

NOTAS Y COMENTARIOS

LA TENDENCIA A LA BIPOLARIZACIÓN DE LOS REGÍMENES CAMBIARIOS*

*Joan Ripoll i Alcón***

RESUMEN

Después de años de funcionamiento efectivo, los regímenes intermedios se convirtieron, a medida que avanzaba el proceso de integración financiera, en sistemas proclives a sufrir ataques especulativos. La evidencia empírica recogida en este trabajo muestra que los sistemas de tipo de cambio fijo menos estrictos (*soft pegs*) fueron el epicentro de la mayoría de las crisis cambiarias del decenio de los noventa en Europa, la América Latina y el Este de Asia. En consecuencia los “regímenes intermedios” y, especialmente los *soft pegs*, han perdido crédito en beneficio de los sistemas más extremos del espectro cambiario.

Este trabajo aporta nuevas pruebas de la tendencia a la bipolarización de los regímenes cambiarios y estudia la evolución de los sistemas de tipo de cambio entre 1990 y 2004, tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes más integradas a los mercados de capitales internacionales.

ABSTRACT

After years of effective functioning, the intermediate exchange rate systems ended up becoming prone to suffering speculative attacks, as the process of financial integration advanced. The empirical evidence collected in this paper endorses the fact that the less strict pegged exchange rate systems, that is *soft pegs*, were the epicentre of the most of exchange rate crises during '90's in Europe, Latin America and Eastern Asia. Consequently, *intermediate systems* and, especially *soft pegs*, have lost credit to the benefit of more extreme systems of exchange rate spectrum.

* *Palabras clave*: sistemas de tipo de cambio, crisis cambiarias, visión bipolar, *hard peg*, *soft peg*. *Clasificación JEL*: F31, F42. Artículo recibido el 15 de diciembre de 2005 y aceptado el 18 de diciembre de 2006.

** Profesor del Departamento de Economía y Finanzas de l'Escola d'Estudis Empresarials del Maresme (EUM) adscrita a la Universitat Pompeu Fabra. Quiero agradecer los valiosos comentarios de los dos dictaminadores anónimos de EL TRIMESTRE ECONÓMICO que contribuyeron a mejorar la calidad y coherencia de este trabajo.

This paper contributes new evidence on the tendency toward the bipolarization of the exchange rate systems and studies their evolution between 1990 and 2004, both in the advanced economies and in the emerging economies most integrated in the international capital markets.

INTRODUCCIÓN

Los regímenes intermedios se convirtieron en sistemas inviables a medida que avanzaba el proceso de liberación de los movimientos de capitales internacionales. En realidad, estos sistemas fueron el epicentro de la mayoría de las crisis cambiarias vividas en Europa, la América Latina y el Este de Asia durante el decenio de los noventa. Por eso, actualmente, la cuestión respecto a la elección del régimen cambiario ha vuelto a adquirir relevancia, pero a diferencia de los años setenta, cuando la polémica giraba en torno de la conveniencia de los sistemas de tipo de cambio fijos o flexibles, el debate actual se centra en la distinción entre regímenes intermedios y regímenes extremos. En realidad, para los defensores de este enfoque “bipolar”, las crisis no son una consecuencia inevitable de la naturaleza cambiante de la economía mundial sino que dependen en muchas ocasiones de la credibilidad del sistema de tipo de cambio con el que opera el país. En consecuencia, la selección del régimen cambiario resulta determinante porque condiciona el grado de exposición de la economía a reversiones inesperadas en la dirección de los flujos de entrada de capitales (*sudden stops*).

El presente artículo busca caracterizar la evolución de los regímenes cambiarios en una muestra amplia de países entre 1990 y 2004. Revela que recientemente ha existido una clara tendencia a alejarse de sistemas intermedios de tipo de cambio para aproximarse a regímenes cambiarios extremos, como los sistemas fijos estrictos o sistemas más flexibles. La novedad es que desde 2001 parece observarse una regresión de esta tendencia, circunstancia que de alguna manera cuestionaría la visión bipolar del tipo de cambio.

El artículo se estructura en dos partes. En la sección I se presta particular atención a la emergencia de los regímenes intermedios, analizando la pérdida de crédito de los sistemas de tipos de cambio menos estrictos (*soft pegs*) en beneficio de las soluciones más extremas que configuran la “visión bipolar” del tipo de cambio. En la sección II se aporta pruebas de la tendencia a la bipolarización de los regímenes cambiarios y se estudia la evolución de los sistemas de tipo de cambio entre 1990 y 2004, en los países más integrados a los mercados de capitales internacionales, es decir, las economías más avanzadas y las economías emergentes. Al final se resume las conclusiones más relevantes del artículo.

I. EL ADVENIMIENTO DE LA VISIÓN BIPOLAR DEL TIPO DE CAMBIO

1. Consideraciones metodológicas

Para efectuar nuestro análisis usamos los trabajos de Reinhart y Rogoff (2002), y Bubula y Ötoker-Robe (2002)¹ puesto que adoptan una nomenclatura similar a la del FMI para clasificar los sistemas cambiarios usados *de facto*² y esta circunstancia nos permite ampliar la base de datos hasta diciembre de 2004 —originalmente el trabajo de estos autores abarcaba el periodo 1990-2001—, sin pérdida de homogeneidad. Así, el estudio realizado se extiende desde enero de 1990 hasta diciembre de 2004 y considera tres grandes categorías de regímenes cambiarios: *i*) sistemas fijos “más estrictos”, *ii*) regímenes intermedios y *iii*) sistemas “más flexibles”, que integran 12 modalidades distintas de sistemas de tipo de cambio (véase gráfica 1).

Los acuerdos descritos como sistemas fijos “más estrictos” (*hard pegs*) incluyen a los países con *currency boards* y situaciones en las que las economías no cuentan, estrictamente, con una moneda propia porque han adoptado la divisa de algún otro país y que caracterizamos como dolarización.³

La categoría de regímenes intermedios agrupa a países que operan con una gran variedad de acuerdos cambiarios catalogados como sistemas más flexibles que incluyen las modalidades de tipo de cambio fijo tradicionales —sistemas de tipo de cambio fijo pero ajustables vinculados a una sola divisa o a

¹ En ambos casos, los autores a partir de una variedad de técnicas cuantitativas y cualitativas clasifican y verifican los diferentes regímenes de tipo de cambio usados *de facto*. La fuente primaria de información proviene del FMI y se completa con artículos de prensa y documentos y siempre está avalada por el tipo de cambio observado y la evolución de las reservas internacionales. En particular, Reinhart y Rogoff (2002) presentan una base de datos con información mensual acerca de sistemas de tipos de cambio para 153 países industrializados y en desarrollo para el periodo 1946-2001. Bubula y Ötoker-Robe (2002) elaboran una base de datos que considera a los más de 180 países miembros del FMI para el periodo 1990-2001. La principal diferencia con la clasificación del trabajo de Reinhart y Rogoff (2002) es la introducción de una categoría adicional que designan *freely falling rates* para hacer referencia a una situación en la que la inflación mensual supera el 50% y no existe ningún tipo de notificación respecto a la naturaleza del régimen por parte de las autoridades económicas.

² Como señalan Obstfeld y Rogoff (1995), la política cambiaria aplicada por un país a menudo difería de la adscripción oficial o teórica que notificaba al FMI. Así, en países con regímenes de paridades “fijas” (*pegs*) se realizan devaluaciones frecuentes, usando el tipo de cambio como instrumento de salvaguarda de la competitividad de las exportaciones. En cambio, economías que declaraban funcionar con sistemas de libre flotación, en la práctica operaban con sistemas de flotación intervenida, o, mediante fórmulas que, de manera informal, “fijaban” el tipo de cambio dentro de un rango determinado. Obviamente, estas divergencias entre la clasificación *de jure* y *de facto* reducían la transparencia de la política cambiaria y distorsionaban las conclusiones de los estudios basados en la información de esa clasificación. Con el ánimo de corregir estas limitaciones el FMI adoptó en 1999 un nuevo esquema de clasificación.

³ Este trabajo, y a diferencia de Bubula y Ötoker-Robe (2002) o del *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI, no considera las uniones monetarias como un sistema cambiario y por tanto no las clasifica dentro de la categoría sistemas fijos estrictos (*hard pegs*).

una canasta de divisas—, bandas de flotación, *crawling bands* o *crawling pegs*. Se consideran también como regímenes intermedios los sistemas de flotación bruta (*managed floating regimes*). Finalmente, los sistemas “más flexibles” contienen a las economías cuyos regímenes son catalogados como de “libre flotación” o de “flotación pura”, así como también los *Other managed floating with no predetermined path*, es decir, sistemas de flotación intervenida en los que las autoridades monetarias no tienen un compromiso implícito o explícito con una paridad determinada o una zona objetivo determinada y que practican la “negligencia benigna” en la gestión de su tipo de cambio.

