con influencia sobre la política cambiaria

Hay tres tipos de actores no gubernamentales –previos y creados por la fijación cambiaria– cuyo interés y poder de influencia sobre el tipo de cambio y la política cambiaria sugiere incluirlos en una explicación de la variación de la política cambiaria. Dado que su orientación afecta el interés de estos actores, previsiblemente intentarán utilizar los recursos con los que cuentan para influir sobre ella. Si los programas de estabilización con régimen de cambio fijo crean sus propios grupos de apoyo (*constituencias*), para saber cuándo y cómo terminan las fijaciones hay que tomar en cuenta los intereses y los rasgos de estos grupos (Woodruff, 2005)¹⁴. A continuación presentamos sus comportamientos típicos en relación con la política cambiaria.

i) Empresarios del sector transable y no transable

De acuerdo con la literatura discutida en el primer apartado, puede sostenerse que las preferencias de política cambiaria de los empresarios bajo un régimen de fijación en desequilibrio dependen de dos variables¹⁵. La primera mide el impacto que produce la variación del tipo de cambio real en el sector productivo en el que se desenvuelven (transable o no transable). La rentabilidad de los exportadores y empresas que compiten con importaciones (transables) aumenta a medida que se incrementa la competitividad que induce el valor de la moneda local. De modo que la probabilidad de que prefieran mantener la fijación cambiaria decrece cuanto más se aprecia el tipo de cambio real (menor competitividad). En contraste, las preferencias de los empresarios del sector no transable son más controvertidas. Su volumen de negocios depende del nivel de la demanda agregada, que depende solo coyunturalmente del tipo de cambio. Pero si sus márgenes de rentabilidad están relacionados contractualmente con la moneda de fijación cambiaria, entonces podrían resistir una

¹⁴ Woodruff (2005) sugiere que los tiempos de salida dependen crucialmente de cuán líquidos sean los activos de estos grupos en moneda doméstica.

¹⁵ La definición de las preferencias de los empresarios supone que maximizan la rentabilidad de sus negocios.

salida del tipo de cambio fijo. La segunda variable sopesa la estructura de endeudamiento: cuanto más descalzada, se incrementan los costos de una devaluación de la moneda, por tanto, mayor es la probabilidad de que los empresarios con deudas en moneda extranjera e ingresos en moneda local rechacen un cambio de régimen que induzca una devaluación¹⁶.

En consecuencia, sometidos a una pérdida de competitividad por efecto de la apreciación cambiaria y el descalce financiero, los empresarios del sector transable presionarán al gobierno por compensaciones que moderen su pérdida de rentabilidad (p. ej. barreras arancelarias y devaluaciones fiscales) evitando una devaluación de la moneda que afecte irremediablemente sus hojas de balance. Pero de persistir los desequilibrios, aumentará su propensión a preferir una devaluación combinada con un “remedio” al costo del descalce, es decir, con una fuerte presión por compensaciones fiscales. Por el contrario, los beneficios de la apreciación y los enormes costos de una potencial flexibilización para el sector de bienes no transables promoverían la defensa del régimen por parte de este sector.

Ahora bien, ¿cuál es la capacidad de influencia de los empresarios para imponer sus preferencias sobre la política económica? La influencia puede variar de acuerdo con su diferente contribución al Producto Interno Bruto (Blomberg, Frieden y Stein, 2001) y al grado de cohesión y penetración estatal de la organización institucional que utilizan los diferentes sectores empresarios para trasladar al gobierno sus preferencias de política. En países con sistemas financieros basados intensamente en el crédito bancario, los bancos son motores críticos para la inversión y una crisis bancaria derivada de una devaluación puede paralizar la economía (Hall, 2005). De modo que un sector bancario activo tiene muchos incentivos para influenciar la política cambiaria¹⁷. En países donde los negocios descansan en otras fuentes de financiamiento, los bancos privados son más débiles y los gobiernos tienen, por tanto, menos resistencias para flexibilizar la política cambiaria.

Sin embargo, la preferencia de las asociaciones de empresarios por mantener el régimen cambiario fijo puede no ser consistente con la utilización que hacen de sus recursos. Pueden, por ejemplo, utilizar su influencia para mantener la fijación cambiaria –por temor al descalce de la flexibilización– y a la vez disminuir la consistencia de la fijación por los efectos indirectos sobre su sostenibilidad que las compensaciones que consiguen del gobierno producen (Broz y Frieden, 2001). Para los empresarios de bienes transables, el régimen de cambio fijo –que induce apreciación y potencial descalce crediticio– puede incentivar una utilización de recursos dirigida a evitar el abandono de la fijación (y con ello el desajuste de su estructura de deuda) y, al mismo tiempo, presionar fuertemente por compensaciones estatales –devaluaciones fiscales, barreras arancelarias, acceso a mercados cautivos– para moderar la pérdida de competitividad. Pero las compensaciones pueden aumentar los desequilibrios del régimen cambiario y debilitar su consistencia: las devaluaciones fiscales reducen los ingresos, y con ello la capacidad de repago estatal –afectando la credibilidad del régimen cambiario– y el margen de maniobra de la política económica para estabili-

¹⁶ La estructura de endeudamiento puede homologarse aquí también a la dinámica que imprime cada tipo de régimen cambiario, de modo que será más calzada si el punto de partida es un régimen flexible y más descalzada si se trata de un régimen de fijación cambiaria.

¹⁷ Hall (2005) sostiene que el sector bancario tiende a ser más concentrado en estos países, permitiendo a los banqueros organizarse fácilmente para defender sus intereses.

zar; y la provisión de mercados cautivos (en servicios) incrementa los problemas de competitividad de la producción local.

