



UNA REVISIÓN DE LA FLEXIBILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN PARAGUAY

Juan Cresta
Agosto, 2012

Con el apoyo de la Iniciativa Think Tank del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC) de Canadá.





UNA REVISIÓN DE LA FLEXIBILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN PARAGUAY

Introducción

En nuestro país es bastante común escuchar los reclamos de distintos sectores de la economía solicitando un tipo de cambio más elevado o más bajo. Pero, en los últimos tiempos los reclamos más activos han sido aquellos que provienen de los grupos que abogan por un tipo de cambio más depreciado, de manera a favorecer la competitividad de las exportaciones. El argumento más común sostiene que el Banco Central del Paraguay, al mantener sobrevaluado el precio del Guaraní, aplica una política cambiaria para incentivar las importaciones o favorecer a los importadores, que sería prácticamente lo mismo.

Una pregunta que surge de esta discusión podría ser: ¿por qué el BCP tendría algún interés en incentivar las importaciones? La respuesta más lógica sería que ninguno, pero tal vez el interés del BCP podría estar más bien en mantener controlados los precios de los bienes importados con el propósito de evitar que la inflación se dispare. Pero esto no significa que realmente el BCP tenga anclado el tipo de cambio mediante intervenciones activas en el mercado de cambios con este propósito. Entonces conviene replantear la cuestión y preguntarnos si ¿realmente el tipo de cambio en Paraguay es libre y fluctuante como se establece en el marco legal?, ¿o las palabras difieren de los hechos?

Teniendo en cuenta esta última pregunta, este artículo se propone contribuir a la discusión con algunas ideas e indicadores que puedan servir de insumos para avanzar en la comprensión del esquema cambiario que imperaría en la práctica en nuestro país. Además, este es un primer paso en el proceso de construcción de indicadores que permitan anticipar el umbral de tolerancia de las fluctuaciones cambiarias, es decir cuando la autoridad monetaria no está dispuesta a dejar que el tipo de cambio se dispare más allá de ciertos niveles o límites preestablecidos.

En este contexto también se observan algunas relaciones estadísticas para comprobar si una mayor intervención del tipo de cambio puede asociarse con mejoras de la balanza comercial o el desempeño de la actividad económica, que de alguna manera justifiquen una operación más activa del BCP en el mercado cambiario. Asimismo, también se discute la posibilidad de que exista un margen mayor de flotación de la moneda nacional, cuyo propósito estaría fuertemente vinculado a la reducción de la volatilidad macroeconómica.

La flexibilidad efectiva del tipo de cambio

En un estudio de los factores determinantes en la elección del sistema cambiario, Poirson (2001) ha propuesto la utilización de un indicador de la flexibilidad exhibida en la práctica por un régimen cambiario. Así, el Índice de Flexibilidad Efectiva del tipo de cambio (FLT) es una variable que compara los movimientos de las reservas de divisas, como medida más aproximada del grado de intervención de las autoridades en los mercados de divisas, con la volatilidad observada en el tipo de cambio nominal.

De esta manera, el grado de flexibilidad del tipo de cambio *de facto* de un país “i”, se mide mediante el cociente entre el valor absoluto medio de la depreciación mensual del tipo de cambio nominal, ME, y el valor absoluto medio de las variaciones mensuales en las reservas de divisas normalizadas por la base monetaria del mes anterior (lo que permite aproximar el impacto monetario de estas variaciones), MR:

$$FLT = \frac{ME}{MR} = \frac{\sum_0^{11} |E_{t-k} - E_{t-k-1}| / E_{t-k-1}}{\sum_0^{11} |R_{t-k} - R_{t-k-1}| / H_{t-k-1}}$$

Donde E_t es el tipo de cambio, R_t son las reservas internacionales netas excluyendo el oro monetario, y H_t es la base monetaria.

Los valores que puede tomar el FLT parten desde 0 y pueden llegar hasta infinito. Un índice muy cercano a cero implica una muy baja flexibilidad cambiaria, que sería el caso de una unión monetaria (no existe una moneda independiente) o un *currency board* o caja de conversión que se aplicó en Argentina desde principios de los 90s hasta fines del 2001, donde $ME = 0$. Un índice cercano a infinito se obtiene cuando la intervención de las autoridades es nula, ya que entonces $MR = 0$.