El artículo se centra en la evolución de los regímenes cambiarios en los países más avanzados y en las economías emergentes más integradas a los mercados financieros internacionales. La definición de países más avanzados coincide con la que proporciona la *International Financial Statistics* (IFS) del FMI⁴ con las excepciones de Hong Kong y Singapur, y comprende un conjunto de 23 economías: 18 de Europa Occidental, 2 de América del Norte, 1 del Este de Asia y 2 de Oceanía.

Por otra parte, a pesar de que no existe una definición ampliamente aceptada de lo que se entiende por economía emergente, nosotros usamos esta expresión para hacer referencia a un grupo compuesto por un total de 34 países que resulta de la unión de las 27 economías incluidas en el Índice de Países Emergentes de Morgan Stanley Capital International (MSCI) y de las 17 economías que agrupa el Índice Plus de Bonos de los Mercados Emergentes (*Emerging Markets Bond Index Plus, EMBI+*) que elabora J. P. Morgan, con algunas excepciones.⁵ Esta relación nominal de 34 países, a su vez, la agrupamos en tres grandes áreas geográficas: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela), Este de Asia (China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán) y resto de las economías emergentes (Bulgaria, Egipto, Hungría, India, Israel, Jordania, Marruecos, Nigeria, Pakistán, Polonia, Qatar, República Checa, Rusia, Sri Lanka, Sudáfrica y Turquía).

2. *El auge de los regímenes intermedios*

Durante el decenio de los setenta y principios de los ochenta muchas economías avanzadas y emergentes vincularon —implícita o explícitamente—

⁴ La relación de economías más avanzadas está integrada por un total de 23 economías que son: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza; Canadá y Estados Unidos; Japón; Australia y Nueva Zelanda.

⁵ Grecia la incorporamos en el grupo de países desarrollados, a pesar de que no forma parte del grupo de economías avanzadas de ninguno de los dos índices; de la misma manera, Singapur y Hong Kong los hacemos constar en el grupo de economías emergentes mientras los dos índices, los consideran como países desarrollados.

la paridad de su moneda con alguna de las principales divisas internacionales, sobre todo el dólar de los Estados Unidos y en menor medida el marco alemán, con la finalidad de dotarse de un ancla nominal creíble.⁶

El esfuerzo para captar los beneficios asociados al comercio y las finanzas internacionales movió a fines de los años ochenta a muchos países a permitir la plena convertibilidad de las operaciones por cuenta corriente y a suprimir progresivamente los controles que limitaban la libre circulación de capitales. Este extremo imponía la necesidad de una mayor flexibilidad cambiaria. Por eso, desde comienzos de los noventa, el intento de compatibilizar la estabilidad del tipo de cambio y el control de la inflación con una creciente movilidad de capitales forzó a muchos países a abandonar la paridad fija de su moneda y adoptar sistemas menos estrictos como los regímenes intermedios.

3. *Los riesgos de los regímenes intermedios*

Edwards (1993 y 1995) y Klein y Marion (1997), basándose en la congruencia temporal y otros argumentos de política económica, consideraban que el uso del tipo de cambio como ancla nominal resultó útil en la aplicación de los programas de estabilización en países con una trayectoria de alta inflación e importantes déficit fiscales como Argentina, Brasil, México y Chile, o en países sin referencias de una política antiinflacionista creíble como en el caso de Rusia. En el caso de los países del Este asiático, el uso del tipo de cambio como ancla nominal además de promover la estabilidad interna, perseguía mantener la paridad de la moneda un poco infravalorada para así favorecer el crecimiento de las exportaciones (Banco Mundial, 1998).

A pesar de estos beneficios, un problema recurrente y nunca plenamente anticipado de los programas de estabilización basados en el uso del tipo de cambio como ancla nominal es que la inflación tiende a presentar un grado de inercia considerable (Edwards, 1996a). En consecuencia, la convergencia del diferencial de inflación con el país al que se había vinculado el tipo de cambio nunca fue inmediata y, entonces, la fijación, formal o informal, del

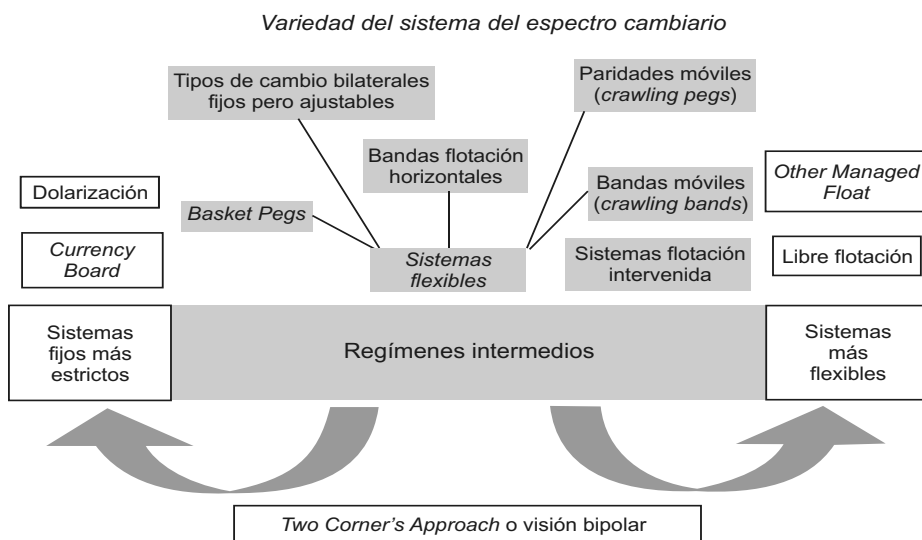
⁶ La elección del tipo de cambio no responde exclusivamente a motivaciones de política monetaria. Así, Frieden *et al* (2000), y Stein y Streb (2003) analizan el efecto de la economía política en la elección del régimen cambiario en la América Latina. Así, estos autores ponen de manifiesto que factores institucionales y políticos, así como diferencias en la estructura económica, condicionan la naturaleza de la política cambiaria instrumentada. En realidad, los acontecimientos políticos, la proximidad de comicios electorales y los cambios gubernamentales afectan la evolución y la estructura del tipo de cambio nominal y real. Paralelamente Bonomo y Terra (2004) estudian el efecto en la distribución de la renta que genera la apreciación o depreciación del tipo de cambio real asociada al ciclo electoral y cómo, a menudo, el conflicto de intereses entre los sectores productores de bienes comerciables y no comerciables mediatizan las decisiones de las autoridades económicas en materia de tipo de cambio.

tipo de cambio se convirtió en una práctica muy perniciosa para el funcionamiento de la economía en un contexto de gran afluencia de capitales extranjeros, asociado a los procesos de liberación financiera.⁷ En este panorama, el régimen de tipo de cambio fijo favoreció la sobrevaloración de la moneda nacional, la disminución de la competitividad de las exportaciones y el endeudamiento excesivo en moneda extranjera (Dornbusch, 1993).

4. La descomposición de los regímenes intermedios

a) *La emergencia de la visión bipolar del tipo de cambio.* La idea de que la mayoría de las anclas nominales pueden desencadenar una sobrevaloración de la paridad de la moneda nacional movió a muchos analistas, académicos e instituciones multilaterales a revisar sus posiciones respecto a los regímenes intermedios y a cuestionar abiertamente sus bondades, al consi-

GRÁFICA 1. *Tipología de regímenes cambiarios y la visión bipolar del tipo de cambio*^a



FUENTE: Elaboración propia.

⁷ La liberación de los movimientos de capitales puede ser una fuente de inestabilidad a corto plazo, pues las imperfecciones de los mercados de capitales nacionales e internacionales exponen a las economías de los países emergentes a los efectos de una rápida e inesperada reversión en el flujo de entrada de capitales. Esta vulnerabilidad puede acentuarse cuando la secuencia en el proceso de liberación financiera no se implanta adecuadamente —un extremo en particular frecuente en presencia de una estructura institucional débil—, si las políticas económicas son incongruentes o si los sistemas financieros nacionales no están suficientemente desarrollados como para asumir un gran volumen de capitales financieros procedentes del extranjero.

derarlos sistemas muy proclives a ataques especulativos en economías con un importante grado de apertura a los mercados financieros internacionales. Más cuando la mayoría de los episodios de crisis cambiarias del decenio de los noventa afectaron las economías que operaban con sistemas flexibles, los regímenes intermedios menos estrictos.⁸

Por ello, en los años recientes esta clase de sistemas ha perdido credibilidad y se ha producido un creciente apoyo en beneficio de una “visión bipolar” (*two corners approach*)⁹ (Mishkin, 1998). Según este enfoque las paridades ajustables o los tipos de cambio intervenidos son difíciles de mantener cuando existe una alta movilidad de capitales. En este panorama, la supervivencia del régimen cambiario exige que la paridad sea defendida con gran determinación o que el tipo de cambio se ajuste periódicamente en respuesta a las fuerzas de mercado. Los partidarios de este planteamiento consideran que estas condiciones sólo pueden ser satisfechas por dos regímenes extremos: los sistemas fijos “más estrictos” como un *currency board* o la dolarización o, por otra parte, por los sistemas cambiarios “más flexibles” (Calvo, 1999). El corolario de esta argumentación es que los países con un alto grado de integración financiera deberían abandonar los regímenes intermedios y situarse en alguno de estos dos extremos del espectro cambiario.

