

¿Se cumple la visión bipolar del tipo de cambio en las economías emergentes?

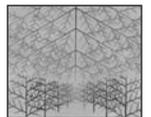
Joan Ripoll i Alcón*

Después de años de funcionamiento efectivo, los regímenes intermedios se acabaron convirtiendo, a medida que avanzaba el proceso de integración financiera, en sistemas proclives a sufrir ataques especulativos. Así lo avala la evidencia de que los sistemas de tipo de cambio fijo menos estrictos o soft pegs, fueron el epicentro de la mayoría de las crisis cambiarias de la década de los noventa en 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 evidencias sobre la tendencia a la bipolarización de los regímenes cambiarios y estudia la evolución de los sistemas de tipo de cambio entre 1990 y 2004 en las economías emergentes más integradas en los mercados de capitales internacionales.

Palabras clave: tipo de cambio, crisis cambiarias, integración económica, economías emergentes, mercado de capitales.

Clasificación JEL: F31, F42



COLABORACIONES

1. Introducción

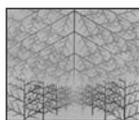
Los *regímenes intermedios* se convirtieron en sistemas inviables a medida que avanzaba el proceso de liberalización de los movimientos de capitales a nivel internacional. De hecho, estos sistemas fueron el epicentro de la mayoría de las crisis cambiarias vividas en América Latina y el Este de Asia durante la década de los noventa.

Por eso, actualmente, la cuestión sobre la elección del régimen cambiario en las economías emergentes ha vuelto a adquirir relevancia, pero a diferencia de los años setenta donde la polémica giraba entorno a la conveniencia de los sistemas de tipo de cambio fijo o flexible, el debate actual se centra en la distinción entre *regímenes intermedios* y *regímenes extremos*. Esta discusión tiene su origen en la consideración por parte de muchos analistas, académicos e instituciones multilaterales de que las crisis no son una consecuencia inevitable de la naturaleza cambiante de la economía mun-

* Profesor del Departamento de Economía y Finanzas de l'Escola d'Estudis Empresarials del Maresme (EUM) adscrita a la Universitat Pompeu Fabra (UPF).

dial 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 o *sudden stops*.

El trabajo se estructura en tres partes. En la primera sección se presentan la variedad de sistemas cambiarios y se analiza la pérdida de crédito de los sistemas *soft pegs*, en beneficio de las soluciones más extremas que configuran la *visión bipolar* del tipo de cambio. En la segunda sección se aporta evidencia sobre 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 emergentes más integrados en los mercados de capitales internacionales. Finalmente, la última sección resume las conclusiones más relevantes del artículo.