Dicha utilización de los recursos –inconsistente con la sostenibilidad del régimen– produce tres efectos relevantes para la estrategia del gobierno. a) Primero, aumenta la probabilidad de que el cambio suceda por efecto de la utilización de los recursos y no por una variación en las preferencias. Al debilitar los recursos fiscales y señalar problemas de competitividad, induce expectativas negativas sobre la sostenibilidad del régimen en el tiempo. Si el descalce potencial inhibe la demanda de flexibilización del régimen de los empresarios del sector transable, es razonable esperar que tal preferencia sólo se configure si el sector consigue la protección pública para paliar los costos del descalce. b) Segundo, incrementa la probabilidad de que el tiempo entre el comienzo del desequilibrio de la economía basada en el régimen de cambio fijo y el abandono del régimen sea largo y, por tanto, la acumulación de distorsiones y costos de cambiar sea pronunciada. Al obstaculizar el abandono de la fijación, los empresarios fuerzan al gobierno a desplazar el umbral de inconsistencias tolerable antes de preferir abandonarlo. c) Y finalmente, como consecuencia de ello, el tiempo transcurrido entre el comienzo de los desequilibrios y el abandono de facto del régimen cambiario –en el que se acumulan distorsiones– contribuye a explicar la precariedad de recursos del gobierno para pilotear una flexibilización del régimen. De modo que, a mayor lapso transcurrido, disminuyen las capacidades del gobierno para orientar la política cambiaria y aumenta la probabilidad de que el abandono del régimen se produzca en un contexto de enormes desequilibrios de los fundamentos y gran debilidad fiscal.

ii) Inversores financieros no residentes (hedge funds y fondos mutuales)

Los inversores financieros tienen fuertes incentivos para intentar intervenir en la estrategia de estabilización que selecciona un gobierno: el precio de la moneda influye decisivamente en la capacidad de repago de los deudores. Tanto la rentabilidad de los inversores orientados al rendimiento (fondos mutuales) como la de los orientados al valor/precio de los bonos (fondos de cobertura, *hedge funds*) depende de la capacidad de repago del emisor de la deuda (cuotas de interés y capital). Como abandonar el régimen de cambio fijo implica disminuir sensiblemente la capacidad de pago del deudor y aumentar el riesgo de suspensión de pagos, la probabilidad de que estos actores prefieran mantener la fijación es alta. Aun si se tratase de un país con potencial exportador y estancado en un fuerte desalineamiento cambiario, la visión cortoplacista de los inversores suele inhibir cualquier salida que aumente el riesgo de una suspensión de pagos. La incertidumbre posterior asociada a una devaluación tiende a orientar la primera preferencia de los inversores a ensayar una reestructuración de la deuda en la cual los costos son controlados (Blustein, 2005).

El poder de influencia de estos actores aumenta cuanto más dependiente es la consistencia macroeconómica de la entrada de fondos externos para financiar un desbalance de la cuenta corriente y el déficit fiscal. De modo que la tendencia de los regímenes de cambio fijo a incrementar la vulnerabilidad externa induciría un aumento del poder de sanción de los mercados financieros. La oferta de fondos suele variar de acuerdo con dos elementos: la tasa de interés internacional y la dinámica del contagio de crisis financieras que suponen una reducción de liquidez y un “vuelo de calidad” (Beattie, 2000). El mercado expresa el valor al que está dispuesto a otorgar financiamiento a través del precio de comercialización en el mercado secundario de los bonos emitidos por los distintos países, que se refleja diariamente en el índice de

riesgo país (el EMBI). La escasez de fondos para mercados emergentes y/o la percepción de un aumento del riesgo en la capacidad de repago vuelven más costoso el financiamiento (los oferentes acortan los plazos y aumentan las tasas). La necesidad de conseguir financiamiento al menor precio posible constriñe al gobierno a sujetarse a dicha evaluación, forzándolo a mostrar que sus cuentas fiscales mejorarán en el futuro y que desean y pueden mantener el valor del tipo de cambio a lo largo del tiempo. El precio al que el gobierno toma financiamiento es también un indicador de la capacidad de repago del estado (convalidar una tasa alta es muy probable que sea considerado un indicador de insolvencia futura). De manera que el modo en que ejercen su influencia podría provocar el efecto contrario al que buscan.

La dinámica a la que conduce la relación de gobiernos y mercados financieros ha sido sistematizada bajo el rótulo de “el juego de la confianza” (Krugman, 1998; Martínez y Santiso, 2003; Mosley, 2006): cuanto mayor es la necesidad de capitales para mantener la consistencia de un régimen económico –o evitar devaluar– se incrementa la propensión de los gobiernos a someter la gestión de los fundamentos económicos al mantenimiento de la confianza de los inversores financieros. Ganar la confianza de los inversores supone para el gobierno mostrar que podrá enfrentar sus compromisos de deuda. Para ello simplemente debe aumentar los ingresos fiscales (subiendo la presión impositiva) y recortar los gastos. El juego supone que de esta manera el gobierno envía una señal a los mercados sobre la sostenibilidad de su capacidad de repago cuyo efecto esperado es una baja de la prima de riesgo y, por tanto, una mayor disposición al financiamiento y una mayor confianza en la consistencia temporal del régimen cambiario. Sin embargo, también supone subsumir la competitividad a la credibilidad. En consecuencia, bajo una fijación firme del tipo de cambio, el juego de la confianza –es decir, las decisiones que induce el aumento del poder de sanción de los mercados financieros sobre el gobierno– no asegura su éxito. Si un ajuste fiscal fuera eficaz, su efectividad depende de la salud de las cuentas externas para las que el juego de la confianza puede alentar una dinámica de autoderrota (*self-defeating*). Un aumento de la presión impositiva y un recorte del gasto pueden señalar una reducción futura del déficit fiscal, pero su eficacia última depende de que los efectos de la recuperación de la confianza compensen la caída de la actividad que induce la salida de recursos y que el gobierno consiga cerrar el déficit de balanza comercial, ya sea por una baja endógena al ciclo de las importaciones o por un aumento de las exportaciones. Sin embargo, el ajuste recesivo puede reducir los recursos fiscales (aumentando la percepción de riesgo) y, bajo un régimen de cambio fijo, las herramientas estatales para reducir el riesgo de un colapso del balance de pagos suelen ser inconsistentes con las expectativas de los inversores: protección arancelaria y devaluaciones fiscales son interpretadas por los mercados financieros como un indicador que puede anticipar la intención del gobierno de mover el tipo de cambio (por tanto, aumentar la percepción del riesgo cambiario) y además pueden reforzar la caída de los ingresos fiscales (incrementando el riesgo de insolvencia). En suma, las medidas orientadas a mantener la credibilidad pueden ser insuficientes para restablecerla, y las complementarias pueden acabar dañándola. La efectividad de las decisiones que induce el “juego de la confianza” depende del grado de tensión entre problemas de credibilidad y de competitividad.

iii) Proveedores de ayuda financiera

El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) gestionan los fondos que la comunidad internacional y

regional destina a asistir países con dificultades financieras. Sin embargo, el FMI tiene a su cargo la condicionalidad macroeconómica y financiera de los países y cuenta con poder de veto sobre los desembolsos del BM y el BID. Entonces, para dar cuenta del papel de los organismos financieros multilaterales en la orientación de la política cambiaria, nos enfocaremos en las preferencias y el poder de influencia del FMI¹⁸.