Fischer (2001) matiza, por medio de una alegoría, el sentido de la visión bipolar: “si a lo largo de una línea recta ubicásemos la diversidad de tipos de cambio existentes de tal manera que en el extremo izquierdo encontrásemos los *hard pegs* y en el extremo derecho se situasen los sistemas de libre flotación, entonces la visión bipolar no postula que los regímenes intermedios tengan que desaparecer fruto de la evolución hacia uno de los dos extremos, sino más bien lo que plantea es la existencia de un tramo de esta línea, representada por la variedad de *soft pegs*, que resulta insostenible”.

Con carácter general, los informes de las instituciones financieras internacionales parecen abogar más bien por sistemas flexibles (FMI, 2002; Chang y Velasco, 2000; Velasco, 2000, y Masson, 2001) mientras que un número considerable de académicos como Hanke y Schuler (1994), Savastano (1996), Calvo (1999 y 2000), y Ghosh, Gulde y Wolf (2000) se muestran firmemente partidarios de la constitución de *currency boards* o de la dolarización de la economía. En la práctica, que un país adopte un sistema de tipo de cambio fi-

⁸ Estos episodios hacen referencia al colapso del mecanismo de cambios (ERM) del Sistema Monetario Europeo (SME) entre 1992 y 1993, a la crisis de México de fines de 1994, a la crisis de las economías emergentes del Este de Asia de fines de 1997 y principios de 1998 —que afectó sobre todo a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia y, en menor medida, a Hong Kong, Singapur y Taiwán—, a la crisis de Rusia de 1998, a la crisis de Brasil de 1999 y a la de Turquía y Argentina durante 2001.

⁹ La “visión bipolar” también ha sido designada como *vanishing or missing middle, hollowing out of intermediate regimes* o “soluciones esquina”.

jo o flexible depende de la flexibilidad del mercado laboral, del grado de traslación de las variaciones del tipo de cambio a precios o de la moneda en que están denominados los activos y pasivos del sistema financiero.

b) *Los sistemas de libre flotación como mecanismo de cobertura.* Paradójicamente, el fundamento de los argumentos en favor de los sistemas flexibles no se basa en los aspectos macroeconómicos tradicionales, según los cuales estos regímenes permiten la instrumentación de una política monetaria autónoma, aíslan la economía de las perturbaciones exteriores y facilitan la práctica activa de políticas de demanda. Más bien, el razonamiento gira en torno del sesgo hacia el endeudamiento en moneda extranjera que introducen los sistemas de tipo de cambio fijo y que es el origen de las *self-fulfilling crises*.¹⁰

En una circunstancia de gran liquidez internacional, las economías emergentes de la América Latina y del Este de Asia recibieron desde principios de los noventa un flujo creciente de capitales externos, a medida que se liberaban las operaciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos y se desregulaban los sistemas financieros nacionales. Con todo, la carencia de unos mercados de capitales suficientemente amplios y profundos, unida a la gran inclinación que las compañías tenían por la financiación vía deuda, introdujeron un sesgo en el flujo de entrada de capitales procedentes del extranjero en favor de instrumentos como bonos y préstamos. En este panorama, la posibilidad de financiarse en el exterior a un costo menor desató una dinámica de endeudamiento excesivo a corto plazo en moneda extranjera por parte de empresas financieras y no financieras, que se vio reforzada por la ausencia de una regulación prudencial y de mecanismos de supervisión efectivos. A su vez, la estabilidad cambiaria y la trayectoria de moderada inflación, junto con una creciente acumulación de reservas internacionales, hacían que los beneficios evidentes de endeudarse en el exterior con tipos de interés más

¹⁰ Tradicionalmente, en un contexto de movilidad de capitales limitada, las crisis cambiarias tenían su origen en los déficit recurrentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Pero la creciente integración financiera proveniente del proceso de liberación de los movimientos de capitales y de desregulación de los sistemas financieros nacionales ha originado una nueva tipología de crisis: las crisis que la bibliografía económica ha caracterizado como *self-fulfilling crises* (y que he traducido como crisis que se autogeneran y se autoalimentan y en alguna ocasión como crisis que se autoafirman), que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos, en las que se combinan, simultáneamente, crisis cambiaria y crisis financiera. En realidad, el ataque especulativo contra la moneda nacional y la depreciación posterior es más un síntoma que un aspecto fundamental en la gestación de una crisis financiera mucho más amplia. Aquí el mecanismo que desencadena la salida de capitales que precipita la caída de la moneda, y tiende a validar la pérdida de confianza inicial, es la vulnerabilidad de los países a una salida súbita y masiva de capitales, debido a la existencia de un volumen muy significativo de inversiones a corto plazo o muy corto plazo (*hot money*) y la psicología de los inversionistas que según su racionalidad individual pueden alentar el “pánico financiero” y precipitar la crisis. La segunda característica distintiva de estos episodios es que la vulnerabilidad de las economías a este tipo de pánico está, al mismo tiempo, estrechamente relacionada con la “hipótesis del pecado original” (véase la nota 12 de pie de página).

bajos prevaleciesen sobre los costos de una eventual devaluación de la moneda nacional. Y además, en último término, siempre quedaba la garantía de un rescate de las “malas inversiones” por parte del gobierno, un extremo que introducía el problema de “riesgo moral” (Goldstein, 1998).

Esta dinámica significaba no sólo que los países eran más dependientes de la deuda que de los fondos propios sino que las empresas estaban cada vez más expuestas, porque las inversiones en el interior del país presentaban algún tipo de asincronía entre el horizonte temporal del endeudamiento y el periodo de maduración de las inversiones (*maturity mismatch*), y/o entre la divisa en la que están denominadas las deudas y la moneda en la que se realizan las inversiones (*currency mismatch*). Este extremo generaba un problema latente en su estructura económica y financiera, que era el origen de la vulnerabilidad del país a una situación de “pánico financiero”.

En consecuencia, si los sistemas de tipo de cambio fijo introducen un sesgo hacia el endeudamiento en moneda extranjera, entonces los sistemas flexibles ofrecen una cierta cobertura contra las crisis porque hacen más perceptible el riesgo cambiario y evitan el endeudamiento excesivo en moneda extranjera.

Un segundo argumento en favor de los sistemas flexibles emana de la experiencia de los países más avanzados con este tipo de regímenes cambiarios y constituye un corolario de la primera justificación. En particular, se considera que la libre flotación del tipo de cambio a lo largo del tiempo permitiría desarrollar en las economías emergentes unos mercados financieros suficientemente amplios y profundos, en los que las empresas nacionales podrían obtener capitales sin tener que recurrir al endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera (Velasco, 2000).

Ante estos planteamientos, durante muchos años se ha argumentado que multitud de países emergentes no podían adoptar de manera satisfactoria un sistema flexible por diversas razones. En primer lugar, el progresivo avance de la integración económica ha sometido a los regímenes de libre flotación a una presión creciente que se traduce en una disminución del comercio internacional y de la inversión directa del extranjero (Rose, 2000, y FMI, 2002). Segundo, Calvo y Reinhart (2000a) ponen de manifiesto que en un mundo con una gran movilidad de capitales, información incompleta y un gran endeudamiento en moneda extranjera, la gestión de la política monetaria y cambiaria está muy condicionada por el miedo a la flotación (*fear of floating*). Este miedo explicaría la intervención activa de las autoridades monetarias en los mercados de divisas para evitar las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, en particular las depreciaciones de la moneda nacional que tienden a afectar negativamente la inflación, los tipos de interés, los flujos comerciales, el valor de la deuda externa o el endeudamiento de las empresas.