Por lo tanto, el indicador mostrará valores reducidos o cercanos a cero cuando se interviene fuertemente con la finalidad de hacer frente a movimientos no deseados en los mercados de divisas, ya que MR será relativamente más grande que ME. Por el contrario, los países más confiados en la actuación libre de dichos mercados obtendrán un valor más elevado del índice de flexibilidad, puesto que ME será superior a MR.

Por supuesto que los indicadores de este tipo no se encuentran libres de debilidades. Sin embargo, a pesar de que pueda adolecer de diversas limitaciones, el indicador FLT tiene la ventaja de mostrar gráficamente la posición real de una moneda en relación a un régimen cambiario totalmente fijo¹.

Los resultados obtenidos utilizando el indicador propuesto por Poirson (2001) se muestran en el Gráfico 1. Como se mencionó, cuanto más próximos a cero se

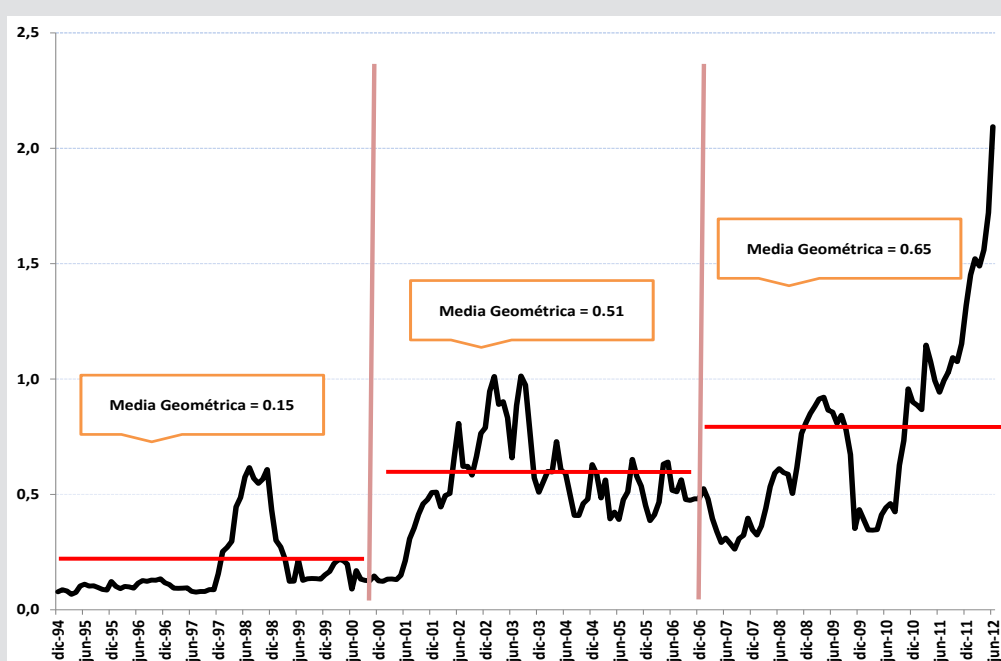
¹ Una descripción de las debilidades y fortalezas del índice FLT pueden hallarse en Cresta y Duarte (2006).

encuentren los valores de este indicador, más próximo estará el régimen cambiario a uno fijo.

La evolución del indicador se extiende de Diciembre de 1994 a Junio del 2012, y muestra que el régimen cambiario fue avanzando gradualmente hacia una flotación cada vez mayor hacia finales de la muestra.

La situación cambiaria en el periodo de 1994-2000 apuntó hacia una fijación del tipo de cambio, buscando su utilización como ancla nominal de precios, y esto se refleja en el FLT, que muestra valores cercanos a cero en promedio.