COLABORACIONES

2. Definiciones

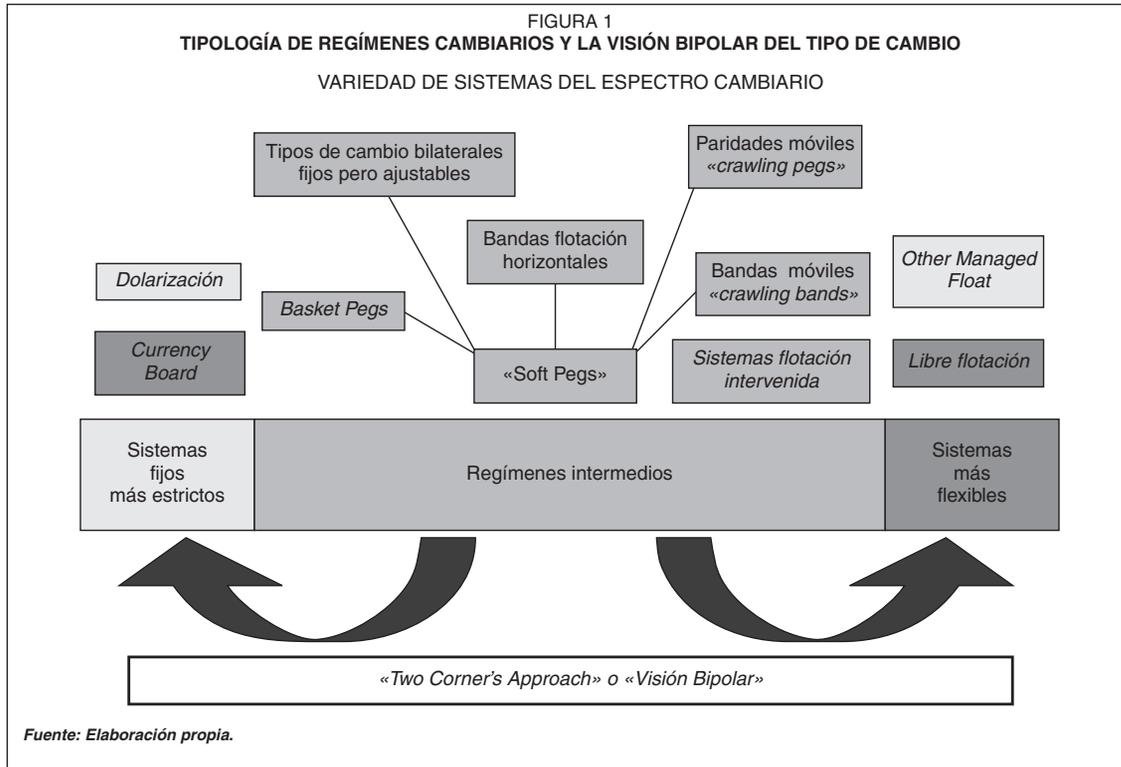
Para llevar a cabo nuestro análisis usamos los datos del trabajo de Bubula y Ötoker-Robe (2002) puesto que adoptan una nomenclatura similar a la del FMI para clasificar los sistemas cambiarios y esta circunstancia nos permite ampliar la base de datos hasta diciembre de 2004 —originalmente el trabajo de estos autores abarcaba el período 1990-2001—, sin pérdida de homogeneidad.

En este sentido, el estudio realizado se extiende desde enero de 1990 hasta diciembre de 2004 y considera 3 grandes categorías de regímenes cambiarios: a) *Sistemas fijos más estrictos o hard pegs*, b) *Regímenes intermedios* y c) *Sistemas más flexibles*, que integran 10 modalida-

des distintas de sistemas de tipo de cambio (Figura 1).

Los acuerdos descritos como sistemas fijos *más estrictos* o *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 (*dolarización*). La categoría de *regímenes intermedios* agrupa a países que operan con una gran variedad de acuerdos cambiarios catalogados como *soft pegs* 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 una cesta de divisas—, bandas de flotación, *crawling bands* o *crawling pegs*. Se consideran también como *regímenes intermedios* los *sistemas de flotación bruta* o *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 estudio se centra en la evolución de los regímenes cambiarios en los países emergentes más integrados en los mercados financieros internacionales. A pesar de que no existe una definición ampliamente aceptada sobre lo que se entiende por *economía emergente*, nosotros usaremos 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 Capi-



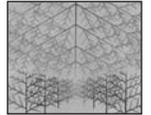
tal International (MSCI) y de las 17 economías que agrupa el *Índice Plus de Bonos de los Mercados Emergentes (Emerging Markets Bond Index Plus, EMBI+)* que elabora J.P. Morgan, con algunas excepciones (1). Esta relación nominal de 34 países, a su vez, la agrupamos en tres grandes áreas geográficas: *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, Taiwán) y *Resto de Economías Emergentes* (Bulgaria, Egipto, Hungría, India, Israel, Jordania, Marruecos, Nigeria, Pakistán, Polonia, Qatar, República Checa, Rusia, Sri Lanka, Sudáfrica y Turquía).

(1) 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.

3. La visión bipolar del tipo de cambio

El esfuerzo para capturar los beneficios asociados al comercio y las finanzas internacionales movió a muchos países emergentes 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 dotar a los regímenes cambiarios de una mayor flexibilidad. Por eso, desde finales de los ochenta y comienzos de los noventa, el intento de compatibilizar la estabilidad cambiaria 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*.

Pero, paradójicamente, la progresiva integración financiera y la creciente libertad en la circulación de capitales acabó con-



COLABORACIONES

virtiendo a aquellos *regímenes intermedios* en sistemas proclives a sufrir ataques especulativos, al poner en evidencia las incongruencias derivadas de la *trinidad inconsistente* (2), cuando los países intentaban mantener estable el tipo de cambio mientras se usaba la política monetaria para alcanzar objetivos internos.

