

¿Cuál es el precio apropiado de una moneda?

El temor a una «guerra de divisas» se ha convertido en recurrente desde que la economía mundial se adentró en una etapa de turbulencias financieras y económicas en 2008. No en vano, en un entorno de bajo crecimiento, parece sugerente recurrir a una devaluación para incrementar la competitividad y ganar, con ello, un plus de actividad vía demanda exterior. Sin embargo, devaluar no sale gratis: no solo impone riesgos económicos —fundamentalmente, en forma de inflación— sino que puede desencadenar represalias por parte de otros países cuyas exportaciones se ven afectadas por la medida o que, simplemente, la perciben como una amenaza. Con todo, acusar a un país de estar depreciando excesivamente su divisa no es sencillo. Ello exige establecer, primero, cuál es el valor apropiado de esa moneda para juzgar si está infravalorada o sobrevalorada.

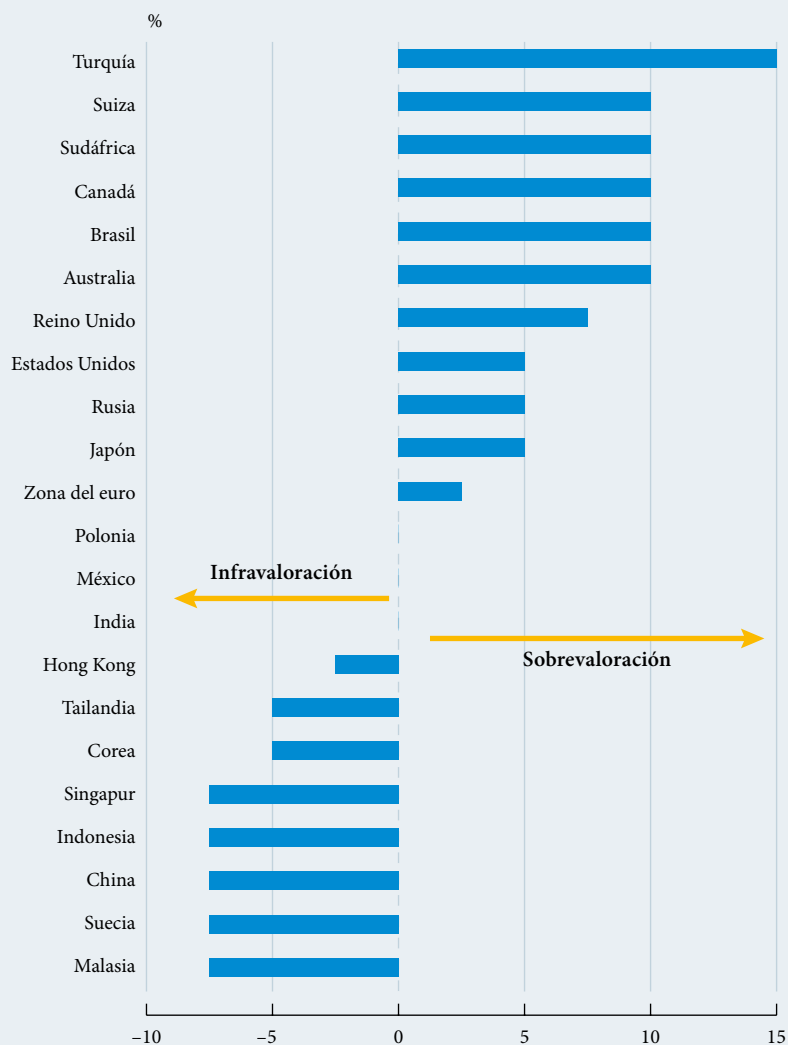
Dicho valor sería lo que la literatura académica denomina «tipo de cambio de equilibrio»: aquel que permitiría a una economía alcanzar, a medio plazo, un equilibrio tanto interno como externo. Una economía se halla en equilibrio interno cuando está utilizando todos los recursos disponibles para la producción sin generar presiones sobre los precios. El equilibrio externo exige, además, que su saldo por cuenta corriente se corresponda con sus fundamentos demográficos y macroeconómicos, con relación a los de sus socios comerciales.