Gráfico 1 Flotación efectiva del tipo de cambio: índice FLT (Diciembre de 1994 – Junio de 2012)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central del Paraguay (BCP)

La flexibilidad del tipo de cambio se incrementó fuertemente desde el año 1998, coincidente con el abandono del “Plan Real” en el Brasil. Pero esta tendencia se revirtió nuevamente en el año 1999 y continuó hasta el segundo trimestre del 2001. En este periodo se permitió una mayor fluctuación debido a una importante pérdida de reservas internacionales.

El periodo comprendido entre el cuarto trimestre del año 2001 y el cuarto trimestre del año 2003 se caracterizó por una flexibilidad mayor del tipo de cambio, que se produce en medio de fuertes desequilibrios internos y externos, provenientes sobre todo de un sistema financiero severamente afectado por la crisis regional desatada tras el final del *currency board* en Argentina. De acuerdo a los hallazgos de Reinhart y Rogoff (2002, 2004), el tipo de cambio Gs/USD es clasificado como reptante de facto

(entre febrero de 1991 a junio de 1999) y como de bandas “reptantes o móviles” de ± 5 por ciento (entre julio de 1999 a Diciembre de 2001)².

En el periodo 2003 a 2006, el indicador de flexibilidad efectiva denota una reducción en la fluctuación del tipo de cambio en comparación con los años anteriores. De igual manera también se observa una mayor inestabilidad sobre todo desde Diciembre del 2003 hasta mediados del 2006. Esto implica que el margen de flotación del tipo de cambio estuvo muy acotado en dicho periodo, lo cual es consistente con la clasificación establecida por Reinhart y Rogoff descrita más arriba.

Entre el 2007 y el 2008 se registra un aumento de la flotación cambiaria, sobre todo luego de los *shocks* que afectaron a la economía nacional y cuyo origen fue tanto interno (factores climáticos) como externo (crisis mundial). El índice FLT muestra claramente un movimiento hacia esquemas cambiarios cada vez más flotantes, en particular en los últimos dos años de la muestra. En este periodo las fluctuaciones del tipo de cambio fueron más de dos veces superiores a los movimientos en las reservas internacionales del BCP.

En resumen, el indicador presentado permite observar en un gráfico la evolución efectiva del régimen cambiario que ha operado en la práctica en el país, donde se ha ido evolucionando a partir de regímenes fuertemente controlados desde mediados de los años 90s hasta mediados de la década pasada, hacia uno mucho más flexible y consistente con el nuevo enfoque de política monetaria con metas de inflación aplicado en la actualidad por el Banco Central del Paraguay.

¿Por qué intervenir activamente en el mercado cambiario?

Generalmente los reclamos a favor de una mayor intervención del tipo de cambio se asocian con la convicción de algunos agentes económicos de que esto podría mejorar la competitividad de los sectores exportadores y/o de aquellos que compiten con las importaciones; lo cual puede asociarse, a su vez, con mejoras de la balanza comercial y el desempeño de la actividad económica. Estas parecerían ser razones más que suficientes para justificar una intervención más activa del BCP en el mercado cambiario.

¿Pero, mantener artificialmente un tipo de cambio subvaluado puede ser un buen instrumento de política comercial? O en otras palabras, ¿las depreciaciones o devaluaciones cambiarias controladas realmente mejoran la balanza comercial y la actividad económica?

Este es uno de los temas más debatidos en la literatura económica, tanto teórica como empírica, con resultados y convincentes argumentos tanto a favor como en contra de las intervenciones en el mercado cambiario. Sin embargo, en los últimos años el debate se ha ido decantando a favor de una mayor flotación de la moneda, sobre todo en el caso de economías pequeñas y en desarrollo como la nuestra, puesto que un tipo

² Estos autores sugieren que en Paraguay, la banda cambiaria es determina a través de una regla de Paridad del Poder de Compra (PPP).