De hecho, la mayoría de episodios de crisis cambiarias de la década de los noventa han afectado a las economías que operaban con *soft pegs*, los *regímenes intermedios* menos estrictos (3).

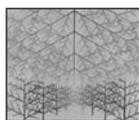
Por ello, en los últimos años estos sistemas han perdido credibilidad y se ha producido un creciente apoyo en beneficio de una *visión bipolar* o *two corners approach* (4) (Mishkin, 1998). Según este enfoque las paridades ajustables o los tipos de cambio intervenidos son difíciles de mantener cuando existe una elevada movilidad de capitales.

En este escenario, 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 plantea-

miento 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, alternativamente, por los sistemas cambiarios *más flexibles* (Summers, 2000). El corolario de esta argumentación es que los países con un elevado grado de integración financiera deberían abandonar los *regímenes intermedios* y situarse en alguno de estos dos extremos del espectro cambiario.

Fischer (2001) matiza, a través 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 2000a) y Ghosh, Gulde y Wolf (2000) se muestran firmemente partidarios de la constitución de *currency boards* o de la *dolarización* de la economía. A la práctica, que un país adopte un sistema de tipo de cambio fijo o flexible depende de la flexibilidad del mercado laboral, del grado de translación de las variaciones del tipo de cambio a precios o de la moneda en que están denominados los activos y pasivos del sistema financiero.



COLABORACIONES

(2) La noción de la «*trinidad inconsistente*» señala que una economía no puede disfrutar, simultáneamente, de un sistema de tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales financieros y una política monetaria autónoma. Sólo si se renuncia a alguno de estos tres objetivos se pueden obtener, al mismo tiempo, los otros dos. A veces esta incongruencia toma la forma de «*cuarteto inconsistente*» cuando, al mismo tiempo, coexisten un sistema de tipos de cambio fijo, libre circulación de capitales, apertura comercial al exterior y autonomía de la política monetaria. Nuevamente en este caso, sólo se pueden alcanzar, a la vez, tres de los cuatro objetivos (Tugores, 1994).

(3) Estos episodios hacen referencia a la crisis de México de finales de 1994, a la crisis de las economías emergentes del Este de Asia de finales de 1997 y principios de 1998 –que afectó especialmente a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia y, en menor medida, en Hong Kong, Singapur y Taiwán–, a la crisis de Rusia de 1998, a la crisis de Brasil de 1999 y a la crisis de Turquía durante 2001.

(4) La «*visión bipolar*» también ha sido designada como *vanishing or missing middle, hollowing out of intermediate regimes* o «*soluciones esquina*».

CUADRO 1
FRECUENCIA DE LAS CRISIS EN LOS DISTINTOS REGÍMENES CAMBIARIOS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

| | Episodios de crisis | |
|---|---------------------|---------------|
| | Número | En porcentaje |
| Sistemas fijos más estrictos (<i>hard pegs</i>) | 2 | 4,3 |
| Dolarización | 0 | 0,0 |
| <i>Currency Board</i> | 2 | 4,3 |
| Regímenes intermedios | 38 | 82,6 |
| <i>Soft Pegs</i> | 32 | 69,6 |
| Paridad fijada a una divisa | 5 | 10,9 |
| Paridad fijada a una cesta | 8 | 17,4 |
| Banda horizontal | 4 | 8,7 |
| <i>Crawling Peg</i> | 9 | 19,6 |
| <i>Crawling Band</i> | 6 | 13,0 |
| <i>Managed Floating Regimes</i> | 6 | 13,0 |
| Sistemas más flexibles (<i>free floating</i>) | 6 | 13,0 |
| <i>Other Managed Float</i> | 2 | 4,3 |
| <i>Independently Floating</i> | 4 | 8,7 |
| Total Episodios de crisis | 46 | 100,0 |
| | Pro-Memoria | |
| Total Episodios crisis (Período 1990-99) | 40 | 87,0 |
| Total Episodios crisis (Período 1990-94) | 21 | 45,7 |
| Total Episodios crisis (Período 1995-99) | 19 | 41,3 |
| Total Episodios crisis (Período 2000-04) | 6 | 13,0 |
| <i>Floating Regimes</i> | 12 | 26,1 |
| <i>Pegged Regimes</i> | 34 | 73,9 |
| <i>Soft Pegs</i> | 32 | 69,6 |
| <i>Hard Pegs</i> | 2 | 4,3 |

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

4. Evidencia empírica

4.1. La vulnerabilidad de los distintos regímenes cambiarios

Las cifras que se presentan en el Cuadro 1 proporcionan evidencia empírica sobre la frecuencia de la crisis en las economías emergentes y su relación con los regímenes cambiarios utilizados.