El tipo de cambio de equilibrio no deja de ser, pues, una construcción teórica, con lo cual, no es directamente observable. No obstante, se han ideado variedad de métodos para estimarlo, con resultados no siempre coincidentes. En su afán por estandarizar la metodología, el Fondo Monetario Internacional (FMI) combina tres procedimientos distintos. Dos de ellos (el de «regresión de cuenta corriente» y el de «regresión de tipo de cambio real») parten de un análisis econométrico mientras que el tercero (el de «sostenibilidad externa») no se basa en ningún modelo, ni econométrico ni teórico, sino en un simple cálculo aritmético del saldo por cuenta corriente que garantizaría la sostenibilidad de la deuda externa (definida dicha sostenibilidad de forma más o menos arbitraria).

El método de «regresión de cuenta corriente» estima el tipo de cambio de equilibrio como aquel que llevaría el saldo por cuenta corriente hasta el nivel que, teóricamente, debería exhibir esa economía. El ejercicio se estructura en tres fases. Primero, se estima un modelo econométrico de regresión que relaciona el saldo por cuenta corriente con una serie de variables explicativas identificadas como relevantes por la teoría económica. Estas incluyen factores demográficos, la renta per cápita relativa, el crecimiento económico, el saldo de la balanza energética si

LA MAYORÍA DE DIVISAS DE REFERENCIA NO SE ALEJA EXCESIVAMENTE DE SUS TIPOS DE EQUILIBRIO

Desviación del tipo de cambio efectivo real respecto al tipo de cambio de equilibrio (*)



NOTA: (*) Un signo positivo indica sobrevaloración de la moneda, mientras que un signo negativo indica infravaloración. Los valores representados son el punto medio en los intervalos que estima el FMI para cada divisa.
FUENTE: FMI, Pilot External Sector Report, julio 2012.

supera el 10%, la posición inversora neta en relación al PIB, factores cíclicos (como el *output gap* o los términos de intercambio de las materias primas) y una serie de indicadores de política económica (todo ello en relación con los de sus socios comerciales).

La relación entre dichas variables y el saldo por cuenta corriente es intuitiva. Por ejemplo, la cuenta corriente en economías emergentes o en vías de desarrollo, con fuertes necesidades de inversión, tenderá a ser deficitaria. A medida que su nivel de renta aumenta, la balanza por cuenta corriente también debería tender a volverse más

positiva. Por otra parte, una población más anciana tiende a tener una mayor tasa de ahorro y, por lo tanto, a generar un saldo por cuenta corriente más positivo. En lo referente a la posición inversora internacional neta, una mayor posición en activos externos netos permite financiar saldos deficitarios sin amenazar la solvencia externa del país; al mismo tiempo, cuanto más elevada sea la posición inversora externa neta, mayor tenderá a ser el saldo de la balanza de rentas y, por consiguiente, el saldo corriente.

Tras estimar el modelo para la cuenta corriente de equilibrio, se computa la desviación del saldo actual respecto al saldo corriente de equilibrio, calculado como la predicción del modelo a partir de los registros actuales de las variables explicativas. En otras palabras, la desviación del saldo por cuenta corriente respecto a su nivel de equilibrio se estima como el residuo de la regresión. Una vez determinado el *gap* por cuenta corriente respecto al saldo de referencia, se calcula cuál sería la variación necesaria en el tipo de cambio para eliminar la diferencia entre la cuenta corriente actual y la cuenta corriente de equilibrio. A modo de ejemplo: supongamos que el país X registra un superávit por cuenta corriente del 5% del PIB mientras que su saldo corriente de equilibrio según esta metodología se estima en un superávit del 1% del PIB. Esos cuatro puntos porcentuales de diferencia deben reducirse mediante una apreciación, en términos reales, de la moneda del país. La magnitud de dicha apreciación se deriva de la relación econométrica entre el tipo de cambio efectivo real y el saldo corriente⁽¹⁾. Si, por ejemplo, cada punto de apreciación del tipo de cambio conlleva una reducción del saldo por cuenta corriente de 0,5 puntos porcentuales, entonces el país X deberá registrar una apreciación del 8% en su tipo de cambio para cerrar la distancia entre la cuenta corriente de referencia y la realizada. Por lo tanto, según dicha metodología, el tipo de cambio de equilibrio del país X se hallaría un 8% por encima del tipo de cambio actual, con lo cual su moneda estaría infravalorada.