Otra causa que se plantea para justificar la inconveniencia de los sistemas flexibles es la que considera que las economías emergentes no disponen de los requisitos institucionales necesarios para establecer una política monetaria congruente en un régimen de tipos de cambio flexible (Summers, 2000). La adopción de un sistema de flotación supone la renuncia al ancla nominal externa que comporta la paridad fija. En ausencia de un ancla externa, la gestión de la política monetaria necesita alguna otra referencia. Pero la instrumentación de una política monetaria basada en objetivos de inflación (*inflation targeting*) resulta problemática en las economías emergentes a causa de la inestabilidad de la demanda de dinero y de la ausencia de unos mercados financieros nacionales suficientemente amplios y profundos.¹¹

En realidad, para algunos economistas como Eichengreen y Hausmann (1999), y Ghosh, Gulde y Wolf (2000), la adopción de sistemas de tipo de cambio fijo para las economías emergentes es una necesidad imperiosa proveniente de la desconfianza en el funcionamiento de unos mercados financieros incompletos. Para estos autores, el “pecado original”¹² de las economías emergentes es muy importante como para resolverlo a partir de la simple adopción de un sistema de tipo de cambio flexible.

c) *La opción de los sistemas fijos “más estrictos”*. Si la presencia de restricciones institucionales u operativas limita la capacidad del país para operar con un sistema flotante o para instrumentar una política monetaria basada en un ancla interna, entonces la defensa de una determinada paridad por parte del banco central no será creíble y el régimen cambiario se convertirá en una fuente de inestabilidad que alimentará la volatilidad del tipo de cambio en los mercados de divisas. Para Calvo (2000) esta falta de credibilidad puede corregirse institucionalizando el compromiso con una paridad determinada mediante la creación de un *currency board*. En el límite, si se da una profunda “dolarización” del sector privado, mantener una moneda nacional propia es más un costo que una ventaja. En estas condiciones sería mejor adoptar como moneda propia alguna de las grandes divisas internacionales.

Hanke y Schuler (1994) consideran que los sistemas de tipo de cambio fijos

¹¹ Por eso, a veces se ha tendido a completar el ancla nominal interna con una externa más o menos estricta. Los casos de Israel y Chile han ilustrado durante diversos años esta circunstancia. En ambos países la dualidad de anclas nominales perseguía facilitar una transición gradual desde la referencia interna a la externa, a la vez que se dotaba de credibilidad a la política monetaria basada en objetivos de inflación. Pero la experiencia reciente de las economías de Brasil y México —países donde el tipo de cambio ha mostrado una volatilidad excesiva durante ciertos periodos— revela también que las autoridades económicas de los países emergentes que definen la estrategia de su política monetaria en términos de objetivos de inflación no pueden soslayar por completo la evolución del tipo de cambio, más cuando esta es una variable que no se comporta de manera tan estable como en las economías más avanzadas.

¹² El “pecado original” hace referencia a una situación en la que la moneda nacional no puede usarse para endeudarse con el exterior ni para endeudarse a largo plazo, ni sólo para endeudarse a nivel interno porque los mercados financieros nacionales son incompletos.

“más estrictos” (*currency board* y dolarización) son una garantía de credibilidad, disciplina y transparencia porque proporcionan un ancla nominal externa creíble. En realidad, el compromiso firme con una paridad determinada que proviene de la adopción de uno de estos dos sistemas hace altamente improbable una devaluación, un reajuste de la paridad o un abandono del régimen de manera inesperada, excepto en condiciones extremas.¹³ Además, si la naturaleza de las perturbaciones que provienen del exterior no es independiente del sistema cambiario adoptado y los países con regímenes de tipo de cambio más creíbles enfrentan perturbaciones más suaves, entonces los sistemas de tipo de cambio fijos “más estrictos” serán menos propensos al “contagio” (Calvo y Reinhart, 2000b). De esta manera, la reducción de la especulación y del riesgo de devaluación se traducen en una menor volatilidad del tipo de cambio y en unos tipos de interés menores y más estables a los que existirían en otras circunstancias. La combinación de una mayor credibilidad y una mayor estabilidad financiera acaban por configurar un entorno favorable al comercio exterior, a la inversión extranjera y al crecimiento sostenido a largo plazo.

Sin embargo, la adopción de alguno de estos sistemas fijos “más estrictos” no es una garantía automática ni inmediata de credibilidad. De hecho, la consecución de esta credibilidad pasa por cumplir una serie de condiciones relativas a la solvencia fiscal, a la función de “prestamista de último término” y a la solidez del sistema bancario. Los sistemas fijos “más estrictos”, y particularmente la dolarización, pueden llegar a eliminar el riesgo asociado con la “asincronía de divisas” (*currency mismatch*) pero no el riesgo de la “asincronía de vencimiento” (*maturity mismatch*). Además, en la medida en que estos sistemas limitan la actuación de la autoridad monetaria como prestamista de último término, se produce forzosamente un aumento de la vulnerabilidad a una crisis financiera, pues la opción de rescatar a instituciones con problemas desaparece una vez que existe una moneda única. En este sentido, Edwards y Susmel (2001) en un análisis del contagio de la volatilidad en Argentina, Brasil, Hong Kong, México y Chile encuentran que Argentina y, en menor medida, Hong Kong habían sido las economías más gravemente afectadas por este contagio de la volatilidad, a pesar de funcionar mediante *currency boards*.

Los sistemas fijos “más estrictos” tampoco desvanecen por completo el riesgo país. Según la tradición del modelo Mundell-Fleming, cuando las autoridades económicas deciden fijar el valor del tipo de cambio obligan a los mercados a ajustar las perturbaciones reales vía precios. Pero en la medida en que, a menudo, precios y salarios son rígidos a la baja y dado que es difícil

¹³ El colapso del *currency board* de Argentina en 2001 sería el ejemplo más significativo del abandono de estos sistemas en condiciones extremas.

CUADRO 1. Frecuencia de las crisis en los distintos regímenes cambiarios en las economías más avanzadas y en las economías emergentes

	Conjunto de economías más avanzadas y emergentes		Economías más avanzadas		Economías emergentes	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
<i>Sistemas fijos "más estrictos" (hard pegs)</i>	2	2.9	0	0.0	2	4.3
Dolarización	0	0.0	0	0.0	0	0.0
<i>Currency board</i>	2	2.9	0	0.0	2	4.3
<i>Regímenes intermedios</i>	56	80.0	18	75.0	38	82.6
<i>Soft pegs</i>	50	71.4	18	75.0	32	69.6
Paridad fijada a una divisa	8	11.4	3	12.5	5	10.9
Paridad fijada a una canasta	8	11.4	0	0.0	8	17.4
Banda horizontal	18	25.7	14	58.3	4	8.7
<i>Crawling peg</i>	10	14.3	1	4.2	9	19.6
<i>Crawling band</i>	6	8.6	0	0.0	6	13.0
<i>Managed floating regimes</i>	6	8.6	0	0.0	6	13.0
<i>Sistemas "más flexibles" (free floating)</i>	12	17.1	6	25.0	6	13.0
<i>Other Managed float</i>	3	4.3	1	4.2	2	4.3
<i>Independently Floating</i>	9	12.9	5	20.8	4	8.7
<i>Total episodios de crisis</i>	70	100.0	24	100.0	46	100.0
<i>Pro-memoria</i>						
Total de episodios de crisis (periodo 1990-1999)	61	87.1	21	87.5	40	87.0
Total de episodios de crisis (periodo 1990-1994)	38	54.3	17	70.8	21	45.7
Total de episodios de crisis (periodo 1995-1999)	23	32.9	4	16.7	19	41.3
Total de episodios de crisis (periodo 2000-2004)	9	12.9	3	12.5	6	13.0
<i>Floating regimes</i>	18	25.7	6	25.0	12	26.1
<i>Pegged regimes</i>	52	74.3	18	75.0	34	73.9
<i>Soft pegs</i>	50	71.4	18	75.0	32	69.6
<i>Hard pegs</i>	2	2.9	0	0.0	2	4.3

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos de Bubula y Ötker-Robe (2003) y el Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions para el periodo 2002-2004.

articular cambios artificiales en los precios relativos, esas perturbaciones generan recesión económica y una alta desocupación. La magnitud de estos efectos depende de la estructura económica del país y, en particular, del grado de flexibilidad del mercado laboral.

Finalmente, el *currency board*, al igual que cualquier otro sistema de tipo de cambio fijo en presencia de unos mercados de capitales incompletos, estimula la emisión de títulos de deuda expresados en moneda extranjera. En este panorama, una posible devaluación —como ha demostrado la crisis de Argentina en 2001— tiene unos efectos todavía más recesivos.¹⁴

II. EVIDENCIA EMPÍRICA

1. *La vulnerabilidad de los distintos regímenes cambiarios*

Las cifras que se presentan en el cuadro 1 proporcionan evidencia empírica de la frecuencia de las crisis cambiarias en las economías más avanzadas y en las economías emergentes y su relación con los sistemas de tipo de cambio utilizados.¹⁵ Como se observa, entre 1990 y 2004, la diversidad de regímenes cambiarios de los países más integrados a los mercados de capitales internacionales han tenido un total de 70 episodios de crisis, la mayor parte de los cuales (87%) ha sucedido en el decenio de los noventa, sobre todo en el periodo 1990-1994 (54.3 por ciento).