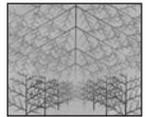
Así como se puede apreciar, entre 1990 y 2004, la diversidad de regímenes cambiarios de los países emergentes más integrados en los mercados de capitales internacionales han registrado un total de 46 episodios de crisis, el 45,7 por 100 de los cuáles se dio en el período 1990-94 y el 41,3 por 100 durante la segunda mitad de los noventa. Los sistemas más afectados por las crisis han sido los *regímenes intermedios* que concentran el 82,6 por 100 de los casos, seguidos por los sistemas *más flexibles* con el 13 por 100 pero

mucho menor que en los *hard pegs* con el 4,3 por 100.

De hecho, la frecuencia de las crisis cambiarias en los *soft pegs* es del 69,6 por 100 —a causa de las crisis de México (1994) y de las economías emergentes del Este de Asia (1997)—, destacando los casos que han afectado a los *crawling pegs* (19,6 por 100), a los regímenes en los que el tipo de cambio está fijado a una cesta de divisas (17,4 por 100) y a las *crawling bands* (13 por 100).

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 eviden-



COLABORACIONES

te 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 el caso del *rand* de Suráfrica (1998 y 2001) y la experiencia reciente de las economías de Brasil y México, donde el tipo de cambio ha mostrado una volatilidad excesiva durante ciertos períodos de tiempo. De la misma manera, los sistemas *hard pegs* también han sido víctimas de ataques y tensiones como, por ejemplo, el colapso del *peso* argentino en 2001 y el ataque especulativo contra el *currency board* de Hong Kong en 1997.

5. La evolución de los regímenes cambiarios

5.1. Evolución de los regímenes cambiarios en las economías emergentes

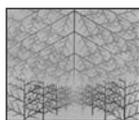
El Cuadro 2 muestra la evolución a nivel agregado de las tres grandes categorías de regímenes cambiarios entre 1990 y 2004 para el grupo de 34 países emergentes más integrados en los mercados financieros internacionales atendiendo a la política cambiaria instrumentada *de facto* mientras que el Gráfico 1 proporciona esa misma información pero desglosada en áreas geográficas.

Así, a principios de la década de los noventa, los *regímenes intermedios* definían el 78 por 100 de la política cambiaria, un porcentaje que fue en aumento hasta situarse en el 82,4 por 100 en 1995. Este incremento obedece especialmente a la tendencia observada en los países de América Latina donde la proporción de *sistemas intermedios* aumentó en 11 puntos porcentuales, desde el 44,4 por 100 de 1990 al 55,6 por 100 de 1995. Para Frankel

(1999) esta evolución se explica porque las autoridades económicas de las principales economías emergentes de 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 economías emergentes, durante la primera mitad de los noventa, la significación de estos sistemas se mantuvo constante en torno al 90 por 100.

Fruto de esta dinámica, 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*. De hecho, en el período 1990-95 los sistemas de *libre flotación* no eran utilizados en el Este de Asia mientras que en América Latina su importancia relativa descendió notablemente, en 22 puntos porcentuales, pasando del 44 por 100 de 1990 al 22,2 por 100 de 1995. En el resto de economías emergentes el uso de los sistemas *más flexibles* disminuyó ligeramente desde el 7 por 100 de 1990 al 6,3 por 100 de 1995.

Durante este mismo período, los sistemas fijos *más estrictos* eran poco significativos, entre el 6 y el 11 por 100 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 América Latina hasta que en 1991, y a pesar del fervor generalizado hacia los *sistemas intermedios*, las autoridades económicas de Argentina —siguiendo recomendaciones de organismos internacionales— decidieron constituir un *currency board* en un intento de imponer disciplina y dotar de credibilidad a la política monetaria.