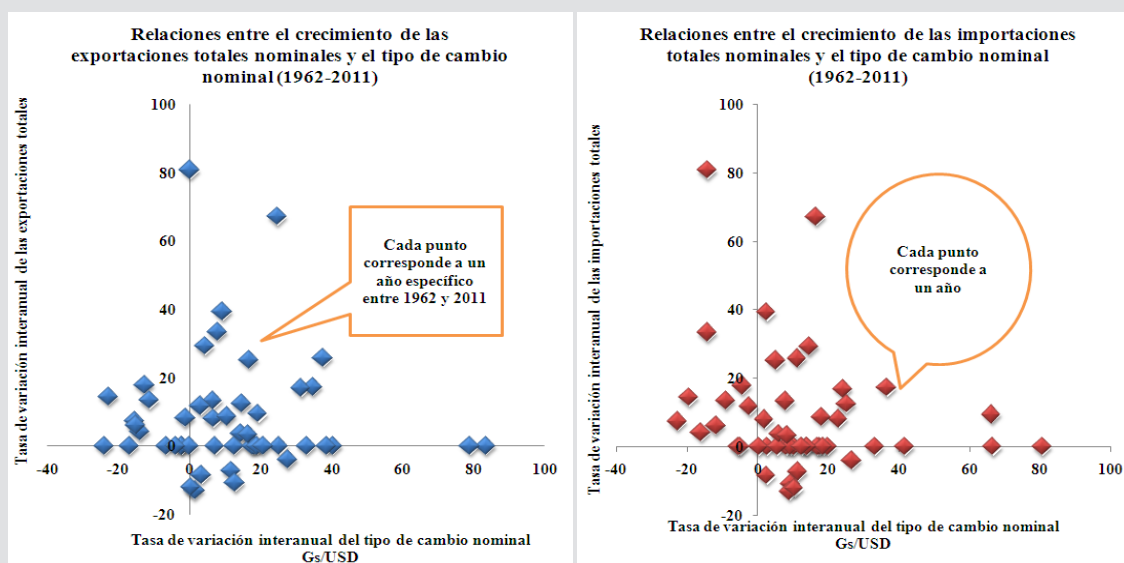
de cambio más flexible es consistente con una economía cada vez menos volátil o más estable³.

De igual manera, la evidencia empírica sugiere que el efecto de las devaluaciones cambiarias sobre la balanza comercial no es significativo en el largo plazo, o lo que es lo mismo, el tipo de cambio no es una buena herramienta para incentivar las exportaciones o desincentivar las importaciones en el mediano o largo plazo, con lo cual no sería prudente su utilización como instrumento de política comercial o de mejora de la competitividad.

En el caso de Paraguay, las estadísticas existentes parecen concordar con estos argumentos. De acuerdo al Gráfico 2 que muestra los diagramas de dispersión entre el crecimiento de las exportaciones y de las importaciones respecto al tipo de cambio nominal, la asociación lineal entre las variables, si realmente existe, sería muy pequeña o poco significativa. En otras palabras, no se observa una correlación entre el crecimiento de las exportaciones o las importaciones respecto a la depreciación cambiaria. Con ello, podría afirmarse que la utilización del tipo de cambio con el propósito de mejorar la balanza comercial no sería muy consistente, sobre todo en el largo plazo.

Ahora bien, algo que sí podría lograrse con un tipo de cambio subvaluado temporalmente es la generación de una rentabilidad más alta para las exportaciones o un mayor costo para las importaciones en el corto plazo, sobre todo cuando se espera la entrada de las divisas que ya se han generado por parte de las primeras, o al momento de efectivizar los pagos por las segundas. Pero difícilmente esto afecte las decisiones de mediano/largo plazo, como la contratación o la intensidad de uso de factores productivos, por ejemplo.

Gráfico 2 La balanza comercial y el tipo de cambio



Fuente: Cálculos propios con datos del BCP

³ Un análisis más detallado del efecto positivo de un tipo de cambio más flexible en la reducción de las fluctuaciones de la economía, se puede encontrar en el informe OBEI N° 7.

¿Hay espacio para mayor flotación?

En los párrafos precedentes se ha podido comprobar que el régimen cambiario de Paraguay se ha ido moviendo cada vez con más fuerza hacia esquemas de mayor flotación del tipo de cambio, y eso es más visible sobre todo en los últimos dos años.

