

En defensa de la bipolaridad

Algunos países están abandonando los regímenes cambiarios intermedios aunque la tendencia no es tan acentuada como podría esperarse

Andrea Bubula e Inci Otker-Robe

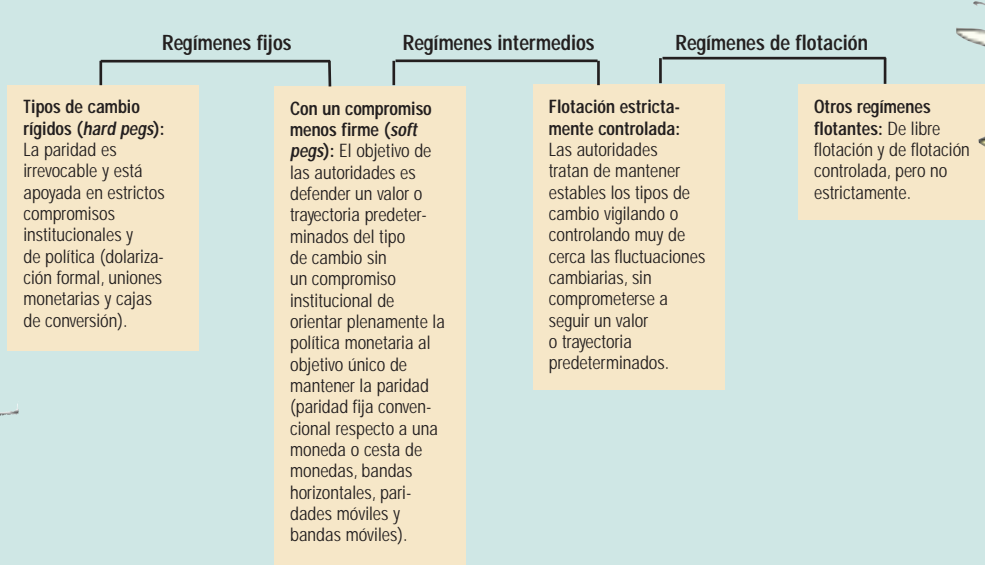
TRAS LAS GRAVES crisis cambiarias del último decenio, muchos observadores asociaron la propensión a una crisis a la adopción de tipos de cambio fijos menos rígidos, sobre todo los llamados *soft pegs*. Desde la conmoción del mecanismo europeo de tipos de cambio de 1992–93 a las crisis de México (1994), Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1998), Ecuador (1999) y Turquía (2001), en todos los casos existía el precedente de un régimen cambiario fijo rígido o estrictamente controlado. Las crisis, que en muchos casos estuvieron acompañadas de un colapso del sistema bancario y de la actividad económica, fueron de una intensidad y de un alcance extraordinarios. Por eso, es una idea cada vez más aceptada que la adopción de regímenes intermedios entre la paridad fija y la flotación —es decir, los regímenes de paridad fija pero con mayor flexibilidad y la flotación estrictamente controlada (véase el gráfico 1)— no es viable durante largos periodos, sobre todo en economías muy abiertas a los flujos internacionales de capital.

Quienes defienden esta “visión bipolar” de los regímenes cambiarios —uno de cuyos pioneros fue Stanley Fischer, ex Primer Subdirector Gerente del FMI— sostienen que, ante el grado actual de integración de los mercados financieros, no puede vincularse el tipo de cambio al de otra moneda a menos que los países asuman un compromiso irrevocable de mantener la paridad y estén preparados para respaldarla con las políticas e instituciones necesarias. Si no se asume ese compromiso, la única alternativa factible es la flotación, mecanismo que da más autonomía monetaria y limita los flujos de capital especulativo que suelen producirse cuando los tipos de cambio son muy predecibles. Quienes postulan esta visión bipolar también sostienen que los países están abandonando los regímenes intermedios por su propensión a desatar crisis.

Sin embargo, se ha cuestionado por diferentes razones el concepto de la bipolaridad. Una de ellas es que el régimen cambiario que prevalece en el país suele ser diferente del anunciado oficialmente, lo que plantea si no podría ser una

Gráfico 1

Categorías actuales de regímenes cambiarios



falacia la tendencia observada a evitar los regímenes intermedios (Calvo y Reinhart, 2000). Por otra parte, los regímenes que se ubican en uno u otro extremo del espectro también podrían estar sujetos a presiones del mercado, como lo demuestra la caída de la convertibilidad en Argentina a fines de 2001 y la inquietud que asoló al mercado cambiario de Brasil en 2001 con la libre flotación, entre otros casos. Además, no se han encontrado pruebas concretas de que los regímenes intermedios tiendan a desaparecer (Masson, 2001). Teniendo en cuenta que no existe un solo régimen que sea adecuado para todos los países en todo momento, algunos observadores sostienen que los regímenes intermedios deberían seguir existiendo (por ejemplo, Frankel, 1999).