A partir de la reforma del Acuerdo Constitutivo del FMI en 1978 el FMI carece de instrumentos legales para imponer a los países miembros su preferencia de régimen cambiario (IMF, 2006; IMF, 1992; Mussa, 2002)¹⁹. Sin embargo, dado que el mantenimiento de un régimen de cambio fijo en una situación de desequilibrio depende del acuerdo técnico y la provisión de financiamiento del FMI, la preferencia de este organismo sobre el mantenimiento o no del régimen cambiario es decisiva (Ganapolsky y Schmukler, 1998). Barría (2000) muestra que los gobiernos propondrán inicialmente una muy alta austeridad fiscal que el FMI convalidará con una carta de intención. Pero que grupos domésticos modificarán las medidas acordadas de modo que se incumplirán las metas y, con esos resultados, el FMI frenará los desembolsos²⁰. Sin embargo, si la gerencia técnica considera que las necesidades fiscales son producto de un problema de liquidez y no de solvencia y que un desbalance de cuenta corriente puede ser temporario, puede preferir mantener (e incluso ampliar) el financiamiento (OEI-FMI, 2004). En situaciones de normalidad, la dirección del organismo y los departamentos técnicos que de ella dependen, cuentan con altos grados de autonomía respecto del Directorio en el tratamiento de los programas. Pero en las crisis, el criterio político del directorio puede desviar al FMI de la estrategia dominante (Barría, 2000). Las preferencias en las crisis están moldeadas por una percepción del riesgo para los intereses privados y/o públicos internos de los gobiernos de los países del G-7²¹ –cuyos representantes dominan el directorio– consistente en el impacto de la interrupción de un acuerdo y/o la provisión de financiamiento. En tal caso, es posible un conflicto dentro del directorio que implique preferencias en competencia por relajar exigencias o suspender programas.

El FMI condiciona la provisión de fondos a bajo coste a la orientación de las políticas económicas del gobierno y a los resultados que producen (a través de acuerdos y revisiones periódicas). Dichas condiciones suelen suponer la evaluación de dos elementos de los resultados de política de los países miembros: en primer término, la sostenibilidad fiscal (el medio preferido por el FMI para conseguirlo es un ajuste de las cuentas públicas) y, en segundo lugar, la liberalización de los mercados monetarios, financieros y comerciales. De modo que a mayor necesidad de ayuda fiscal y financiera, mayor es el poder de influencia del FMI. Tanto los compromisos que los países asumen con el FMI como el monto de la ayuda financiera pueden desalentar ataques especulativos sobre la moneda local (Dreher y Walter, 2008). Sin embargo, mantener el financiamiento puede resultar infructuoso para evitar una reestructuración de la deuda –y sólo permitir

¹⁸ Las condicionalidades durante la década de 1990 distinguían entre condicionalidades macroeconómicas y financieras (controlados por FMI) y estructurales –reforma económica e institucional– (controladas por el Banco Mundial y el BID) (Loser 2007).

¹⁹ Para un detalle de los principios y procedimientos sobre el régimen cambiario, véase IMF (2006).

²⁰ La secuencia del juego que propone Barría es la siguiente: $S^* = \{Alta\ austeridad, Aceptación, modificación, Interrupción\}$

²¹ Durante buena parte de las últimas décadas los países del G-7 fueron los mayores aportantes a economías emergentes a través de los organismos multilaterales: Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá.

que algunos inversores consigan cambiar sus activos a moneda extranjera antes de la devaluación– y además, aumentar el riesgo moral configurando la expectativa de que el FMI asegure las inversiones de alto riesgo (Roubini y Setser, 2004).

4.3 El gobierno de la política cambiaria y las estrategias de estabilización en desequilibrio

La variación en la orientación de la estrategia de estabilización en desequilibrio del gobierno depende de la combinación de las preferencias y del poder de maniobra con que cuenta. Nuestra propuesta analítica sugiere que las preferencias del gobierno varían de acuerdo a tres variables:

i) La magnitud del descalce del endeudamiento público y privado

Un gobierno bajo una fijación cambiaria enfrenta dos tipos de riesgos derivados de una potencial devaluación. Por un lado, el riesgo de quebrantos en el sector privado destruiría riqueza y, por lo tanto, podría inicialmente profundizar la caída de la actividad. Por otro lado, si existiera una propensión al déficit fiscal y el endeudamiento público, el descalce –préstamos en moneda extranjera y recaudación en moneda local– crecería a lo largo del tiempo. Como el tamaño de la deuda descalzada es proporcional al riesgo de una suspensión de pagos, la probabilidad de que el gobierno resista el abandono del régimen de cambio fijo aumenta cuanto mayor sea el descalce de activos públicos y privados.

ii) La composición social de la coalición electoral que sostiene al presidente

Un gobierno democrático procurará razonablemente modificar una política cambiaria cuyos efectos vulneran las preferencias de sus votantes. Esto supone que la preferencia del gobierno en política cambiaria es sensible a la naturaleza de la coalición electoral que lo sostiene. Si un cambio de gobierno implicara una variación de la composición de la coalición electoral sobre la que se apoya, esta podría producir una transformación de las preferencias de política cambiaria del gobierno²². Para conocer las variaciones posibles definimos tres tipos de coaliciones electorales cuyas composiciones reflejan tres combinaciones de dos sectores sociales según el nivel de ingresos (altos, medios y bajos)²³. Asumimos que bajo un contexto de desestabilización macroeconómica de un tipo de cambio fijo (subida de las tasas de interés, caída de la producción y aumento del desempleo) estas tres coaliciones ordenan de modo distinto las siguientes preferencias de resultados potenciales de la política cambiaria: más *trabajo*, más *gasto social*, más *capacidad de consumo*.