Sin embargo, aún quedaría espacio para dejar al tipo de cambio fluctuar incluso con una mayor libertad. El propio gráfico del FLT muestra que el margen de flotación cambiaria ha estado muy acotado. En los tres subperiodos observados el promedio del índice de flotación no ha sido superior a uno; o siendo más específicos, ha estado más cercano a cero indicando un sesgo hacia la fijación de la moneda por parte de la autoridad monetaria.

Esto también puede apreciarse en el comportamiento del tipo de cambio *observado* y el *esperado* o de *equilibrio* calculado a partir de la teoría de la Paridad Descubierta de Tasas de Interés⁴ que compara los diferenciales de rendimientos de los activos expresados en distintas monedas.

Esta relación se construye a partir de la siguiente identidad:

$$(1 + i) = (1 + i^*) * \left[\frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right] * (1 + \Omega)$$

Despejando se obtiene:

$$E_{t+1}^e = \left[\frac{(1 + i)}{((1 + i^*) * (1 + \Omega))} \right] * E_t$$

Donde i define a la tasa de interés de los certificados de depósitos de ahorro en Guaraníes a un año, i^* define a la tasa de interés de la LIBOR, E_{t+1}^e es el tipo de cambio esperado o de equilibrio, E_t es el tipo de cambio *observado*, y Ω es una medida del riesgo inherente a las inversiones en mercados en desarrollo, aproximada mediante el Emerging Market Bonds Index (EMBI) para Latinoamérica⁵.

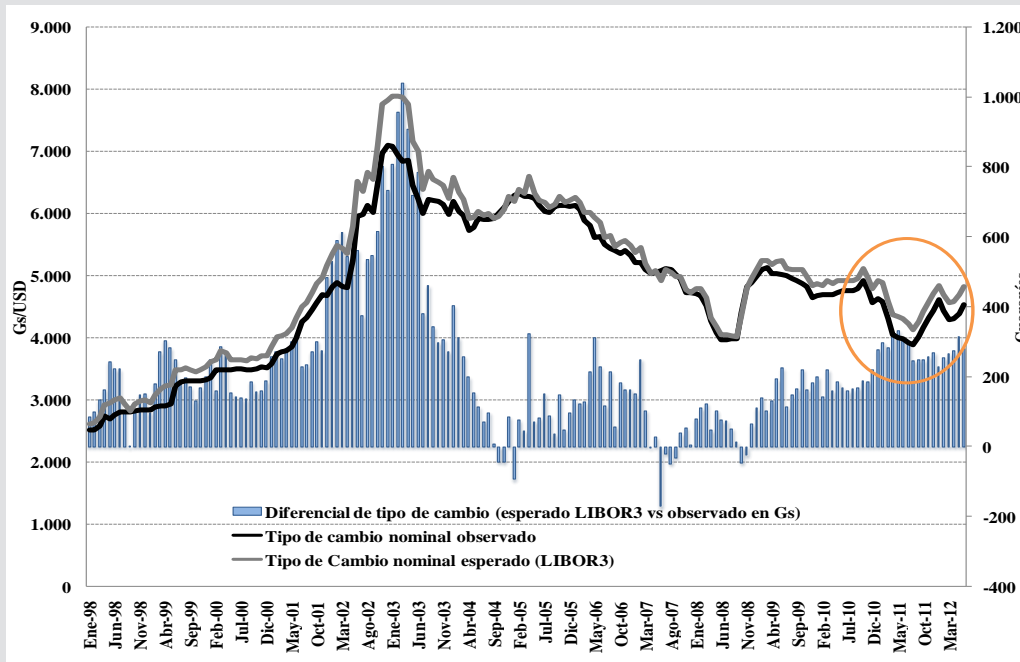
Lo importante de resaltar en el Gráfico 3 es que, si bien la senda de ambas series es bastante similar, existen brechas que denotan los desvíos del tipo de cambio

⁴ La Paridad Descubierta de Tasas de Interés establece que si la tasa de interés doméstica es superior a la tasa de interés externa (el retorno de inversiones en Guaraníes es mayor al retorno en Dólares), los inversionistas esperarían que el Guaraní pierda valor frente al Dólar. De no ser así, los agentes económicos se endeudarían al máximo en Dólares, invertirían en Guaraníes y obtendrían una ganancia infinita, lo cual no es factible. Por lo tanto, los diferenciales entre tasas de interés tienen que reflejar expectativas de variación en los tipos de cambio.