Ahora bien, si los sistemas de tipos de cambio de los países se clasificaran con base en la política que se pone en práctica y no en la política oficial, ¿seguiría siendo válido el concepto de bipolaridad? En nuestro estudio analizamos la incidencia de crisis cambiarias en el período 1990–2001 en países con distinto régimen cambiario y tratamos de determinar si realmente los países fueron adoptando sistemas menos propensos a crisis. El análisis se fundamenta en los datos sobre regímenes de facto de un gran número de países miembros del FMI (véase el recuadro de la pág. 35), bajo la premisa de que es esencial clasificar debidamente cada régimen para poder evaluar su evolución y su susceptibilidad a las crisis. Si no se reconoce, por ejemplo, que un país aplica oficialmente un régimen de flotación pero informalmente mantiene un tipo de cambio fijo, puede concluirse erróneamente que los regímenes cambiarios se han ido flexibilizando o que los sistemas de tipo de cambio flotante son tan susceptibles a una crisis como los de tipo de cambio fijo cuando la moneda sufre presiones especulativas.

Propensión a la crisis

¿Qué regímenes son más propensos a una crisis? En nuestro estudio observamos los sistemas de tipos de cambio de facto de más de 150 países. Encontramos que los de tipo de cambio fijo (tanto los muy estrictos como los más flexibles) son más propensos a una crisis cambiaria que los de flotación (ya sea libre o controlada), sobre todo en los países más integrados a los mercados internacionales. En promedio, casi tres cuartas partes de los episodios de crisis en la muestra de 12 años tuvieron lugar en regímenes fijos en todos los países, con una frecuencia más alta que en los de flotación (véase el cuadro). En el grupo de países en desarrollo relativamente cerrados a los mercados de

capital (los mercados no emergentes), se observó que la propensión a crisis es igual en ambos sistemas.

Se observó además que, en el mismo período, los regímenes intermedios fueron más propensos a las crisis que las dos alternativas extremas en todos los grupos de países (véanse el cuadro y el gráfico 2). De hecho, la probabilidad de que se produzca una crisis en un sistema intermedio es, aproximadamente, tres veces mayor que en sistemas de tipos de cambio rígido en todos los países y en los mercados no emergentes, y casi cinco veces mayor en el grupo de países desarrollados y mercados emergentes. Los regímenes intermedios también han demostrado ser más susceptibles a las crisis que otros sistemas de flotación en todos los grupos de países. En cuanto a los dos sistemas extremos, se produjeron crisis con menos frecuencia cuando la paridad era rígida, pero en el grupo de países desarrollados y mercados emergentes, no se puede descartar que ambos regímenes extremos sean igualmente propensos a crisis.

Cabe preguntarse si es posible que nuestros resultados se deban principalmente a nuestra clasificación de los sistemas cambiarios de facto. Las observaciones sobre la propensión a crisis de los regímenes fijos e intermedios parecen coincidir con las de un estudio reciente (Rogoff y otros, 2003) que

Frecuencia de crisis

Los regímenes de tipos de cambio fijo son más propensos a las crisis cambiarias que los flotantes, y los intermedios lo son más que las dos alternativas extremas¹.

	Porcentaje de crisis en cada categoría (% del total)	Frecuencia de crisis ²	Porcentaje en todos los regímenes	
			1990	2001
Todos los países				
Todos los regímenes fijos	73,0	1,09	79,9	55,9
Todos los regímenes flotantes	27,0	0,79	20,1	44,1
Rígidos	7,1	0,41	15,7	25,8
Intermedios	73,0	1,30	69,2	38,7
Otros regímenes flotantes	19,9	0,72	15,1	35,5
Países desarrollados y mercados emergentes				
Todos los regímenes fijos	73,5	1,10	71,7	48,2
Todos los regímenes flotantes	26,5	0,61	28,3	51,8
Rígidos	2,9	0,28	3,8	32,1
Intermedios	79,4	1,21	75,5	21,4
Otros regímenes flotantes	17,6	0,52	20,8	46,4
Países en desarrollo con mercados no emergentes				
Todos los regímenes fijos	72,7	1,09	84,0	59,3
Todos los regímenes flotantes	27,3	0,92	16,0	40,7
Rígidos	9,4	0,44	21,7	23,1
Intermedios	69,5	1,36	66,0	46,2
Otros regímenes flotantes	21,1	0,88	12,3	30,8

Fuente: Estimaciones de los autores.