El segundo de los métodos que utiliza el FMI para evaluar los desequilibrios cambiarios, el de regresión del tipo de cambio real, parte de la misma base teórica que el anterior, pero se estructura en dos estadios. En el primero, también especifica un modelo econométrico, pero, en este caso, relaciona, directamente, el tipo de cambio efectivo real con una serie de variables que la literatura económica ha identificado como factores determinantes. En esencia, este método y el anterior parten de la premisa de que la mayoría de fundamentos económicos y demográficos que determinan el saldo por cuenta corriente también determinan el tipo de cambio, con lo cual el conjunto de variables explicativas en la especificación econométrica de una y otra metodología es muy similar. Una vez estimado el modelo, se calcula el *gap* del tipo de cambio real como la diferencia entre su valor actual y la predicción del modelo⁽²⁾.

El último de los métodos, el de la sostenibilidad externa, seguiría un procedimiento similar al del procedimiento de «regresión de cuenta corriente» pero con dos diferencias clave. Primero, el saldo por cuenta corriente de equilibrio se calcula como el que estabilizaría la posición inversora internacional neta en un nivel considerado razonable (de manera más o menos arbitraria). Segundo, la desviación del saldo por cuenta corriente se estima como la diferencia entre dicho saldo de equilibrio y la proyección a medio plazo, en un escenario base de previsiones, del saldo por cuenta corriente. A partir de aquí, como en el método de regresión de cuenta corriente, se calcula la variación necesaria en el tipo de cambio para eliminar, en este caso, la diferencia entre la cuenta corriente prevista y la de equilibrio, partiendo de la sensibilidad estimada de dicho saldo corriente al tipo de cambio⁽³⁾.

(1) El tipo de cambio que se utiliza para estimar los valores de equilibrio es el tipo de cambio efectivo real, un índice sintético que tiene en cuenta los tipos de cambios bilaterales y la variación relativa de los precios nacionales respecto al precio de los socios comerciales, ponderado por el peso de cada socio comercial en el comercio internacional total del país en cuestión.

(2) Para asegurar consistencia multilateral, se ajustan los errores de la regresión por la media ponderada global de los errores de todos los países.

(3) Para información detallada sobre las tres metodologías, véase FMI, *Pilot External Sector Report*, julio de 2012, y *External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology*, agosto de 2012.

Los tres métodos presentan ventajas y limitaciones pero se complementan mutuamente. En general, se tiende a primar la estimación del «de regresión de cuenta corriente», por considerarse el más informativo y fiable. Sin embargo, también presenta algunas limitaciones. En particular, no se ajusta bien a países «extremos» (distintos de la media) como serían aquellos con un peso dominante de determinados sectores productivos (por ejemplo, países exportadores de petróleo o economías pequeñas con importantes centros financieros). El método de regresión de tipo de cambio puede resultar útil, a modo de contraste, cuando el método anterior topa con problemas. En contrapartida, puede incurrir en sesgos si la longitud temporal de la muestra es muy corta. Por su parte, el método de la sostenibilidad externa resulta atractivo por su simplicidad pero adolece de dejar una excesiva discrecionalidad en manos del analista. Por ello, puede ser especialmente apropiado para países con grandes desequilibrios en su posición externa neta y para los que se tiene una idea clara de qué nivel garantiza su sostenibilidad.

A modo ilustrativo, tras el último ejercicio de evaluación de desequilibrios externos globales por parte del FMI (julio de 2012), que utiliza las tres metodologías anteriores, concluiríamos que el mapa económico global no presenta desequilibrios cambiarios generalizados ni extremos. Tal y como ilustra el gráfico anterior, solo seis economías (Turquía, Suiza, Sudáfrica, Canadá, Brasil y Australia) muestran desviaciones (en todos los casos, sobrevaloraciones) en la zona del 10% o mayor respecto a sus tipos de equilibrio. En el otro lado de la balanza, se confirma que el renminbi chino, sospechoso habitual de estar infravalorado, efectivamente lo estaría, pero su desviación tampoco es extraordinaria. Entre el resto de divisas de referencia, la mayoría se hallaban en tipos cercanos al equilibrio como era el caso del euro y, en menor grado, del yen y el dólar (las tres con una mínima sobrevaloración).

Entre la publicación del informe en 2012 y la actualidad, la evolución de los tipos de cambio efectivos reales no altera en lo fundamental las conclusiones anteriores, si bien es cierto que la mayoría de economías emergentes han experimentado apreciaciones de su tipo efectivo real (ello ha permitido, por ejemplo, que China haya corregido la mitad de su infravaloración) y que la divisa nipona ha sufrido una depreciación notable que puede haberla situado por debajo de su tipo de cambio de equilibrio.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Economía Internacional
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*