⁵ La LIBOR es la tasa de interés para préstamos interbancarios en Londres, Inglaterra. Esta tasa es utilizada generalmente como referencia en las transacciones de préstamos internacionales. El EMBI es un índice que mide el diferencial de rendimientos, en puntos base, que deben pagar los activos en mercados emergentes respecto a la tasa de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Básicamente es una medida de la prima por el riesgo de las inversiones en mercados emergentes. Como no existe una prima específica para el caso paraguayo, se emplea el EMBI para Latinoamérica.

observado respecto al *esperado* o *de equilibrio*. Sobre todo llama la atención la brecha que se produce en las últimas observaciones de la muestra, que indica que el tipo de cambio de *equilibrio* o *esperado* actualmente es ligeramente superior al *spot* (aproximadamente entre Gs. 250 y Gs. 280). Entonces, a partir de este ejercicio simple, podría inferirse que el tipo de cambio *esperado* por los agentes económicos para los próximos tres meses tiene una tendencia a la depreciación.

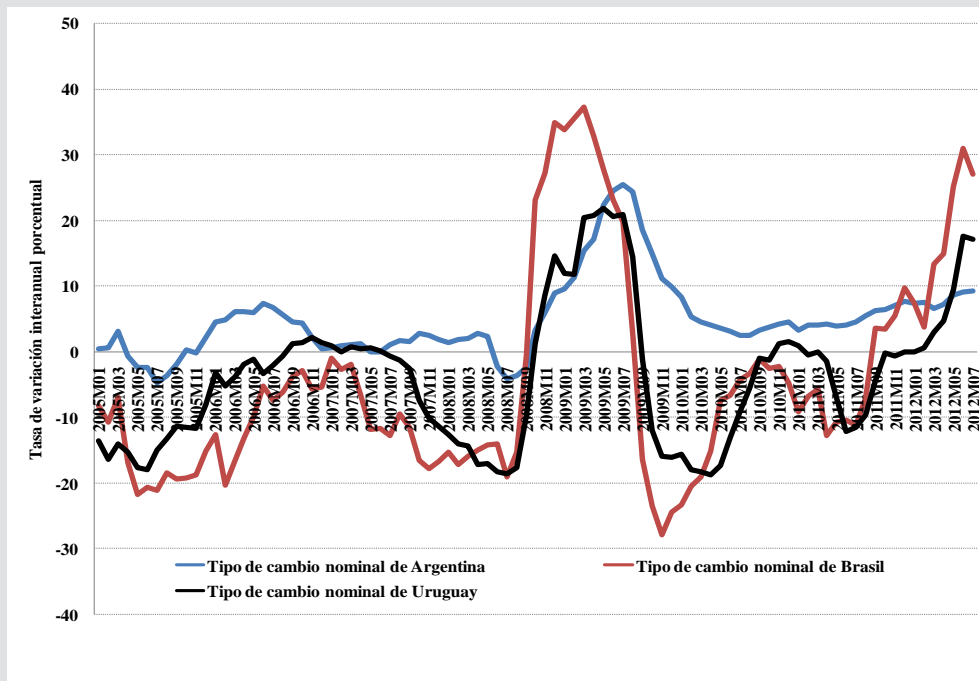
Gráfico 3 Comparación de tipos de cambio: Observado vs. Esperado (Paridad descubierta de tasas de interés)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP y el Banco Central de Chile

Esta afirmación es consistente con lo que se observa en la región, donde los tipos de cambio muestran una tendencia a la depreciación sobre todo desde el segundo trimestre del año 2012, como se observa en el siguiente Gráfico.