Enfrentado con la dinámica de ajuste recesivo que induce una fijación cambiaria en desequilibrio –con fuerte impacto en el empleo y la pobreza– un gobierno sostenido sobre un *núcleo coalicional de sectores bajos y medios* (BM) incrementará su propensión a flexibilizar el régimen cambiario para recuperar herramientas de estímulo a la economía. La dependencia de un modo predominante del ingreso laboral o de la protección social por parte de una coalición semejante produce una fuerte intolerancia al desempleo y a la pérdida de capacidades fiscales, lo cual alentará

²² Existe la posibilidad de que un gobierno intente cambiar su coalición electoral mientras gobierna. Esto podría reflejarse en elecciones posteriores a las que fue elegido y en encuestas de opinión pública.

²³ Es razonable suponer que un partido sería incapaz de conseguir el apoyo electoral necesario para acceder al gobierno sin contar con al menos dos sectores sociales dentro de su coalición.

a las elites gubernamentales que los representan a preferir políticas orientadas a la recuperación del trabajo y la preservación del gasto social sobre la capacidad de consumo. Durante una fase expansiva de la actividad, sin embargo, tal configuración coalicional podría orientar la preferencia del gobierno hacia la preservación de la capacidad de consumo que el régimen de fijación otorga. La fijación mantiene bajos los precios de los bienes transables –los más consumidos por los sectores de ingresos bajos– y, al mismo tiempo, permite a los sectores medios expandir su capacidad de consumo a bienes importados. Al menos tres elementos reducen la propensión del gobierno a flexibilizar el régimen cambiario: cuando el tamaño de los votantes de ingresos medios dentro de la coalición es sensiblemente mayor al de los bajos –de modo que predominaría en segundo orden la *capacidad de consumo* sobre el *gasto social*–; cuando la desocupación no es lo suficientemente elevada como para movilizar la demanda de los sectores medios; y cuando una parte significativa de la coalición ha recibido créditos en moneda extranjera. En consecuencia, el orden de preferencias resultante de una coalición de ingresos medios y bajos sería: 1) trabajo, 2) gasto social, 3) capacidad de consumo (donde 2 y 3 se intercambian según el tamaño de cada sector en la coalición).

Un gobierno sostenido sobre una *coalición de sectores medios y altos (MA)* es indicativa del predominio de trabajadores calificados cuya estabilidad laboral está relativamente protegida de los ciclos económicos o bien sus rentas trascienden su ingreso laboral. Si el gobierno estuviera apoyado sobre una coalición electoral cuya naturaleza lo indujera a preservar o aumentar la capacidad de consumo (por el impacto del valor de la moneda en el salario real y en la capacidad de acceder a bienes importados), sería esperable que intentase mantener las fuentes de apreciación cambiaria, manteniendo la fijación. En una fase de desequilibrio macroeconómico podría esperarse un umbral mucho más alto de intolerancia al desempleo y la pérdida de capacidades fiscales que el de la coalición BM. Por tanto, tenderían a privilegiar: en primer término, 1) la preservación de la capacidad de consumo; luego, 2) el trabajo; y finalmente, 3) el gasto social. El gobierno será más tolerable al aumento del desempleo y se incrementará la propensión del presidente a sostener la capacidad de consumo de la población. Cuanto más dominante es la preferencia por la capacidad de consumo de una coalición electoral, menor es la probabilidad de que el gobierno asuma el riesgo de buscar una flexibilización de la política cambiaria.

En cambio, una composición coalicional que combina sectores de ingresos bajos y altos induce una preferencia del gobierno orientada a mantener la fijación mientras cuente con recursos fiscales suficientes para satisfacer las demandas de gasto social. De esa manera, lograría conciliar la preferencia dominante de los sectores altos –preservar la capacidad de consumo– y la de los sectores de bajos ingresos –la protección social pública²⁴–. El resultado de BA sería el siguiente: 1) capacidad de consumo, 2) gasto social, 3) trabajo (donde 2 y 3 se intercambian dependiendo de si el sector de ingresos bajos tiene predominio de activación política vía sindicatos o clientelas territoriales)

El resultado de la combinación de ambas variables sugiere que bajo una fijación cambiaria en que previsiblemente un abandono del régimen implicará un aumento muy considerable de las cargas de la deuda pública y privada, la disposición del

²⁴ Podría argumentarse, sin embargo, que este tipo de coalición solo es posible si los sectores bajos se encuentran intensamente identificados con el partido que articula la coalición de gobierno.

CUADRO 4
Preferencia de política cambiaria del gobierno en desequilibrio

		Naturaleza de su coalición electoral		
		Sectores de bajos ingresos + Sectores de ingresos medios	Sectores medios + Sectores de altos ingresos	Sectores altos + Sectores bajos
Estructura de la deuda	Más descalzada	Flexibilidad	Fijación	Fijación
	Más calzada	Flexibilidad	Fijación/Flex. c/ Conv. monetaria	Fijación/Flex. c/ Conv. monetaria

Fuente: Elaboración del autor.

gobierno a enfrentar los costos de flexibilizar el régimen cambiario aumenta cuanto más sensible a la caída del producto e intolerante al desempleo es la coalición electoral que lo sostiene. Es decir, si estuviera conformada por una combinación de sectores de ingresos bajos y medios (BM). Un gobierno sostenido por sectores que privilegian la capacidad de consumo (MA y BA) defenderá la fijación hasta sus últimas consecuencias (aumentando la rigidez del régimen). Si el descalce fuera moderado y el desequilibrio insostenible podría ensayar una secuencia de devaluación con una nueva fijación inmediata, una dolarización o una flexibilización orientada a la convergencia monetaria.

iii) Timing electoral

Finalmente, la tercera variable que puede afectar las preferencias de política cambiaria de los gobiernos en desequilibrio es la distancia al siguiente acto electoral de la coyuntura crítica que debe enfrentar el gobierno. Siguiendo los argumentos de Drazen (2000) y Schamis y Way (2003) es posible sostener que, a mayor cercanía de la siguiente contienda electoral, los incentivos de un gobierno para eludir una devaluación –que podría vulnerar la capacidad de consumo de los votantes– y optar por una estabilización dentro de los márgenes de la fijación cambiaria, se incrementan. Esto supone que para un gobierno es políticamente menos costoso corregir desajustes económicamente altos para la población cuando no hay un examen electoral en el corto plazo.