Los datos también revelan que, en promedio, las crisis acaecidas entre 1990 y 2004 han afectado en 74% a países que contaban con regímenes en los que el tipo de cambio estaba fijado de manera más o menos estricta (*pegged regimes*). En particular, los regímenes intermedios han presentado una propensión más alta a sufrir una crisis cambiaria (80% de los casos), sobre todo los sistemas *soft pegs* (71.4%) como bandas horizontales (25.7%), paridades fijadas a una divisa o a una canasta de divisas (22.8%) y *crawling pegs* (14.3%). Por lo contrario, la frecuencia de las crisis es significativamente menor tanto para los sistemas de libre flotación (17.1%) como, sobre todo, para los sistemas de tipo de cambios fijos “más estrictos” o *hard pegs* (2.9 por ciento).

¹⁴ Krugman (2000) contrasta esta situación con la experiencia de Brasil, donde la devaluación de principios de 1999 tuvo efectos claramente expansivos. A pesar de que la devaluación del real fue humillante para el gobierno, sus efectos fueron benignos a diferencia de lo que pasó, inicialmente, en Tailandia o en Indonesia en 1997. La explicación más plausible es que las empresas brasileñas no tenían muchos pasivos expresados en dólares, de tal manera que el “efecto procompetitivo” asociado de la devaluación predominaba en el “efecto balance” derivado del endeudamiento en moneda extranjera y, entonces, los movimientos del tipo de cambio funcionaron como mecanismo de ajuste macroeconómico.

¹⁵ Esta evidencia no supone una relación de causalidad, es decir, no implica forzosamente que el colapso del sistema cambiario fuera la causa de la crisis financiera. En realidad, en la mayoría de episodios del decenio de los noventa y principios de 2000, el ataque especulativo contra la moneda nacional y la depreciación posterior fue más un síntoma que un aspecto fundamental en la gestación de una crisis financiera mucho más amplia (véase la nota 10 de pie de página).

Esta evidencia empírica avalaría las recomendaciones de la visión bipolar del tipo de cambio, según la cual los sistemas situados en los extremos del espectro cambiario son los que permiten una mejor gestión de la política cambiaria, en un contexto de libre movilidad de capitales, y en consecuencia se muestran menos propensos a sufrir ataques especulativos y crisis cambiarias. A pesar de estos resultados, es evidente que los sistemas más extremos no han escapado a las presiones sobre el tipo de cambio. Existen muchos episodios de crisis en los mercados de cambios asociados a sistemas de libre flotación, como así lo atestiguan los casos del rand de Suráfrica (1998 y 2001), el yen japonés (1995), la lira italiana (1995) y el dólar canadiense (1992). De la misma manera, los sistemas *hard pegs* también han sido víctimas de ataques, como así lo certifican el colapso del peso argentino en 2001 y el ataque especulativo contra el *currency board* de Hong Kong en 1997.

De manera desagregada, el número de crisis que han afectado a los sistemas cambiarios de las economías más avanzadas en el periodo 1990-2004 es de 24 (34.3% del total), 70.8% de los cuales se concentró durante la primera mitad del decenio de los noventa. En realidad, como se observa en el cuadro 1, en las economías más avanzadas los episodios de crisis han sucedido en los regímenes intermedios (75% de los casos) o bien en los sistemas “más flexibles” (25% de los casos). Dentro de los regímenes intermedios, las crisis entre 1990-2004 se han concentrado principalmente en los sistemas de banda horizontal (58.3%) como un reflejo de la crisis del mecanismo de cambios (ERM, *Exchange Rate Mechanism*) del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992.

En cuanto a las economías emergentes, el número de crisis experimentadas por los sistemas cambiarios de estos países en el periodo 1990-2004 es de 46, 45.7% de los cuales se dio en el periodo 1990-1994 y 41.3% durante la segunda mitad de los años noventa. Aquí, los sistemas más afectados por las crisis son los regímenes intermedios que concentran 82.6% de los casos, seguidos por los sistemas “más flexibles” con 13%, pero mucho menor que el de los *hard pegs* con 4.3 por ciento.

De hecho, la frecuencia de las crisis cambiarias en los *soft pegs* es de 69.6% —a causa de las crisis de México (1994) y de las economías emergentes del Este de Asia (1997)—; destacan los casos que han afectado a los *crawling pegs* (19.6%), a los regímenes en los que el tipo de cambio está fijado a una canasta de divisas (17.4%) y a las *crawling bands* (13 por ciento).

2. La evolución internacional de los regímenes cambiarios

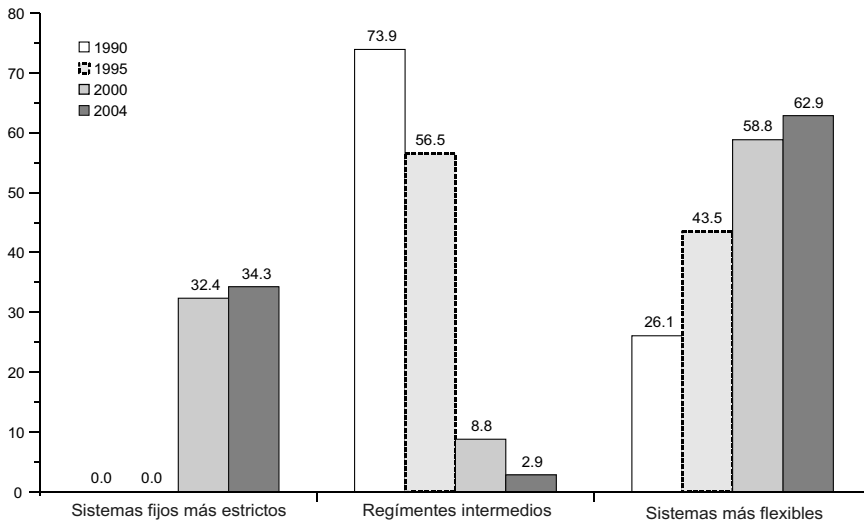
a) *Evolución de los regímenes cambiarios en los países más avanzados.* La gráfica 2 muestra la evolución a nivel agregado de las tres grandes categorías de regímenes cambiarios entre 1990 y 2004 para el grupo de 23 países

desarrollados considerados, de acuerdo con la política cambiaria instrumentada *de facto*, mientras que el cuadro 2 proporciona esa misma información pero de manera más pormenorizada. El panorama que describe la gráfica 2 pone de manifiesto que durante la primera mitad de los años noventa, los sistemas intermedios representaban, en promedio, 63% del total de los acuerdos cambiarios en las economías más avanzadas (61% para los sistemas *soft pegs*). La gran significación de esta tipología de régimen cambiario es atribuible a que en ese periodo la mayoría de países europeos administraba su política cambiaria mediante el sistema de bandas horizontales que definía el mecanismo de cambios del SME. El resto de países desarrollados no europeos funcionaba con alguna de las variedades de los sistemas cambiarios “más flexibles”, lo cual determinaba que en esa época la importancia relativa media de estos sistemas se situara en torno de 37.4%. Finalmente, los sistemas de tipo de cambio fijo “más estrictos” (*hard pegs*) como la dolarización o los *currency boards* no fueron utilizados nunca y, obviamente, su relevancia era nula.

Pero, como se observa en el cuadro 2, a partir de 1999 la importancia relativa de los sistemas cambiarios “más flexibles” y de sistemas fijos “más estrictos” creció espectacularmente, como consecuencia de la incorporación de los miembros de la Unión Europea (UE) a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, la adopción del euro como moneda única. Así,

GRÁFICA 2. Evolución de los diferentes regímenes cambiarios en las economías más avanzadas

(Porcentaje de países)



FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos elaborada por Bubula y Ötker-Robe (2002) y en el *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI para el periodo 2002-2004.

CUADRO 2. Evolución desagregada de los diferentes regímenes cambiarios en las economías más avanzadas
(Porcentaje de países)

	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2004
<i>Sistemas fijos más estrictos</i> (hard pegs)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	32.4	32.4	34.3	34.3	34.3
Dolarización	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	32.4	32.4	34.3	34.3	34.3
<i>Currency board</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Regímenes intermedios</i>	73.9	56.5	56.5	65.2	60.9	60.9	8.8	8.8	2.9	2.9	2.9
<i>Soft pegs</i>	73.9	52.2	52.2	60.9	60.9	60.9	8.8	8.8	2.9	2.9	2.9
Paridad fija a una divisa	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Paridad fija a una cesta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Banda horizontal	52.2	34.8	34.8	43.5	43.5	47.8	8.8	8.8	2.9	2.9	2.9
<i>Crawling peg</i>	8.7	4.3	4.3	4.3	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Crawling band</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Managed floating regimes</i>	0.0	4.3	4.3	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Sistemas "más flexibles"</i> (free floating)	26.1	43.5	43.5	34.8	39.1	39.1	58.8	58.8	62.9	62.9	62.9
<i>Other managed float</i>	4.3	4.3	4.3	4.3	8.7	8.7	2.9	2.9	0.0	0.0	0.0
Libre flotación	21.7	39.1	39.1	30.4	30.4	30.4	55.9	55.9	62.9	62.9	62.9

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos elaborada por Babula y Ötker-Robe (2002) y en el Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions del FMI para el periodo 2002-2004.

el colapso del SME después de la serie de ataques especulativos, a fines del verano de 1992, movió a los países de la UE a avanzar en el proceso de integración económica, un proceso que culminó con la sustitución del sistema de bandas por una unión monetaria en 1999, en la que el banco central (europeo) permitía la libre flotación del tipo de cambio.¹⁶ Al mismo tiempo, la desconfianza respecto a las paridades fijas, aunque ajustables después de los ataques especulativos contra el SME, explica también la renuncia a los regímenes intermedios y su remplazo por sistemas “más flexibles” en países como Noruega, Suecia y Reino Unido. El resto de países desarrollados: Australia, Canadá, Estados Unidos, Islandia, Japón, Nueva Zelanda y Suiza han continuado funcionando con sistemas cambiarios de libre flotación.