COLABORACIONES

CUADRO 2
EVOLUCIÓN DESAGREGADA DE LOS DIFERENTES RÉGIMENES CAMBIARIOS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

| En porcentaje del número total de países emergentes | 1990 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2004 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Sistemas fijos más estrictos (<i>hard pegs</i>)..... | 6,3 | 8,8 | 8,8 | 8,8 | 11,8 | 11,8 | 11,8 | 14,7 | 11,8 | 11,8 | 11,8 |
| Dolarización..... | 3,1 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 5,9 |
| Currency Board..... | 3,1 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 8,8 | 8,8 | 8,8 | 8,8 | 5,9 | 5,9 | 5,9 |
| Regímenes intermedios..... | 78,1 | 70,6 | 82,4 | 79,4 | 55,9 | 52,9 | 41,2 | 38,2 | 35,3 | 47,1 | 50,0 |
| Soft Pegs..... | 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 |
| Crawling Peg..... | 6,3 | 14,7 | 17,6 | 20,6 | 20,6 | 26,5 | 14,7 | 11,8 | 5,9 | 0,0 | 0,0 |
| Crawling Band..... | 15,6 | 8,8 | 14,7 | 14,7 | 11,8 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Managed Floating Regimes..... | 15,6 | 17,6 | 23,5 | 17,6 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 8,8 | 8,8 | 26,5 | 29,4 |
| Sistemas más flexibles (<i>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 |
| Other Managed Float..... | 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 Ötker-Robe (2002) y en el Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions del FMI para el período 2002-04.

Pero a partir de la segunda mitad de los años noventa en las economías emergentes se registró una marcada transición hacia sistemas *más flexibles*, un extremo que suponía un giro radical en la gestión de la política cambiaria de estos países.

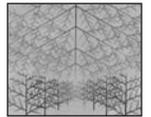
Fruto de esta dinámica, la importancia relativa de los *regímenes intermedios* se redujo de manera drástica —en más de 44 puntos— para situarse a finales de la década en el 38,2 por 100. Como hemos argumentado en la sección anterior, la explicación de esta tendencia la encontramos en el hecho de que durante la segunda mitad de los años noventa, buena parte de los *regímenes intermedios* de los países emergentes —especialmente los sistemas *soft pegs*— se vieron afectados por una oleada de ataques especulativos —iniciada con el colapso del peso mexicano a finales de 1994 y culminada con la crisis de Turquía en 2001—, circunstancia que propició una *huída* de estos sistemas en beneficio de los regímenes más extremos, especialmente 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 después de las presiones en los mercados de divisas, en un intento de recuperar la autonomía de la política monetaria y limitar los flujos de capitales especulativos a los que se habían mostrado proclives los regímenes *softs pegs*. Chile (1999) y Polonia (2000) también dejaron flotar su moneda, pero en un período relativamente tranquilo, con la finalidad de poder gestionar la política monetaria en términos de objetivos de inflación (*inflation targeting*). Finalmente, Sri Lanka, Hungría, Israel y Venezuela fueron ampliando sucesivamente el ritmo de deslizamiento de las bandas de flotación para dotar al sistema cambiario de una creciente flexibilidad (5).