4.4 Poder de maniobra del gobierno

El poder de maniobra del gobierno revela la medida en que puede perseguir sus preferencias, de modo que tiene un papel determinante en la selección que hace un gobierno de su estrategia de estabilización. Sostendremos que el poder de maniobra es función de: 1) los recursos económicos estatales y 2) los recursos políticos del presidente.

1) Por recursos económicos entendemos la disponibilidad de recursos fiscales y de reservas internacionales. Al no poder financiar el déficit con emisión, la posibilidad de mantener la credibilidad del tipo de cambio fijo está sujeta a la capacidad del gobierno de mantener la solvencia fiscal intertemporal. De modo que el mantenimiento de la credibilidad del régimen de cambio fijo es incompatible con un aumento persistente del déficit fiscal. Las fuentes de recursos fiscales son: la recaudación impositiva (que depende de la estructura impositiva y el nivel de actividad), el endeudamiento

con el mercado (a través de la emisión de bonos), el endeudamiento con organismos internacionales de crédito (a través de diferentes tipos de acuerdos), la venta de acciones de empresas estatales, y finalmente, el recorte de gastos. El segundo recurso económico decisivo son las reservas internacionales. Si el gobierno sostiene la credibilidad de la estabilidad cambiaria en el respaldo de la base monetaria con reservas, una disminución de las reservas implica o una disminución de la base monetaria (que induce una suba de la tasa de interés y con ello una contracción de la actividad) o un abandono de la fijación cambiaria (devaluación). En contextos de incertidumbre, para mantener un nivel de reservas consistente con el sostenimiento de la paridad cambiaria, el Banco Central suele aumentar la tasa de interés con el objeto de moderar la salida de capitales. La probabilidad de mantener el valor de la moneda dependerá de que los costos de la defensa –destinar reservas internacionales para estabilizar el valor de la moneda y/o incrementar la tasa de interés– no sean mayores a los de una potencial devaluación –cantidad de pasivos descalzados en moneda extranjera, impacto sobre el nivel de precios y sobre la actividad económica– o la propia defensa consumiera los recursos para continuar con ella, por efecto de la pérdida de reservas y/o de la parálisis de la actividad económica. A mayor cantidad de reservas internacionales y a mayor capacidad de sostener tasas de interés altas –en un nivel que neutralice la salida de capitales– es más alta la probabilidad de que la defensa de la fijación resulte efectiva. Puede afirmarse, entonces, que cuanto menores son los recursos económicos del gobierno, mayor es la posibilidad de abandonar un régimen de fijación cambiaria.

2) Los recursos políticos del gobierno nos permiten saber en qué medida el gobierno puede o no introducir un nuevo régimen cambiario. Para saber cuántos recursos son necesarios para producir cambios, la naturaleza jurídica del régimen cambiario podría ser decisiva. Si el precio de la moneda ha sido fijado por una decisión administrativa del Banco Central, el único obstáculo a la preferencia del gobierno dependería del grado de autonomía del Banco Central. Cuanto más independiente del gobierno es el Banco Central, mayores serán los recursos necesarios para abandonar el régimen cambiario. Al no entrañar costos jurídicos, ni necesitar formar una coalición para abandonarlo, un contexto institucional de baja independencia del Banco Central permitiría al gobierno inducir la variación de régimen cambiario sin pagar los costos por decidir abandonarlo y, en consecuencia, contaría con mayor fortaleza para enfrentar el valle de transición posterior al abandono. Si la fijación cambiaria se ha establecido por ley, su credibilidad es mayor porque el gobierno para abandonarla debe atravesar una mayor cantidad de puntos de veto. En una caja de conversión la ley suele forzar al Banco Central a respaldar la base monetaria convertible con reservas. Para abandonar este tipo de fijaciones es preciso aprobar una nueva ley que modifique el régimen cambiario vigente, lo cual implicaría sortear al menos dos posibles vetos institucionales: el del legislativo y el control constitucional.

Consecuentemente, dos recursos son determinantes para saber si el gobierno está en condiciones de producir un cambio de régimen. En primer lugar, el grado de apoyo legislativo del gobierno nos permite conocer su capacidad para abandonar el régimen cambiario y seleccionar otro y mantenerlo mientras dure la estabilización²⁵. En segundo lugar, la popularidad del gobierno ante la opinión pública nos permite

²⁵ Unos indicadores posibles para medirlo son el tamaño de la coalición de apoyo legislativa (ratio de legisladores propios sobre el total) y la tasa de aprobación legislativa.

CUADRO 5
La influencia de los recursos en la estrategia del gobierno
bajo un régimen de cambio fijo

		Capacidad de decisión política	
		+	-
Recursos económicos	+	Fijación	Fijación
	-	Flexibilidad / Fijación	Fijación

Fuente: Elaboración del autor.

captar la capacidad de la presidencia para atravesar probables resistencias de su coalición legislativa o de ampliar los apoyos de una coalición minoritaria ante una decisión excepcionalmente costosa. Como la decisión de abandonar y seleccionar un nuevo régimen cambiario implica una estabilización en la que, ineludiblemente, se distribuirán los costos del cambio, la popularidad del gobierno podría indicarnos el grado en que puede afrontar un “valle de transición”²⁶.

El cuadro 5 muestra el cruce de las dos variables asociadas al poder de maniobra del gobierno. Un gobierno que enfrenta una situación de desequilibrio con recursos económicos abundantes y alta capacidad de decisión política (cuadrante NO) podrá o bien utilizar los recursos fiscales, el respaldo monetario y el margen de maniobra político para ensayar una estabilización dentro del régimen de fijación cambiaria o utilizar sus capacidades políticas para dar un giro a la política cambiaria y aplicar los recursos económicos a paliar los costos del cambio. La opción del gobierno dependerá de la evaluación que haga de los recursos económicos disponibles vs. los costos económicos y políticos del cambio. Como estos últimos son en el corto plazo previsiblemente negativos e inciertos, la estrategia dominante del gobierno sería utilizar los recursos económicos para ensayar una estabilización sin cambio. Si los recursos económicos disminuyen y la capacidad de decisión política es alta (cuadrante SO), el gobierno podrá utilizar esta última para ofrecer un compromiso creíble con un proveedor de ayuda financiera externa. De modo que la posibilidad de mantener la fijación sin recursos económicos depende de la cooperación de un actor externo. El concurso de este actor se vuelve mucho menos prescindible si el gobierno además de contar con pocos recursos económicos carece de capacidad de decisión política (cuadrante SE): su dilema se reduce a converger con los organismos multilaterales o abandonar el gobierno. Finalmente, si contara con recursos económicos apreciables pero tuviera un grado de capacidad política insuficiente para cambiar el régimen cambiario podría utilizar el respaldo monetario y devaluaciones fiscales para mantener la sostenibilidad de la fijación (cuadrante NE).