Gráfico 4 Evolución de los índices de tipos de cambio nominales de países seleccionados (índice 2000 = 100)



Fuente: Elaboración propia con datos de IPEADATA y el Fondo Monetario Internacional

Como se mencionó al inicio de esta sección, la senda de la evolución del FLT de Poirson indica que el arreglo cambiario que impera en la práctica en el caso paraguayo ha ido evolucionando hacia una mayor flotación, que se ha fortalecido sobre todo en los últimos años en coincidencia con la adopción del nuevo esquema de política monetaria de metas de inflación, adoptado por el Banco Central del Paraguay. Pero al parecer todavía quedaría un espacio importante para permitir una flotación aún mayor del tipo de cambio, o en su caso, profundizar el análisis para determinar si el esquema de flotación cambiaria es simétrico. Es decir, si la autoridad monetaria permite fluctuar libremente a la moneda en ambos sentidos.

En todo caso, una cuestión importante que se desprende del análisis anterior se refiere al motivo o los motivos que justificarían abogar por una flexibilidad mayor para el tipo de cambio. Esto se discute con mayor detalle en la siguiente sección.

¿Por qué optar por un tipo de cambio más flexible?

En los párrafos precedentes se discutió y abogó a favor de un esquema cambiario flotante, es decir, donde el tipo de cambio fluctúe libremente de acuerdo a la oferta y demanda de divisas en los mercados cambiarios, pero también se ha dejado “colgada” la pregunta de para qué hacer esto o adoptar este tipo de esquema cambiario.

En la literatura económica existen diversas justificaciones para ello, pero en el caso de economías pequeñas, abiertas y en desarrollo como la nuestra, la que más se ha

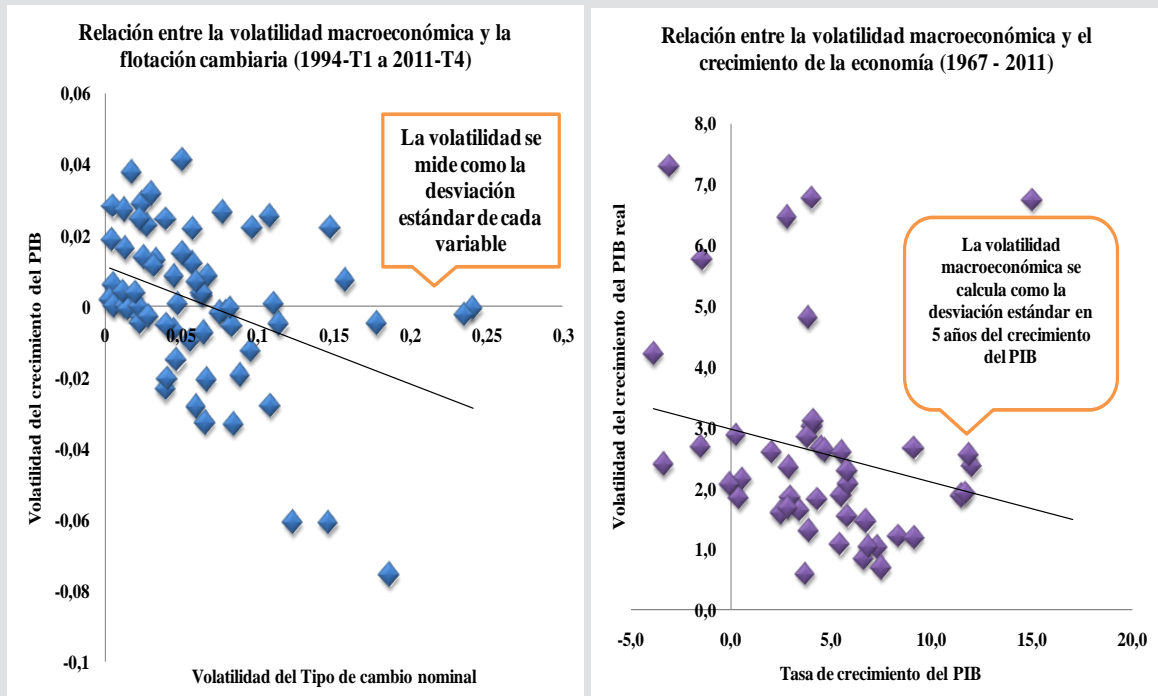
discutido y consensado se refiere a que una mayor flexibilidad cambiaria permite ajustes más rápidos y menos costosos de la economía ante *shocks* o perturbaciones externas. En otras palabras, tipos de cambio más flexibles posibilitan atenuar la inestabilidad de la actividad económica.