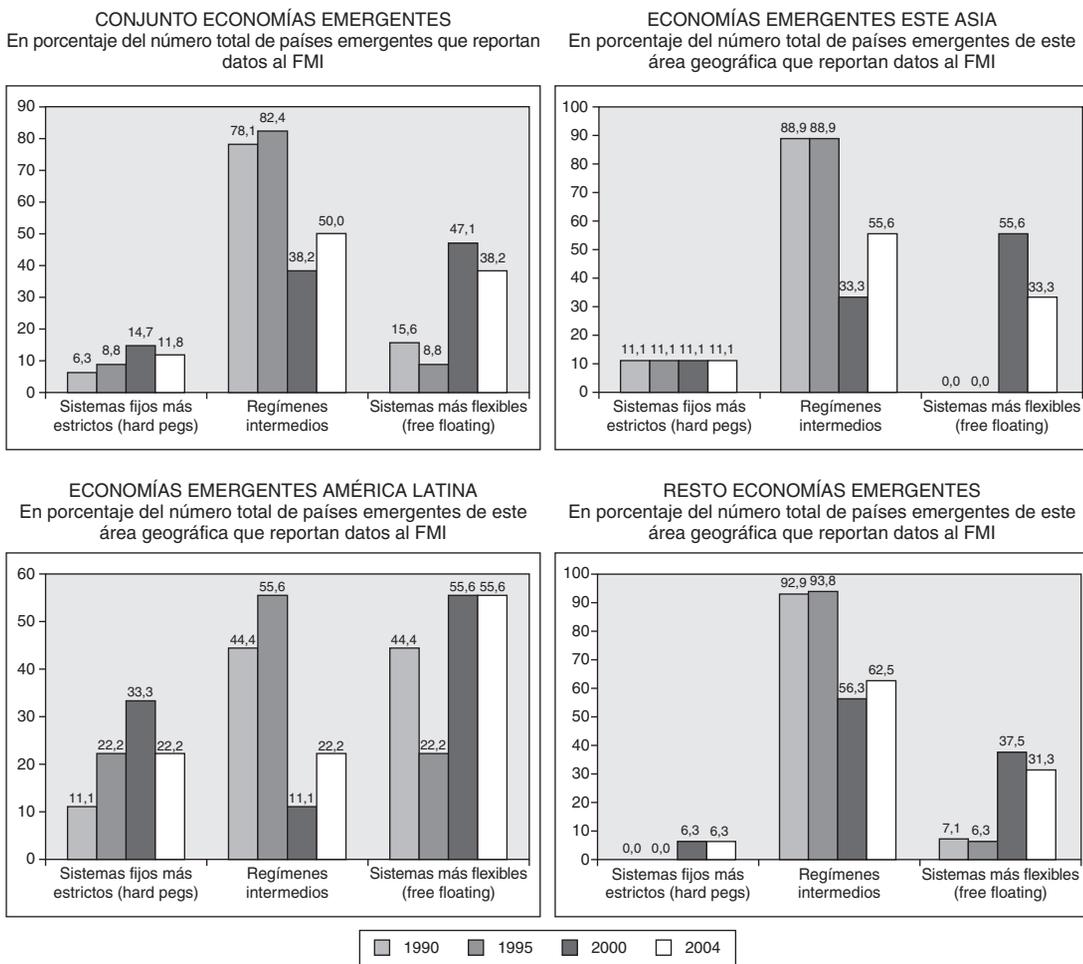
En consecuencia, el uso de los sistemas de tipo de cambio *más flexibles* en las economías emergentes pasó del 8,8 por 100 de 1995 al 47,1 por 100 de 2000. En América Latina, la gestión de la política cambiaria mediante sistema de *libre flotación* se multiplicó por 2,5 al pasar del 22,2 por 100 de 1995 al 55,6 por 100 de

(5) 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.

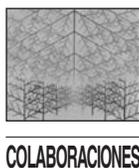


COLABORACIONES

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS REGÍMENES CAMBIARIOS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS



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



2000. En el Este de Asia, la crisis de 1997 forzó a los países a permitir la libre flotación del tipo de cambi6, por primera vez en la d6cada de los noventa, de tal manera a finales de 2000 el 55,6 por 100 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 del 6,3 por 100 de 1995 al 37,5 por 100 de 2000.

Paralelamente, durante el período 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 enteramente la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio, con la esperanza de que la mayor disciplina que imponen los *hard pegs* podría aumentar la credibilidad de la política monetaria y convertir sus divisas en monedas menos proclives a sufrir un ataque especulativo. En consecuencia y tal como se ilustra en el Cuadro 2, a partir de 1997, pero sobretudo de 1999, la relevancia de los *hard pegs* fue aumentando paulatinamente, desde el 8,8 por 100 de 1995 hasta

el 14,7 por 100 de finales 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.

La evolución de la importancia relativa de los diferentes sistemas de tipo de cambio durante los años noventa confirmaría la huída de los *regímenes intermedios*, especialmente 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 a través de un *régimen intermedio* entre 1995 y 2000, se ha trasladado casi íntegramente en un incremento del porcentaje de países con sistemas de tipos de cambio *más flexibles*.