En suma, la paradoja de la orientación de la estrategia del gobierno que subyace a estas combinaciones es que cuando el gobierno necesita los recursos para cambiar muy probablemente no los posea, y cuando los tenga muy probablemente

²⁶ Se podrían utilizar como indicadores la aprobación presidencial y la aprobación de la política económica.

CUADRO 6
La estrategia del gobierno dentro de un régimen de cambio fijo

		Naturaleza de su coalición electoral		
		<i>BM</i>	<i>MA</i>	<i>AB</i>
Poder de maniobra	<i>+económicos / + políticos</i>	Flexibilidad (1)	Fijación	Fijación
	<i>+económicos / - políticos</i>	Fijación	Fijación	Fijación
	<i>-económicos / + políticos</i>	Flexibilidad (2)	Fijación	Fijación
	<i>- económicos / - políticos</i>	Fijación	Fijación	Fijación
	<i>0 económicos / + políticos</i>	Flexibilidad (3)	Fijación	Fijación
	<i>0 económicos / - políticos</i>	Fijación	Fijación	Fijación

+ económicos: de mediano a muchos recursos económicos / **- económicos:** de mediano a pocos recursos económicos / **0 económicos:** sin recursos fiscales y monetarios / **+ políticos:** de mediano a muchos recursos políticos / **- políticos:** de mediano a pocos recursos políticos

Fuente: Elaboración del autor.

no los necesite. Como se observa en el cuadro 4, dados los costos extremadamente altos para flexibilizar el régimen cambiario, el gobierno sólo estaría dispuesto a enfrentarlos si su coalición electoral estuviera conformada por sectores de ingresos bajos y medios. Pero, como se observa en el cuadro 6, al incluir el peso de los recursos en la decisión sobre la estrategia de estabilización, el resultado podría variar (Columna BM).

La naturaleza de la coalición electoral es dominante sobre los recursos y, por consiguiente, aumenta la propensión del gobierno a seguir una estrategia de cambio en tres casos: 1) Si el gobierno tuviera recursos económicos suficientes para mantener, y políticos suficientes para cambiar (podría utilizar el margen político para cambiar y los recursos económicos para afrontar los costos del cambio). 2) Si el gobierno careciera de recursos fiscales y de reservas monetarias para mantener el régimen, pero contara con poder suficiente para cambiar el régimen, podría aprovechar su poder político para cambiar y para descargar los costos en otros actores. 3) Lo mismo sucede si el gobierno contase con recursos políticos suficientes para cambiar y careciera de recursos económicos suficientes para paliar los costos del cambio: aumenta la disposición a salir, flexibilizar y repartir los costos en otros actores.

En cambio, si existieran recursos económicos para mantener y algunos recursos políticos pero no tantos como para introducir cambios la propensión del gobierno a utilizar esos recursos para estabilizar la economía postergando la flexibilización se incrementan. Lo mismo ocurre si el gobierno contara con pocos recursos económicos, pero suficientes aún para mantener y un margen de maniobra político insuficiente para cambiar. Finalmente, si el gobierno no tuviera recursos económicos para mantener ni políticos suficientes para cambiar su única alternativa sería esperar un golpe de suerte o abandonar el gobierno.

5. Conclusiones

En este trabajo se ha intentado responder al interrogante sobre el modo de investigar los determinantes políticos del cambio de la política cambiaria. La discusión de la literatura mostró que si los enfoques económicos sustraen al observador del rol clave de las instituciones y los actores, los modelos de economía política y ciencia política se ocupan de ellos pero, en su mayoría, de un modo estático. Con lo cual, su capacidad explicativa es limitada tanto para dar cuenta del interjuego entre actores, instituciones y ventanas de oportunidad, como para explicar el modo en que los actores producen recursos que modifican su propia capacidad de decisión política y, en consecuencia, consiguen resultados de política consistentes con ese cambio.

El marco analítico que presentamos está centrado en la interacción entre las preferencias y el poder de maniobra del gobierno y las de los actores con influencia en la política cambiaria. Y sugiere que la propensión de un gobierno a flexibilizar la orientación de una política cambiaria basada en un tipo de cambio fijo, se incrementa: a) a medida que crece la proporción de sectores de ingresos bajos y medios dentro de la coalición electoral que lo sostiene; b) cuanto menor es el descalce de la estructura de endeudamiento pública y privada; y c) cuanto mayor es la distancia entre la intervención del gobierno y la siguiente contienda electoral; d) cuanto mayor es la influencia de los sectores transables en el gobierno en relación con los no transables y los inversores financieros internacionales; y e) a medida que crece su poder de maniobra político y carece de recursos económicos.