De esta manera, a fines de 2004, 63% de las economías operaba mediante sistemas “más flexibles” mientras que 34% de los países considerados funcionaba con los sistemas fijos “más estrictos”. Esto significa que los regímenes intermedios (3% de los casos) prácticamente han desaparecido en los países más avanzados, un extremo que avalaría la hipótesis de la “visión bipolar”.

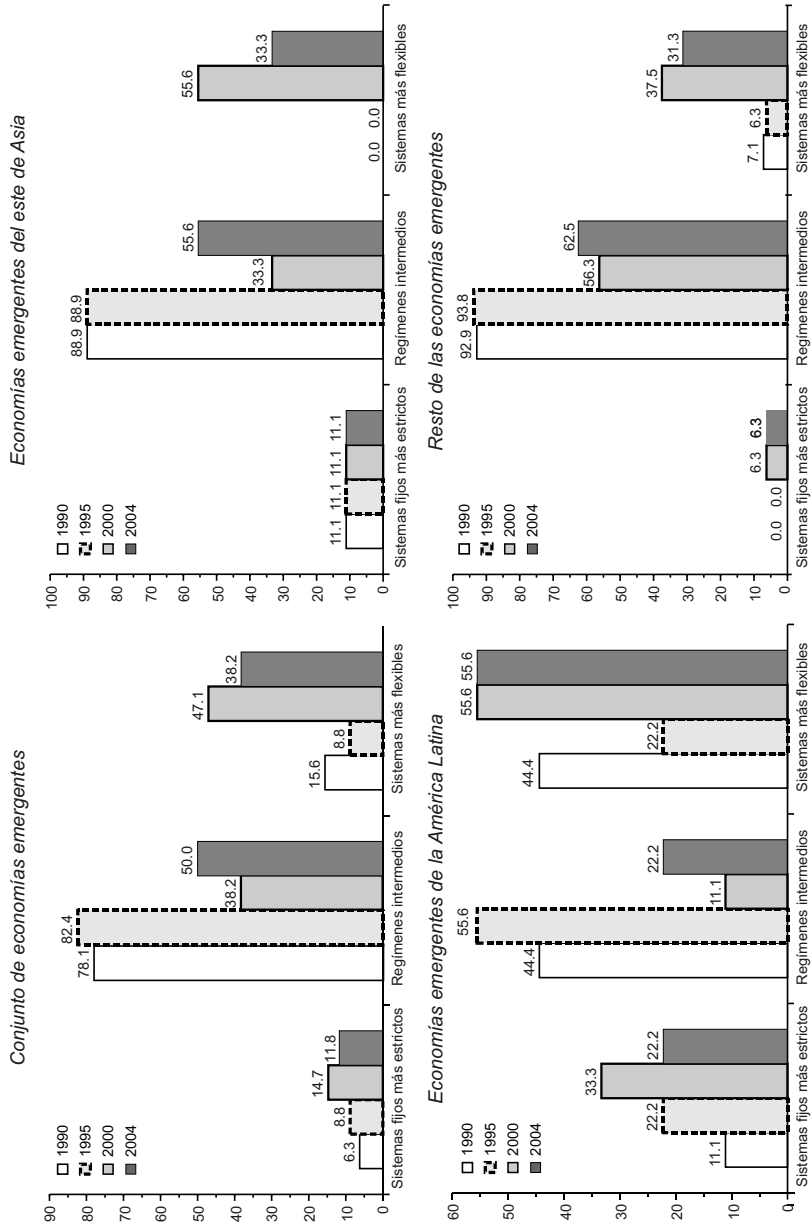
Sin embargo, en nuestra opinión, sería más adecuado hablar de “polarización” y menos de “bipolarización” de los sistemas de tipo de cambio, puesto que el número de países que gestionan su política cambiaria mediante un “régimen intermedio” se ha ido contrayendo de manera sesgada a lo largo del tiempo, beneficiando en mayor medida a los sistemas “más flexibles” que a los estrictos.

b) *Evolución de los regímenes cambiarios en las economías emergentes.* El cuadro 3 muestra la evolución a nivel agregado de las tres grandes categorías de regímenes cambiarios entre 1990 y 2004 para el grupo de 34 países emergentes más integrados a los mercados financieros internacionales según la política cambiaria instrumentada *de facto*, mientras que la gráfica 3 proporciona esa misma información pero desglosada por áreas geográficas. Así, a principios del decenio de los noventa, los regímenes intermedios definían 78% de la política cambiaria, un porcentaje que fue en aumento hasta situarse en 82.4% en 1995. Este incremento obedece sobre todo a la tendencia observada en los países de la América Latina donde la proporción de sistemas intermedios aumentó en 11 puntos porcentuales, desde 44.4% de 1990 a 55.6%

¹⁶ Si bien es cierto que desde la creación de la UEM en la UE el tipo de cambio nominal entre los países que adoptaron el euro como moneda propia quedó fijado de manera irrevocable, nosotros consideramos, a diferencia de Bubula y Ötker-Robe (2002), que la gestión de la política cambiaria —en relación con la divisa de cualquier otro país externo a la UEM— viene definida, tal como establecen los estatutos del Banco Central Europeo, por un sistema de libre flotación, mientras que a nivel interno el sistema de tipo de cambio implica la “eurización” de la política cambiaria. Es por ello que desde 1999 a los países europeos que forman parte de la UEM los clasificamos simultáneamente como “dolarización” (y por tanto dentro de la categoría *hard peg*) y como *free floating* (y por tanto dentro de la categoría de sistemas “más flexibles”).

GRÁFICA 3. Evolución de los regímenes cambiarios en las economías emergentes

(Porcentaje de países)



FUENTE: Elaboración propia a partir de Bubula y Ötker-Robe (2002) y estadísticas del FMI.

de 1995. Para Frankel (1999) esta evolución se explica porque las autoridades económicas de las principales economías emergentes de la América Latina entendían que los sistemas *crawling pegs* y los sistemas de flotación bruta eran un instrumento válido para conciliar, simultáneamente, la estabilidad del tipo de cambio y una cierta discrecionalidad de la política monetaria, en un contexto de creciente movilidad de capitales. En el resto de las economías emergentes, durante la primera mitad de los noventa, la significación de estos sistemas se mantuvo constante en torno de 90 por ciento.

Como consecuencia de la tendencia, el peso específico de los sistemas “más flexibles” cayó en 7 puntos porcentuales en beneficio de regímenes intermedios y, en menor medida pero también, de los sistemas fijos “más estrictos”. En realidad, en el periodo 1990-1995 los sistemas de libre flotación no eran utilizados en el Este de Asia, mientras que en la América Latina su importancia relativa descendió notoriamente, en 22 puntos porcentuales, pasando de 44% en 1990 a 22.2% en 1995. En el resto de las economías emergentes el uso de los sistemas “más flexibles” disminuyó un poco, de 7% en 1990 a 6.3% en 1995. Durante ese mismo periodo, los sistemas fijos “más estrictos” eran poco significativos, entre 6 y 11% del total. De hecho, en las economías emergentes las experiencias con *hard pegs* se limitaban al *currency board* de Hong Kong en el Este de Asia y a la dolarización de Panamá en la América Latina, hasta que en 1991 y a pesar del fervor generalizado hacia los sistemas intermedios, las autoridades económicas de Argentina —por recomendaciones de organismos internacionales— decidieron constituir un *currency board* en un intento de imponer disciplina y dotar de credibilidad a la política monetaria.