Para el caso paraguayo, los hallazgos obtenidos mediante un estudio publicado en el Informe OBEI N° 7 del mes de Junio indican que, un incremento del 1% en la fluctuación del tipo de cambio permite reducir la volatilidad del crecimiento económico en aproximadamente 5%⁶.

En el Gráfico 5, mas abajo, el diagrama de la izquierda muestra la relación planteada: a medida que aumenta la variabilidad del tipo de cambio se observa una menor volatilidad del crecimiento del PIB, lo cual es consistente con expuesto en el sentido de que tipos de cambio flexibles contribuyen a morigerar la inestabilidad de la economía.

Pero, más importante aún es la relación que se observa en el diagrama de la derecha. Se aprecia que existe una correlación inversa entre la volatilidad macroeconómica y el crecimiento del PIB. Esto significa que los esfuerzos que se orienten a lograr una economía más estable, también contribuyen a sostener el crecimiento de largo plazo, algo que nuestro país necesita para avanzar hacia un mayor desarrollo y bienestar de la sociedad.

Gráfico 5 La volatilidad macroeconómica y el crecimiento



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP y el Banco Central de Chile

⁶ “La Volatilidad de la Economía y el Esquema Cambiario: un análisis empírico”. Informe OBEI N° 7, Junio 2012.

Resumiendo

En este artículo se discutieron aspectos referentes al arreglo cambiario que ha imperado en nuestro país en distintos periodos. Para ello, con datos de la economía nacional se ha construido un indicador propuesto por Poirson (2001), denominado “Índice de Flexibilidad Cambiaria” (FLT). Este indicador ha permitido observar, cómo ha ido evolucionando el esquema cambiario desde uno bastante acotado a mediados de los 90s y principios de la década pasada, hasta uno cada vez más flexible en los últimos años.

Sin embargo, a pesar de que el BCP ha optado por un tipo de cambio cada vez más flexible, el mismo indicador propuesto en este artículo denota que todavía existiría un margen importante para una mayor flexibilidad de la moneda nacional.

Ahora bien, ¿por qué el BCP tendría que optar por una flexibilidad aún mayor del tipo de cambio? La evidencia empírica, no solo de la literatura internacional, sino también para el caso paraguayo demuestra que los esquemas cambiarios flotantes son consistentes con economías más estables. Esto se debe a que los tipos de cambio flexibles permiten ajustes más rápidos y menos costosos de la economía cuando se producen perturbaciones externas.

Lo anterior es sumamente importante si se tiene en cuenta que existe una correlación negativa importante entre la volatilidad macroeconómica y el crecimiento. Esto implica que cuanto mayor es la estabilidad macroeconómica, mayor es el crecimiento del PIB. Entonces, los esfuerzos para permitir un régimen cambiario cada vez más flexible, contribuirán a sostener el crecimiento de largo plazo.

Referencias Bibliográficas

Cresta, J. (2012). “La Volatilidad de la Economía y el Esquema Cambiario: un análisis empírico”. *Informe OBEI N° 7*. Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya (CADEP). Junio, 2012.

Cresta, Juan y D. Duarte. (2006). “Caracterización del régimen cambiario en Paraguay”. Incluido en *15 Años de MERCOSUR: Comercio, Macroeconomía e Inversiones Extranjeras. Serie Red MERCOSUR N° 8*. IDRC-RED MERCOSUR. Editorial Zonalibro. Montevideo, Uruguay. Agosto, 2006.

Poirson, H. (2001). “How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?”. *IMF Working Paper N° 01/46*.

Reinhart, C., and K. Rogoff. (2002). “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”. *NBER Working Paper N° 8963*.

----- (2004). “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 119, Issue 1.