BIBLIOGRAFÍA

- ALESINA, A. y DRAZEN, A. (1989): «Why are Stabilizations Delayed?» *NBER Working Paper*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246871.
- ALESINA, A., ROUBINI, N. y COHEN G. (1997): *Political Cycles and the Macroeconomy*. MIT Press.
- ARMAS, A., IZE, A. y LEVY YEYATI, E. (2006): «Dolarización financiera». *FMI y Banco Central de la Reserva de Perú*.
- BARRÍA, L. A. (2000): *Negotiating economic stabilization measures: the two-level debt game*. University of Missouri-Columbia.
- BEARCE, D. H. (2003): «Societal Preferences, Partisan Agents, and Monetary Policy Outcomes». *International Organization* 57 (02): 373-410. doi:10.1017/S0020818303572058.
- BEATTIE, J. (2000): «Contagion in Latin America: An analysis of credit derivatives». *Duke University*.
- Bernhard, W. y Leblang, D. (1999): «Democratic Institutions and Exchange-Rate Commitments». *International Organization* 53 (01): 71-97. doi:10.1162/002081899550814.
- BLOMBERG, S., FRIEDEN, J. y STEIN, E. (2001): «Sustaining Fixed Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America». Working Paper 2001-06. Wellesley College. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=283432.
- BLUSTEIN, P. (2005): *And The Money Kept Rolling In (And Out): Wall Street, The IMF, and The Bankrupting of Argentina*. Public Affairs.
- BONVECCHI, A. (2002): «Estrategia de supervivencia y disuasión. Los procesos políticos de la política económica después de las reformas estructurales». En *El derrumbe político en el ocaso de la convertibilidad*, editado por M. Novaro, 107-194. Buenos Aires: Norma.
- BROZ, J. (2002): «Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes». *International Organization* 56 (04): 861-887. doi:10.1162/002081802760403801.
- BROZ, J. y FRIEDEN, J. (2001): «The political economy of international monetary relations». *Annual Review of Political Science* 4 (1): 317-343.
- BROZ, J. y FRIEDEN, J. (2006): «The Political Economy of Exchange Rates». En *The Oxford Handbook of Political Economy*, editado por Barry R. Weingast y Donald A. Wittman. Oxford University Press.
- CALVO, G. (1998): «Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops». *Journal of Applied Economics* 1 (1): 35-54.
- CALVO, G. y VÉGH, C. (1994): «Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework». En *Advances in Econometrics: Sixth World Congress*, 2:377-420. Cambridge University Press.
- COHEN, B. J. (1996): «Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance». *World Politics* 48: 268-296.
- CORDEN, W. M. (1990): «Exchange Rate Policy in Developing Countries». Working Papers WPS 412. Policy, Research, and External Affairs. Washington: World Bank.
- CORDEN, W. M. (2000): «Exchange Rate Regimes and Policies: An Overview». En *Exchange Rate Politics in Latin America*, editado por C. Wise y R. Roett. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- COX, G. W. y McCUBBINS, M. (1997): «Political Structure and Economic Policy: The Institutional Determinants of Policy Outcomes». *SSRN eLibrary*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1009999.
- COX, G. W., McCUBBINS, M. D. y SULLIVAN, T. (1984): «Policy choice as an electoral investment». *Social Choice and Welfare* 1 (3): 231-242.
- DIAZ ALEJANDRO, C. (1963): «A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect». *Journal of Political Economy* 71 (6): 577-580.
- DIAZ ALEJANDRO, C. (1966): «Exchange Rate Devaluation in a Semi-Industrialized Country: The Experience of Argentina, 1955-1961». MIT Press Books. The MIT Press. <http://ideas.repec.org/b/mtp/titles/0262511495.html>.
- DRAZEN, A. (2000): *Political economy in macroeconomics*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- DREHER, A., y WALTER, S. (2008): «Does the IMF Help or Hurt? The Effect of IMF Programs on the Likelihood and Outcome of Currency \dots». *KOF Working Papers/KOF Swiss Economic Institute, ETH Zurich* (186). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081625.
- EDWARDS, S. (1999): «The choice of exchange rate regime in developing and middle income countries». En *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE volume 7)*, 9-28. University of Chicago Press. <http://www.nber.org/chapters/c8613.pdf>.

- EDWARDS, S. y LEVY YEYATI, E. (2005): «Flexible exchange rates as shock absorbers». *European Economic Review* 49 (8): 2079-2105.
- EICHENGREEN, B. J. (1994): *International Monetary Arrangements for the 21st Century*.
- EICHENGREEN, B. J., ROSE, A. K. y WYLOSZ, C. (1995): «Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks». *Economic Policy* 10 (21): 249-312.
- FRANKEL, J. (1999): «No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times». *NBER Working Paper*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=196008.
- FRENKEL, R. y RAPETTI, M. (2010): «A concise history of exchange rate regimes in Latin America». UMASS, Amherst. Economics Department Working Paper Series.
- FRENKEL, R. y RAPETTI, M. (2012): «Exchange rate regimes in the major Latin American countries since the 1950s: lessons from history». *Revista de Historia Económica* 30 (1): 157.
- FRIEDEN, J. (1991): «Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance». *International Organization* 45 (4): 425-451.
- FRIEDEN, J., GHEZZI, P. y STEIN, E. (2000): «Politics and exchange rates: a cross-country approach to Latin America». *Inter-American Development Bank Working Paper* (#R-421).
- FRIEDEN, J., y ROGOWSKI, R. (1996): «The Impact of the International Economy on National Policies: An Analytical Overview». *Internationalization and Domestic Politics*.
- GALIANI, S., HEYMANN, D. y TOMMASI, M. (2003): «Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad». *Desarrollo Económico* 43 (169) (abril): 3. doi:10.2307/3455913.
- GANAPOLSKY, E. y SCHMUKLER, S. (1998). «Crisis Management in Argentina during the 1994-95 Mexican Crisis: How Did Markets React?» *World Bank Policy Research Working Paper* (1951). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=161348.
- GARRETT, G., y LANGE, P. (1996): «Internationalization, Institutions, and Political Change». *Internationalization and Domestic Politics*.
- HALL, M. (2005): *Exchange Rate Crises in Developing Countries: The Political Role of the Banking Sector*. Ashgate Publishing, Ltd.
- HALLERBERG, M. (2002): «Veto Players and the Choice of Monetary Institutions». *International Organization* 56 (04): 775-802.
- HEFEKER, C. (1997): *Interest groups and monetary integration: The political economy of exchange regime choice*. Westview Press.
- HIBBS, D. (1977): «Political Parties and Macroeconomic Policy». *American Political Science Review* 71 (4): 1467-1487.
- IMF (1992): «Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional». <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/spa/index.htm>.
- IMF (2006): «The IMF's advice on Exchange rate policy». Issues papers for an evaluation by the Independent Evaluation Office (IEO). International Monetary Fund.
- KEEFER, P. y STASAVAGE, D. (2002): «Checks and Balances, Private Information, and the Credibility of Monetary Commitments». *International Organization* 56 (04): 751-774. doi:10.1162/002081802760403766.
- KIGUEL, M. A., y LIVIATAN, N. (1992): «The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilization». *The World Bank Economic Review* 6 (2): 279-305.
- KRUEGER, A. O. (1993): «Virtuous and vicious circles in economic development». *The American Economic Review* 83 (2): 351-355.
- KRUGMAN, P. (1998): «The Confidence Game». *The New Republic*, mayo 10. <http://www.thenewrepublic.com/magazines/tnr/current/krugman100598.html>.
- LEBLANG, D., y BERNHARD, W. (2000): «The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies». *International Organization* 54 (2): 291-324.
- LEVY YEYATI, E., y STURZENEGGER, F. (2007): «Fear of Floating in Reverse: Exchange Rate Policy in the 2000s». LAMES-LACEA *Annual Meetings*.
- LOSER, C. (2007): «Director para el Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional (1992-2002)» Entrevistado por A. Bonvecchi y Nicolás Cherny. Video Digital. 77. Archivo de Historia Oral, Programa de Historia Política, Instituto de Investigaciones Gino Germani (UBA). http://www.archivooral.org/busqueda_entrevista.php?id=77.
- MARTÍNEZ, J. y SANTISO, J. (2003): «Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Economies». *International Political*