Pero a partir de la segunda mitad de los años noventa en las economías emergentes se tuvo una marcada transición hacia sistemas “más flexibles”, un extremo que suponía un giro radical en la gestión de la política cambiaria de estos países. Fruto de esta dinámica, la importancia relativa de los regímenes intermedios se redujo de manera drástica —en más de 44 puntos— para situarse a fines del decenio en 38.2%. Como dijimos en la sección anterior, la explicación de esta tendencia la encontramos en que durante la segunda mitad de los años noventa buena parte de los regímenes intermedios de los países emergentes —en particular los sistemas *soft pegs*— fue afectada por una oleada de ataques especulativos —iniciada con el colapso del peso mexicano a fines de 1994 y culminada con la crisis de Turquía en 2001—, circunstancia que propició una huida de estos sistemas en beneficio de los regímenes más extremos, sobre todo los sistemas “más flexibles”.

A raíz de estos episodios, las economías de México (1994), la República Checa, Corea del Sur, Indonesia, Filipinas y Tailandia (1997), Rusia (1998), Brasil y Colombia (1999) y Turquía (1994 y 2001) dejaron flotar su moneda

CUADRO 3. Evolución desagregada de los diferentes regímenes cambiarios en las economías emergentes

	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2004
(Porcentaje de países)											
<i>Sistemas fijos más estrictos (hard pegs)</i>											
Dolarización	6.3	8.8	8.8	8.8	11.8	11.8	11.8	14.7	11.8	11.8	11.8
<i>Currency board</i>	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	5.9	5.9	5.9	5.9
<i>Regímenes intermedios</i>	78.1	70.6	82.4	79.4	55.9	52.9	41.2	38.2	35.3	47.1	50.0
<i>Soft pegs</i>	62.5	52.9	58.8	61.8	50.0	47.1	35.3	29.4	26.5	20.6	20.6
Paridad fija a una divisa	15.6	11.8	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	11.8	11.8	14.7	14.7
Paridad fija a una cesta	18.8	11.8	8.8	5.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Banda horizontal	6.3	5.9	2.9	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	5.9	2.9	2.9
<i>Crawling peg</i>	6.3	14.7	17.6	20.6	20.6	26.5	14.7	11.8	5.9	0.0	0.0
<i>Crawling band</i>	15.6	8.8	14.7	14.7	11.8	2.9	2.9	2.9	0.0	0.0	0.0
<i>Managed floating regimes</i>	15.6	17.6	23.5	17.6	5.9	5.9	5.9	8.8	8.8	26.5	29.4
<i>Sistemas "más flexibles" (free floating)</i>	15.6	20.6	8.8	11.8	32.4	35.3	47.1	47.1	52.9	41.2	38.2
<i>Other managed float</i>	9.4	17.6	5.9	5.9	20.6	20.6	20.6	17.6	17.6	14.7	11.8
Libre flotación	6.3	2.9	2.9	5.9	11.8	14.7	26.5	29.4	35.3	26.5	26.5

FUENTE: Elaboración propia a partir de la base de datos elaborada por Bubula y Öker-Robe (2002) y en el Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions del FMI para el periodo 2002-2004.

después de las presiones en los mercados de divisas, en un intento por recuperar la autonomía de la política monetaria y limitar los flujos de capitales especulativos a los que se habían mostrado proclives los regímenes *soft pegs*. Chile (1999) y Polonia (2000) también dejaron flotar su moneda, pero en un periodo relativamente tranquilo, con la finalidad de gestionar la política monetaria en términos de objetivos de inflación (*inflation targeting*). Finalmente, Sri Lanka, Hungría, Israel y Venezuela fueron ampliando de manera sucesiva el ritmo de deslizamiento de las bandas de flotación para dotar al sistema cambiario de una creciente flexibilidad.¹⁷

En consecuencia, el uso de los sistemas de tipo de cambio “más flexibles” en las economías emergentes pasó de 8.8% en 1995 a 47.1% en 2000. En la América Latina la gestión de la política cambiaria mediante el sistema de libre flotación se multiplicó por 2.5 al pasar de 22.2% en 1995 a 55.6% en 2000. En el Este de Asia la crisis de 1997 forzó a los países a permitir la libre flotación del tipo de cambio, por primera vez en el decenio de los noventa, de manera que a fines de 2000 55.6% de las economías de esta zona usaban algunos de los sistemas cambiarios “más flexibles”. En el resto de economías emergentes la utilización de los sistemas de libre flotación aumentó en 31 puntos, pasando de 6.3% en 1995 a 37.5% en 2000.

Paralelamente, durante el periodo 1995-2000 diversos mercados emergentes también adoptaron sistemas muy rígidos como el *currency board* de Bulgaria (1997) y la dolarización de Ecuador (2000). En estos países, después de años en los que la paridad había flotado libremente, se decidió subordinar por completo la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio, con la esperanza de que la mayor disciplina que imponen los *hard pegs* pudiera aumentar la credibilidad de esta política y convertir sus divisas en monedas menos proclives a sufrir un ataque especulativo. En consecuencia y tal como se ilustra en el cuadro 3, a partir de 1997, pero sobre todo de 1999, la relevancia de los *hard pegs* fue aumentando paulatinamente, desde 8.8% en 1995 hasta 14.7% a fines de 2000. Esto implicaba que en el intervalo de poco menos de cinco años el uso de *hard pegs* se había incrementado en 6 puntos porcentuales.

Nuevamente, la evolución de la importancia relativa de los diferentes sistemas de tipo de cambio durante los años noventa confirmaría la huida de los regímenes intermedios, en particular de los sistemas *soft pegs*, en beneficio de las opciones más extremas que plantea la hipótesis de la “visión bipolar”. Con todo, esta tendencia no ha sido homogénea puesto que la proporción de países que gestionan su política cambiaria por medio de un “régimen inter-

¹⁷ A pesar de esta intención, las tensiones en los mercados de divisas obligaron a las autoridades económicas de Venezuela a renunciar al sistema de bandas en 2002 para fijar la paridad del bolívar al dólar de los Estados Unidos.

medio”, entre 1995 y 2000, se ha trasladado casi íntegramente en un incremento del porcentaje de países con sistemas de tipo de cambio “flotante”.

Por ello, a nuestro entender, en las economías emergentes también sería más adecuado hablar de una tendencia a la “polarización” de los regímenes cambiarios que hablar de “bipolarización”. Sin embargo, y a pesar de esta dinámica, a fines de 2000, la significación de los sistemas de libre flotación (47.1%) y de los *hard pegs* (14.7%) en las economías emergentes era inferior a la importancia relativa de los sistemas “más flexibles” (58.8%) y de los sistemas fijos “más estrictos” (32.4%) en los países más avanzados. Esta circunstancia pondría de manifiesto que a pesar de la fragilidad mostrada por los regímenes intermedios, especialmente los *soft pegs*, ante los ataques especulativos en las economías emergentes, estos sistemas no han desaparecido por completo del espectro cambiario.

Finalmente, desde 2001 y una vez superada la inestabilidad que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales durante el decenio de los noventa, se ha observado una disminución de la significación tanto de los sistemas de libre flotación (desde 47.1 en 2000 a 38.2% en 2004) como de los *hard pegs* (desde el 14.7 a 11.8% en 2004) en beneficio de los regímenes intermedios cuya importancia relativa ha aumentado desde 38.2% en 2000 hasta 50% en 2004.

Además como se observa en el cuadro 3, la recuperación de los regímenes intermedios se ha producido a partir del uso renovado de los sistemas de flotación bruta (*managed floating regimes*), cuya popularidad ha pasado de 8.8 en 2000 a 29.4% en 2004, superando en importancia a los *soft pegs*, la otra categoría de sistemas intermedios y tradicionalmente la más significativa. En particular, en los países de la América Latina la mayor utilización de regímenes intermedios se ha duplicado a costa de la reducción de la importancia relativa de los *hard pegs*, circunstancia que refleja el colapso del *currency board* argentino en 2001. En las economías emergentes del Este de Asia la reactivación de los regímenes intermedios en 22 puntos porcentuales se ha producido a costa de los sistemas de libre flotación, como consecuencia de la recuperación de los sistemas intermedios —en particular los sistemas de flotación bruta— en las economías más afectadas por la crisis de 1997, que han triplicado su importancia desde 11.1 en 2000 a 33.3% en 2004. En el resto de economías emergentes el avance de los regímenes intermedios ha sido menos marcado, pero a pesar de ello la significación de estos sistemas ha pasado de 56.3 en 2000 a 62.5% en 2004. De nuevo, el progreso de estos sistemas ha ido en detrimento de los regímenes de libre flotación cuya importancia relativa se ha reducido hasta 31.3% en 2004.

Esta evolución de los sistemas cambiarios en las economías emergentes más integradas a los mercados financieros internacionales durante el perio-

do 2001-2004 muestra que el auge de los sistemas “más flexibles” podría ser una tendencia coyuntural del decenio de los noventa, un hecho que cuestionaría desde el punto de vista empírico la relevancia de la visión bipolar. En realidad, la creciente importancia de los sistemas intermedios obedecería a un cierto “miedo a la flotación” y a la voluntad de efectuar una gestión activa de la política cambiaria conservando el papel de ancla nominal del tipo de cambio sin comprometerse con un objetivo específico.