Por ello, a nuestro entender, en las economías emergentes sería más adecuado hablar de una tendencia a la *polarización* de los regímenes cambiarios y menos de *bipolarización*.

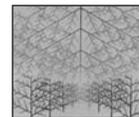
Finalmente, desde el año 2001 y una vez superada la inestabilidad que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales durante la década de los noventa, se ha observado una disminución de la significación tanto de los sistemas de *libre flotación* (desde el 47,1 por 100 de 2000 al 38,2 por 100 de 2004) como de los *hard pegs* (desde el 14,7 por 100 al 11,8 por 100 de 2004) en beneficio de los *regímenes intermedios* cuya importancia relativa ha aumentado desde el 38,2 por 100 de 2000 hasta el 50 por 100 de 2004.

Además como se puede apreciar en el Cuadro 2, la recuperación de los *regímenes intermedios* se ha producido a partir del uso renovado de los sistemas de flotación bruta o *managed floating regimes*, cuya popularidad ha pasado del 8,8 por 100 de 2000 al 29,4 por 100 en 2004, superando en importancia a los *soft pegs*, la

otra categoría de *sistemas intermedio* y tradicionalmente la más significativa.

En particular, en los países de 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 el 11,1 por 100 de 2000 al 33,3 por 100 de 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 del 56,3 por 100 en 2000 al 62,5 por 100 de 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 el 31,3 por 100 de 2004.

Esta evolución de los sistemas cambiarios en las economías emergentes más integradas en los mercados financieros internacionales durante el período 2001-2004 muestra que el auge de los sistemas *más flexibles* podría ser una tendencia coyuntural de la década de los noventa, circunstancia que cuestionaría desde el punto de vista empírico la relevancia de la *visión bipolar*. De hecho, la creciente importancia de los *sistemas intermedios* obedecería a un cierto *miedo a la flotación* (*fear of floating*) descrito por Calvo y Reinhart (2000b) y a la voluntad de llevar a cabo una gestión activa de la política cambiaria conservando el papel de ancla nominal del tipo de cambio sin comprometerse con un objetivo específico.



COLABORACIONES

6. Conclusiones

Durante la segunda mitad de los ochenta y principios de los noventa, el esfuerzo para capturar los beneficios asociados a la intensificación del comercio y las finanzas internacionales movieron a los diferentes países emergentes a permitir la plena convertibilidad de las operaciones por cuenta corriente y a suprimir progresivamente los controles que limitaban la libre circulación de capitales. El intento de compatibilizar la estabilidad cambiaria y el control de la inflación con una creciente integración financiera exigía una mayor flexibilidad a los regímenes cambiarios, circunstancia por la cual muchos países emergentes adoptaron sistemas menos estrictos como los *regímenes intermedios* al estilo de las bandas de flotación horizontales, las *crawling bands* o las *crawling pegs*.

Pero a partir de la segunda mitad de la década de los noventa y después de años de funcionamiento efectivo, la preferencia por los *regímenes intermedios* menos estrictos —sobre todo los *soft pegs*— se invirtió radicalmente. La progresiva integración financiera y la creciente libertad en la circulación de capitales pusieron de manifiesto las incongruencias de aquellos sistemas cuando las autoridades económicas intentaban mantener estable el tipo de cambio y, simultáneamente, usaban la política monetaria para controlar la inflación o alcanzar la plena ocupación. De esta manera, buena parte de los *regímenes intermedios* acabaron convirtiéndose en sistemas inviables para economías con un importante grado de apertura a los mercados financieros internacionales y, por tanto, proclives a sufrir ataques especulativos.

De hecho, los diferentes episodios de crisis cambiarias que han trufado los años noventa han obligado a los economistas a

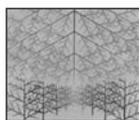
reelaborar sus posiciones sobre las políticas de tipo de cambio. La visión que ha ido imponiéndose, conocida como *two-corners approach* o *visión bipolar*, establece que para evitar los episodios recurrentes de crisis cambiarias, la mayoría de países deberían abandonar los *regímenes intermedios* en 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 de la década de los noventa. Pero a pesar de la disminución de la importancia relativa de los *regímenes intermedios* en el período 1995-2000, la *visión bipolar* se ha visto cuestionada por diversas razones.