- Science Review/ Revue internationale de science politique* 24 (3): 363.
- MOSLEY, L. (2003a): *Global Capital and National Governments*. Cambridge University Press.
- MOSLEY, L. (2003b): «Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States». *International Organization* 54 (4): 737–773.
- MOSLEY, L. (2006): «Constraints, opportunities, and information: financial market–government relations around the world». En *Globalization and egalitarian redistribution*, editado por P. Bardhan, S. Bowles, y I. Wallerstein, 87–119. New York and Princeton: Russell Sage Foundation and Princeton University Press.
- MUSSA, M. (2002): *Argentina y el FMI: del triunfo a la tragedia*. World Publications Ediciones.
- NORDHAUS, W. D. (1989): «Alternative Approaches to the Political Business Cycle». *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 1–49.
- OBSTFELD, M. (1996): «Models of currency crises with self-fulfilling features». *European economic review* 40 (3): 1037–1047.
- OBSTFELD, M., y ROGOFF, K. (1996): «Exchange Rate Dynamics Redux». *National Bureau of Economic Research Working Paper Series* No. 4693. <http://www.nber.org/papers/w4693>.
- OEI-FMI (2004): «Informe sobre la Evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991-2001». Oficina de Evaluación Independiente - Fondo Monetario Internacional.
- ORLEAN, A. (2000): «L'individu, le marché et l'opinion: réflexions sur le capitalisme financier». *Esprit* 11 (269): 51–75.
- PERSSON, T., ROLAND, G. y TABELLINI, G. (2000): «Comparative Politics and Public Finance». *Journal of Political Economy* 108 (6) (diciembre): 1121–1161.
- REBELO, S., y VÉGH, C. A. (2008): «When is it optimal to abandon a fixed exchange rate?» *The Review of Economic Studies* 75 (3): 929–955.
- ROGOWSKI, R. (1987): «Political Cleavages and Changing Exposure to Trade». *American Political Science Review* 81 (4): 1121–1137.
- ROUBINI, N., y SETSER, B. (2004): *Bailouts Or Bail-ins?: Responding to Financial Crises in Emerging Economies*. Washington: Peterson Institute.
- SCHAMIS, H. E. y WAY, C. R. (2003): «Political Cycles and Exchange Rate-Based Stabilization». *World Politics* 56 (1): 43–78.
- TSEBELIS, G. (1995): «Decision Making in Political Systems: Veto Players in Presidentialism, Parliamentarism, Multicameralism and Multipartyism». *British Journal of Political Science* 25 (3): 289–325.
- WALTER, S. (2008): «A New Approach for Determining Exchange-Rate Level Preferences». *International Organization* 62 (Summer): 405–438.
- WISE, C. (2000): «Introduction: Debates, Performance, and the Politics of Policy Choice». En *Exchange Rate Politics in Latin America.*, editado por C. Wise y R. Roett, Brookings Institution Press.
- WOODRUFF, D. M. (2005): «Boom, Gloom, Doom: Balance Sheets, Monetary Fragmentation, and the Politics of Financial Crisis in Argentina and Russia». *Politics & Society* 33 (1) (marzo): 3–45. doi:10.1177/0032329204272550.

RESUMEN

El objetivo del artículo es construir un marco analítico capaz de captar las variables políticas y económicas que explican la salida de un tipo de cambio fijo. Para ello se revisa la literatura económica, politológica y de economía política sobre regímenes cambiarios y se discuten sus límites y potencialidades analíticas. Sobre la base de la crítica de las contribuciones teóricas y empíricas se presenta una propuesta de análisis que pone en el centro las decisiones del gobierno y procura captar el carácter dinámico

de los procesos de cambio. El marco analítico explica el cambio desde un régimen de cambio fijo observando las variables que configuran las preferencias y el poder de maniobra del gobierno en relación con la influencia de los grupos de interés. El resultado sugiere que la flexibilización de un régimen fijo depende de la coalición social que sostiene al gobierno, la estructura de endeudamiento pública y privada, el timing electoral y la influencia relativa del sector transable.

SUMMARY

The aim of this paper is to build an analytical framework able to capture the political and economic variables that explain a shift in exchange rate policy. To this end, the economic and political science literature of exchange rate regimes is reviewed and their analytical limits and potential are discussed. Based on the review of the theoretical and empirical contributions it presents a proposal of analysis that put government decisions at the center and seeks to

capture the dynamic nature of change processes. The analytical framework explains the shift from a fixed exchange rate regime using variables that shape the government preferences and power of maneuver in relation to the influence of interest groups. The result suggests that the relaxation of a fixed regime depends on the social coalition that supports the government, the structure of public and private debt, the electoral timing, and the relative influence of the tradable sector.

REGISTRO BIBLIOGRÁFICO

CHERNY, Nicolás

"¿Por qué cambia la política cambiaria? Un marco analítico para estudiar las crisis bajo tipos de cambio fijos". *DESARROLLO ECONÓMICO – REVISTA DE CIENCIAS SOCIALES* (Buenos Aires), vol. 54, Nº 213, setiembre-diciembre 2014 (pp. 265-295)

Descriptores: <Política económica> <Crisis cambiarias> <Tipos de cambio fijo> <Argentina>.

Keywords: <Economic policy> <Exchange rate crisis> <Fixed exchange-rate system> <Argentina>. Clasificación JEL: F32, F41, O24.