¹Las definiciones de países desarrollados y en desarrollo corresponden a las que se emplean en la publicación *International Financial Statistics* del FMI. En la lista de países de mercados emergentes se combinan los que figuran en el índice "plus" de bonos de mercados emergentes (EMBI+) y el índice internacional de capitales de Morgan Stanley (MSCI), con algunas excepciones: Grecia se incluye en el grupo de países desarrollados en tanto que Singapur y la RAE de Hong Kong figuran en el grupo de países emergentes. Véanse en el gráfico 1 las definiciones de las distintas categorías de regímenes cambiarios.

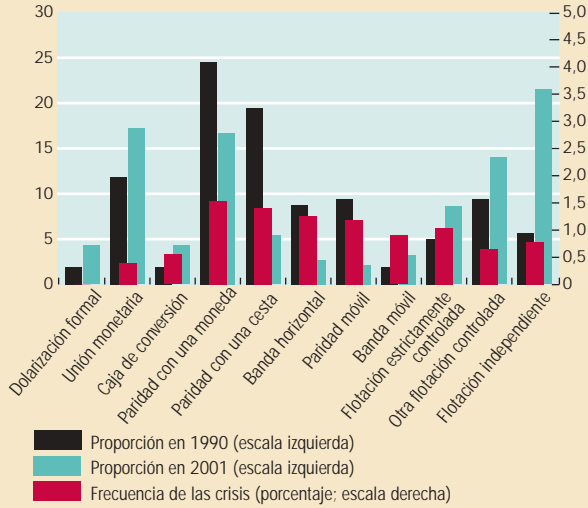
²La frecuencia de crisis en cada régimen se calcula como el número de episodios expresado en porcentaje del número total de observaciones en que el régimen estuvo en vigor durante el período de muestreo. Los episodios de crisis se identificaron calculando el índice de presión sobre el mercado cambiario para cada país como promedio ponderado de las variaciones porcentuales mensuales de los tipos de cambio nominales frente a la moneda ancla y las diferencias mensuales en puntos porcentuales de las tasas de interés a corto plazo. Los períodos en que el índice superó la media de la muestra específica para el país en por lo menos tres desviaciones estándar se identificaron como episodios de presión. Se escogieron ponderaciones que permiten igualar la variación de cada componente del índice.

Gráfico 2

Desplazamiento hacia los polos

Los países han optado por regímenes más fijos o más flexibles, abandonando los más propensos a las crisis.

(Porcentaje de los países miembros del FMI)



Fuente: Estimaciones de los autores.

emplea otra base de datos sobre regímenes de facto (Reinhart y Rogoff, 2004); en ese estudio, los episodios de fuerte tensión macroeconómica se clasifican por separado; cualquiera sea el marco monetario en vigor, y los regímenes se clasifican únicamente en función de las fluctuaciones de los tipos de cambio en el mercado oficial o paralelo (sin tampoco tener en cuenta si el mercado paralelo está o no oficialmente reconocido o tolerado). En el estudio se determinó que, en los mercados emergentes, los sistemas de tipo de cambio fijo y los de flexibilidad limitada presentaron un riesgo de crisis cambiarias significativamente más alto en los años noventa.

¿Podría considerarse que la adopción de un sistema intermedio por parte de un país es señal de que estaba por estallar una crisis? Este “sesgo de endogeneidad” es pertinente toda vez que se intente comparar el comportamiento de los regímenes cambiarios, pero su modalidad más obvia no parece corresponder a la muestra, dado que no fueron muchos los países con regímenes intermedios que se habían acogido a ellos antes de una crisis: en solo dos de los 143 episodios de crisis en los que el régimen de tipo de cambio era intermedio, el país lo había adoptado menos de un año antes de que estallara la crisis, y en 12 de 143, menos de dos años antes.