CONCLUSIONES

A partir de la segunda mitad del decenio de los noventa y después de años de funcionamiento efectivo, la preferencia por los regímenes intermedios se invirtió radicalmente. La progresiva integración financiera y la creciente libertad en la circulación de capitales pusieron de manifiesto las incongruencias de aquellos sistemas, convirtiéndolos en regímenes proclives a sufrir ataques especulativos en economías con un importante grado de apertura a los mercados financieros internacionales. De hecho, gran parte de los regímenes intermedios de los países industrializados y emergentes fue afectada por una oleada de ataques especulativos, iniciada con el colapso del Sistema Monetario Europeo en 1992 y culminada con la crisis de Argentina de 2001.

Estos episodios de crisis cambiarias han obligado a los economistas a reelaborar sus posiciones respecto a las políticas de tipo de cambio. La visión que ha ido imponiéndose, conocida como visión bipolar, establece que para evitar los episodios recurrentes de crisis cambiarias, la mayoría de países debería abandonar los regímenes intermedios en beneficio de los sistemas más extremos del espectro cambiario, como mecanismo para facilitar la gestión de la política monetaria y cambiaria en un contexto de creciente integración en los mercados internacionales.

La evolución de las diferentes tipologías de sistemas de tipo de cambio analizada en este trabajo avalaría esta hipótesis durante la segunda mitad del decenio de los noventa. Pero a pesar de la disminución de la importancia relativa de los regímenes intermedios en el periodo 1995-2000, la visión bipolar se ha visto cuestionada por diversas razones.

En primer lugar, la proporción de países que gestionan su política cambiaria por medio de un régimen intermedio se ha ido reduciendo con el paso del tiempo en favor de sistemas de libre flotación y en menor medida hacia sistemas fijos “más estrictos”. Por ello, a nuestro entender, sería más adecuado hablar de una tendencia a la “polarización” que hablar de “bipolarización” de los sistemas cambiarios. Segundo, el análisis realizado en este trabajo revela que los “sistemas más extremos” también pueden ser objeto de ataques

especulativos, como lo atestiguan las presiones tanto sobre los *hard pegs* como sobre los sistemas “más flexibles” de tipo de cambio.

Tercero, las recomendaciones que derivan de la “visión bipolar” son discutibles por parciales, pues el apoyo a esta posición se basa más bien en las dificultades que presentan los sistemas intermedios, y no tanto en los méritos históricos de los dos regímenes extremos.

En este sentido, los mercados emergentes no presentan muchas experiencias históricas en términos de libre flotación del tipo de cambio o inmovilidad total del tipo de cambio. Así, dadas las exigencias que imponen los sistemas de *currency board* y los regímenes de dolarización, la muestra de economías emergentes con sistemas fijos estrictos no es muy extensa y se limita a las experiencias de Argentina (hasta 2001), Hong Kong y Bulgaria (desde 1997) que tienen *currency boards* y los casos de Panamá y Ecuador (desde 2000) que se han dolarizado. De la misma manera, entre los países emergentes, los sistemas de libre flotación *de facto* son una rareza. México (desde 1995), Corea del Sur y Sudáfrica (desde 1997), Brasil (desde 1998) y Polonia (entre 2000 y 2004) son de los pocos países con una experiencia destacable con este tipo de sistemas.

Finalmente, la evolución de los regímenes cambiarios entre 2000 y 2004 avalaría la posición de que el auge de los sistemas “más flexibles” en las economías emergentes es más bien una tendencia coyuntural. En este sentido, en los años recientes se ha producido una reversión de esta dinámica, en particular en el Este de Asia, en beneficio, nuevamente, de los regímenes intermedios —a partir del uso renovado de los sistemas de flotación intervenida, a causa del “miedo a la flotación” y de la voluntad de llevar a cabo una gestión activa de la política cambiaria, una vez que se ha superado la inestabilidad que caracterizó a los mercados financieros internacionales durante los años noventa.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (1998), “East Asia: the Road to Recovery”, Washington, Banco Mundial.
- Bonomo, M., y C. Terra (2004), “Elections and Exchange Rate Policy Cycles”, *Economics and Politics*, vol 117, pp.151-176.
- Bubula, A., y I. Ötoker-Robe (2002), “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies”, IMF Working Paper núm. 155, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- , y ——— (2003), “Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?”, IMF Working Paper núm. 223, Washington, Fondo Monetario Internacional.

- Calvo, G. (1999), "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-Of-Millennium Rematch", University of Maryland, mimeografiado (disponible en www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html).
- (2000), "Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America", University of Maryland, mimeografiado (disponible en www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html).
- , y C. Reinhart (2000a), "Fear of floating", NBER Working Paper núm. 7993, Cambridge, National Bureau of Economic Research, mimeografiado (disponible en www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html). Publicado posteriormente en el *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, núm. 2, pp. 379-408.
- , y — (2000b), "Fixing for Your Life", University of Maryland, mimeografiado (disponible en www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html).
- Chang, R., y A. Velasco (2000), "Exchange Rate Policy for Developing Countries", Papers and Proceedings, *American Economic Review*, vol. 90 (2), pp. 71-75.
- Collins, S. (1996), "On Becoming More Flexible: Exchange Rate Regimes in Latin America and the Caribbean", *Journal of Development Economics*, vol. 51.
- Dornbursch, R. (1993), *Stabilization, Debt and Reform: Policy Analysis for Developing Countries*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Edwards, S. (1993), "Exchange Rates as Nominal Anchors", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 129, núm. 1, pp. 1-32.
- (1995), "Exchange Rates, Inflation, and Disinflation: Latin American Experiences", S. Edwards (comp.), *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press.
- (1996a), "Exchange-Rate Anchors, Credibility and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico", Papers and Proceedings, *American Economic Review*, pp. 176-180.
- (1996b), "The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes", NBER Working Paper núm. 5756, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- (2000), "Exchange Rates Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", preparado para la National Bureau of Economic Research Conference, "Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies", celebrada en la ciudad de Woodstock los días 19-21 de octubre de 2000.
- (2001), "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", NBER Working Paper núm. 8076, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- , y R. Susmel (2001), "Volatility Dependence and Contagion in Emerging Equity Markets", NBER Working Paper núm. 8506, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B., y R. Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper núm. 7418, Cambridge, noviembre.
- Fischer, S. (2001), "Exchange Rates Regimes: Is The Bipolar View Correct?", *Distinguished Lecture on Economics in Government. Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, núm. 2, pp. 3-24.

- FMI (2002), "Trade and Financial Integration", cap. 3, *IMF World Economic Outlook*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- , "Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions", varios números, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Frankel, J. A. (1999), "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", *Essays in Internacional Finance*, núm. 215.
- Frieden, J., P. Ghezzi y E. Stein (2000), "Politics and Exchange Rates in Latin America", Research Network Working Paper, núm. 421, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Ghosh, A. R., A. M. Gulde y H. C. Wolf (2000), "Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences", Cambridge, MIT Press.
- Goldstein, M. (1998), "The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications", *Policy Analyses in International Economics*, núm. 55.
- Hanke, S., y K. Schuler (1994), "Currency Boards for Developing Countries", San Francisco, ICS Press.
- Kaminsky, G., y C. Reinhart (1999), "The Twin Crises: Balance of Payments and Banking Crises in Developing Countries", Papers and Proceedings, *American Economic Review* 89(3), pp. 473-500.
- Klein, M., y N. Marion (1997), "Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs", *Journal of Development Economics*, vol. 54, pp. 387-404.
- Krugman, P. (2000), "Crises: The Price of Globalisation?", Proceedings, issue from Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto, pp. 75-106.
- Masson, P. (2001), "Exchange Rate Regime Transitions", *Journal of Development Economics*, vol. 64, pp. 571-586.
- Mishkin, F. (1998), "The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries", *International Finance*, vol. 1, pp. 81-101.
- Obstfeld, M., y K. Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 73-96.
- Reinhart, C., y K. Rogoff (2002), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", NBER Working Paper núm. 8963, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Rose, A. K. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effects of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, vol. 30, pp. 7-45.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons of 1995", *Brooking Papers on Economic Activity* 1, Washington, Brookings Institution.
- Savastano, M. (1996), "Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues", Washington, IMF Working Papers núm. 4.
- Stein, E., y J. Streb (2003), "Elections and The Timing of Devaluations", *Journal of International Economics*, vol. 63 (1), pp.119-145.
- Summers, L. W. (2000), "International Financial Crisis: Causes, Prevention and Cures", Papers and Proceedings, *American Economic Review*, vol. 90 (2), páginas 1-16.
- Velasco, A. (2000), "Exchange Rate in Emerging Markets: Floating Toward the future", Working Paper núm. 46, Cairo, Egiptian Center for Economic Studies.