En primer lugar, la proporción de países que gestionan su política cambiaria a través de un *régimen intermedio* se ha ido reduciendo con el paso del tiempo a favor de sistemas de *libre flotación* y, en menor medida, hacia sistemas fijos *más estrictos* o *hard pegs*. Por ello, a nuestro entender, sería más adecuado hablar de una tendencia a la *polarización* y menos 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 así lo atestiguan las presiones tanto sobre los *hard pegs* como sobre los sistemas *más flexibles* de tipo de cambio.

Tercero, las recomendaciones que se 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.



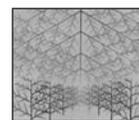
COLABORACIONES

En este sentido, los mercados emergentes no presentan demasiadas 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 demasiado extensa y se limita a las experiencias de Argentina (hasta 2001), Hong Kong y Bulgaria (desde 1997) que tienen *currency boards* y el caso de Panamá y Ecuador (desde 2000) que han sido *dolarizados*. 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 el año 2000 y 2004) son de los pocos países con una experiencia remarkable 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* es más bien una tendencia coyuntural. En este sentido, en los últimos años se ha producido una reversión de esta dinámica 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 se ha superado la inestabilidad que caracterizó a los mercados financieros internacionales durante los noventa.

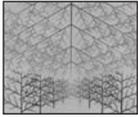
Bibliografía

1. BUBULA, A. y ÖTKER-ROBE, I. (2002): «The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies», *IMF Working Paper* num. 155. International Monetary Fund. Washington, D.C.
2. BUBULA, A. y ÖTKER-ROBE, I. (2003): «Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?», *IMF Working Paper* num. 223. International Monetary Fund. Washington, D.C.
3. CALVO, G. (1999): *Fixed versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-Of-Millennium Rematch*, mimeo. University of Maryland. May. Disponible en: www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html
4. CALVO, G. (2000a): *Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America*, mimeo. University of Maryland. Disponible en: www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html
5. CALVO, G. y REINHART, C. (2000b): «Fear of floating». *NBER Working Paper*, num. 7993. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts. Disponible en: www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html. Publicado posteriormente en el *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, pp. 379-408.
6. CHANG, R. y VELASCO, A. (2000): «Exchange Rate Policy for Developing Countries». *Papers and Proceedings, American Economic Review*, vol. (90:2), pp.71-75.
7. FISCHER, S. (2001): «Exchange Rates Regimes: Is The Bipolar View Correct?». Distinguished Lecture on Economics in Government. *Journal of Economic Perspectives*. vol. 15, num.2, pp. 3-24.
8. FMI (2002): «Trade and Financial Integration», capítulo 3, *IMF World Economic Outlook* (October). International Monetary Fund. Washington, D.C.
9. FMI: «Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions». Varios números. *International Monetary Fund*. Washington, D.C.
10. FRANKEL, J. A. (1999): «No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times». *Essays in International Finance*, num. 215. Princeton University. Princeton, New Jersey.
11. GHOSH, A.R., GULDE, A.M. y WOLF, H.C. (2000): «Currency Boards: More than a Quick Fix?». *Economic Policy*, vol. 31, pp. 270-335.



COLABORACIONES

12. HANKE, S. y SCHULER, K. (1994): *Currency Boards for Developing Countries*. International Center for Economic Growth. ICS Press. San Francisco.
13. MASSON, P. (2001): «Exchange Rate Regime Transitions». *Journal of Development Economics*, vol. 64, pp. 571–586.
14. MISHKIN, F. (1998): «The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries». *International Finance*, Vol.1, p. 81-101.
15. SAVASTANO, M. (1996): «Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues». *IMF Working Papers*, num. 4. Washington, D.C.
16. SUMMERS, L.W. (2000): «International Financial Crisis: Causes, Prevention and Cures». *Papers and Proceedings, American Economic Review*, vol. 90 (2), pp.1-16.
17. TUGORES, J. (1994): *Economía Internacional e Integración Económica*. Quinta Edición. Barcelona. Editorial McGraw-Hill.
18. VELASCO, A. (2000): «Exchange Rate in Emerging Markets: Floating Toward the future». *Working Paper*, num. 46. Egiptian Center for Economic Studies. Cairo.



COLABORACIONES