Estas conclusiones sustentan la visión bipolar, pero no siempre. La frecuencia de las crisis es mucho mayor en regímenes intermedios, pero no puede decirse que los polos estén exentos. Hubo muchos episodios de presiones del mercado en regímenes de flotación, por ejemplo, sobre el rand sudafricano (1998 y 2001), la lira italiana (1995) y el dólar canadiense (1992). Pero también sufrieron ataques los tipos de cambio rígidos: el colapso de la convertibilidad argentina (2001), las presiones especulativas sobre la caja de conversión de la RAE

de Hong Kong (1998) y la devaluación del franco CFA de 1994 en una unión monetaria. Pero las crisis fueron mucho más frecuentes en países con *soft pegs* más rígidos (paridad fija convencional con una sola moneda) que en los regímenes de paridad fija con un compromiso mucho más firme (cajas de conversión).

Evolución de los regímenes

¿Están optando los países por regímenes menos propensos a las crisis? Los regímenes de facto en 1990–2001 evolucionaron, en general, en consonancia con su propensión a las crisis: es evidente que los países han ido adoptando sistemas menos vulnerables. Si bien a finales de 2001 más de la mitad de los países seguían aplicando distintas formas de paridad, descendió significativamente su número (de alrededor de 80% en 1990) y composición, pasando de *soft pegs* más propensos a las crisis a tipos de cambio rígidos menos propensos (que aumentaron a más del doble). Es decir, se fueron abandonando los regímenes intermedios, más vulnerables, a favor de una mayor flexibilidad o una mayor rigidez, y la proporción de regímenes intermedios bajó 30 puntos porcentuales en todos los países durante el decenio pasado (véase el cuadro de la página 33). Esta reducción fue más evidente en los países desarrollados y en los mercados emergentes (unos 50 puntos porcentuales), mientras que muchos países en desarrollo de mercados no emergentes siguen manteniéndolos.

Parte de la flexibilización sucedió en condiciones muy difíciles (Brasil, Corea, Indonesia, México, Rusia, Tailandia y Turquía), mientras que en otros países fue más ordenada, como un intento deliberado de autonomía monetaria para administrar los flujos de capital y fijar metas de inflación como único objetivo monetario (Chile y Polonia). Otros hicieron lo contrario, cediendo parcial o totalmente la autonomía monetaria para lograr más credibilidad (Bulgaria, Ecuador y El Salvador) o por integración política y económica (la zona del euro).

No todos los tipos de regímenes intermedios fueron desechados a la misma velocidad. Algunos países adoptaron sistemas más flexibles para reducir al mínimo los conflictos entre distintos objetivos de política en un mundo de alta movilidad del capital. Las bandas de paridad móvil (los sistemas intermedios menos propensos a las crisis) ofrecían a los países más flexibilidad para administrar los flujos de capital y evitar grandes desajustes cambiarios, y retenían en parte la función de ancla cambiaria con minidevaluaciones regulares. La proporción de sistemas de flotación estrictamente controlada aumentó también cuando las autoridades trataron de mantener el ancla cambiaria sin comprometerse con una trayectoria específica del tipo de cambio.

Implicancias para la política económica

Nuestro estudio está a favor de la visión bipolar. Los países han ido abandonando regímenes intermedios más propensos a crisis en favor de otros menos vulnerables. ¿A la larga terminarán por desaparecer los regímenes intermedios? No necesariamente.

El análisis de las probabilidades estimadas de transición entre los regímenes de paridad fija, intermedios y de flotación en

1990–2001 no prueba que tiendan a desaparecer los regímenes intermedios; si no hay cambios estructurales, cabe esperar que esos regímenes sigan existiendo. Pero a la vez la polarización puede deberse a que, en los últimos años del decenio, los países se mostraron reacios a abandonar los polos al salir de los regímenes intermedios. Sería necesario ver cuál es la evolución futura de los regímenes antes de declarar vencedor al esquema bipolar.

Pero los regímenes extremos no han sido totalmente inmunes a las presiones. En muchos casos, se resistieron esas presiones dentro del régimen vigente (como la caja de conversión de la RAE de Hong Kong en 1998). En algunas raras ocasiones, se salió de un régimen extremo para pasar a otro (cuando Argentina abandonó la convertibilidad para dejar flotar el peso o cuando Ecuador optó por la plena dolarización después de dejar flotar la banda de paridad móvil), o se adoptó un régimen intermedio cuando las autoridades tuvieron que reconocer las fluctuaciones del tipo de cambio (el regreso de Malasia a la paridad fija en 1998 después de la flotación de 1997).

La incidencia de crisis y la evolución de los sistemas no pueden atribuirse solo al régimen cambiario en vigor, pero ciertos aspectos contribuyeron a las crisis de la última década (al

elegir una paridad “equivocada” que no reflejaba debidamente las corrientes comerciales o un régimen cambiario muy predecible que atraía flujos de capital volátiles). Las diferencias de durabilidad de los sistemas pueden adjudicarse a la incongruencia entre la política cambiaria y la política macroeconómica: la mejor salvaguardia contra el abandono del régimen ante una crisis es aplicar políticas económicas y reformas estructurales sanas para mitigar las posibles consecuencias adversas de la paridad fija.

Subrayemos también que las diferencias en la propensión a una crisis de cada sistema no son tan amplias como para sugerir que las demás consideraciones son irrelevantes al fijar la política cambiaria. Son muchos los factores que afectan la elección de un régimen monetario: características estructurales del país y consideraciones de corto plazo u operativas. Los sistemas de tipo de cambio fijo, pese a que son susceptibles a las crisis, aún pueden ser la mejor opción para un país que requiere una rápida desinflación o que tiene estrechos vínculos económicos, políticos y financieros con el país cuya moneda se escoge como punto de referencia. Asimismo, la falta de mercados financieros bien desarrollados y una limitada capacidad de implementación puede restar practicidad a un régimen de flotación en muchos países en desarrollo. ■

Clasificación de los regímenes cambiarios

No es fácil clasificar los regímenes cambiarios. Durante muchos años, los estudios empíricos de los tipos de cambio se basaban en una clasificación del FMI que categorizaba (de 1975 a 1998) los regímenes de los países con base en sus notificaciones oficiales. Este método tenía muchas deficiencias, pero sobre todo, no había congruencia entre lo que los países decían que hacían y lo que realmente ponían en práctica. Algunos países declaraban regímenes de tipos de cambio fijo, pero decretaban frecuentes devaluaciones para mantener la competitividad, lo que los acercaba más a un régimen flexible. Otros anunciaban un régimen de flotación, pero fijaban o controlaban los tipos de cambio según un plan predeterminado. La divergencia entre las clasificaciones de jure y de facto restaba transparencia a la política cambiaria, por lo que se tornaba difícil la supervisión de las políticas de los países miembros y dudosa la caracterización de la evolución hacia una mayor flexibilidad.

Ante estos inconvenientes, el FMI decidió reemplazar el sistema de jure en 1999 y clasificar los regímenes según sus políticas de facto (FMI, 1999). Se empleó una combinación de análisis cuantitativos y cualitativos, complementando la información sobre el tipo de cambio y la política monetaria de cada país con un análisis de las fluctuaciones observadas en las reservas y los tipos de cambio en el mercado oficial o secundario (en este último caso, solo si el mercado es dominante y está oficialmente reconocido). En la clasificación se definían varios tipos de regímenes de tipo de cambio fijo, desde los más estrictos a los más flexibles. Para el presente estudio utilizamos en retrospectiva este sistema hasta 1990, mes a mes, con la misma metodología, y corregimos algunos datos posteriores a 1999 con la información adicional que obtuvimos.

Andrea Bubula es profesor de Economía y relaciones internacionales en la Universidad de Columbia. Inci Otker-Robe es Subjefe de División en el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI.

Este artículo se basa en dos publicaciones de los autores: “The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies”, IMF Working Paper 02/155 (Washington: Fondo Monetario Internacional) y “Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?”, IMF Working Paper 03/223 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Referencias:

- Calvo, Guillermo, y Carmen Reinhart, 2000, “Fear of Floating”, NBER Working Paper 7993 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fischer, Stanley, 2001, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” *Distinguished Lecture on Economics in Government*, Journal of Economic Perspectives, vol. 15 (segundo trimestre), págs. 3–24.
- Fondo Monetario Internacional, 1999, “Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues”, World Economic and Financial Surveys (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Frankel, Jeffrey, 1999, “No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times”, *Essays in International Finance*, No. 215 (Princeton: Princeton University Press).
- Masson, Paul R., 2001, “Exchange Rate Regime Transitions”, *Journal of Development Economics*, vol. 64 (abril), págs. 571–86.
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, de próxima publicación, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*.
- Rogoff, Kenneth y otros, 2003, “Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes”, IMF Working Paper 03/243 (Washington: Fondo Monetario Internacional).