

Sistemas cambiarios: una visión desde la actualidad

(Recibido: julio/04-aprobado: agosto/04)

*Félix Varela Parache**

Resumen

En los últimos años la evolución del sistema cambiario de los países más desarrollados se ha orientado hacia una flotación acompañada de políticas monetarias regladas, ejercidas por bancos centrales independientes. En los países en desarrollo la solución es menos uniforme y la teoría de la bipolaridad constituye una simplificación excesiva no suficientemente respaldada por la realidad o por la teoría. Algunos países emergentes, con mayor desarrollo económico e institucional, se encuentran en el camino de “aprender a flotar”, a semejanza de los países desarrollados. Para el resto, la mejor alternativa es un régimen cambiario intermedio, que tenga en cuenta la experiencia de las crisis recientes.

Palabras clave: regímenes cambiarios, teoría de la bipolaridad, sistema Bretton Woods.

Clasificación JEL: E42, E58, F31, F32, F33.

* Catedrático de Organización Económica Internacional en la Universidad de Alcalá, ocupó los puestos de Subgobernador del Banco de España y Director General en el Instituto Español de Moneda Extranjera así como en Transacciones Exteriores del Ministerio de Economía y Comercio (felixvarela@uah.es).

Introducción

La elección del régimen cambiario más adecuado, es un tema al que los economistas han dado respuestas cambiantes a lo largo del siglo XX. Éstas se fueron modificando tanto a causa de cambios en la teoría, como en la realidad económica. Las últimas décadas son una muestra representativa de tal proceso de adaptación.

Lo primero que llama la atención, cuando se analiza la evolución de los sistemas cambiarios en el último siglo, es un hecho paradójico. Como Bordo (2003: 3) ha señalado, a principios del siglo XX la recomendación de los expertos estaba clara: había que adoptar el patrón oro; los países que no lo hacían tenían un exceso de gasto, monedas no respaldadas y tipos de cambio inestables. Ahora, por el contrario, la elección también parece evidente aunque sea contradictoria con la de hace un siglo: dejar fluctuar los tipos de cambio, acción que realizan todos los países avanzados.

La contradicción es tanto más paradójica porque ambos periodos se han caracterizado por una elevada movilidad del capital, elemento importante en la determinación de los tipos de cambio. Hace un siglo dicha movilidad era compatible con un tipo de cambio fijo, propio del patrón oro; el resto de los países tenían un patrón fiduciario y algunos un patrón plata, ninguno de los cuales los ponía a cubierto de las oscilaciones cambiarias respecto al núcleo principal, el de aquellos países que seguían el patrón oro. Por el contrario, en la actualidad, los principales países tienen un tipo de cambio flotante, ya sea limpio o sucio, sin embargo, esta última modalidad ha ido disminuyendo su “suciedad”, es decir, el grado y la frecuencia de la intervención en los mercados de cambio.

Esta conclusión antagónica invita a una reflexión sobre la evolución acontecida y en qué medida la elección es tan simple como parece deducirse del planteamiento anterior.

1. El patrón oro y el sistema Breton Woods

El patrón oro establecido por los principales países desde finales del siglo XIX, significaba la existencia de una moneda sólida y de políticas predecibles que mantenían la estabilidad. Con él, los tipos de cambio entre las monedas de los países que lo practicaban eran fijos, y los costes de transacción entre dichas monedas muy reducidos. Estas ventajas motivaron que algunos países, que previamente habían tenido patrón bimetálico o patrón plata, cambiaran de sistema transformándolo en patrón oro en la última parte del siglo XIX. Por otra parte, los países que no podían mantener la estabilidad de su moneda poseían patrón fiduciario y su moneda flotaba. Claramente

era algo no deseable, especialmente porque tales monedas estuvieron sometidas a una considerable fluctuación en determinados momentos. Aunque la política de esos países procuraba mantener la estabilidad monetaria, ésta no se encontraba a salvo de circunstancias eventuales. Sólo el patrón oro, cuyo funcionamiento estaba fuera del campo de actuación gubernamental, parecía asegurar su consecución.

El sistema funcionó razonablemente bien, con notable estabilidad cambiaria y pocos problemas de ajuste, aunque, ciertamente, no estuvo exento de crisis económicas y bancarias. No entraremos aquí en la descripción del mecanismo clásico mediante el cual las entradas y salidas de oro llevan al ajuste de los desequilibrios externos. Únicamente señalaremos que desde principios del siglo xx, una de las preocupaciones de los economistas que se ocuparon del funcionamiento del patrón oro fue conocer de qué manera éste pudo mantenerse pese a los escasos movimientos de oro, cuando, según los clásicos, las salidas y entradas del metal eran necesarias para conseguir el ajuste en la versión tradicional. Éste fue el caso de Taussig, quien estudiando las estadísticas de precios y los movimientos de oro que se produjeron en el periodo, concluyó que los datos derivados de ellas no se adecuaban a lo que hubiera debido producirse según la teoría.¹ Entre las explicaciones otorgadas a esta discordancia entre teoría y realidad, Taussig destacó la importancia de los movimientos privados de capital, sustituyendo como mecanismo equilibrador a corto plazo a las salidas y entradas de oro que, en otro caso, se hubieran producido. Dicho mecanismo pudo, se supone que ocasionalmente, estar reforzado por lo que se ha denominado las “reglas del juego positivas”, mediante las cuales los bancos centrales actuaron sobre los tipos de interés, subiéndolos (país con déficit) o bajándolos (país con superávit) para anticipar que dicho mecanismo ejerciese su efecto. Así, se facilitarían una entrada de capitales en el país con déficit y una salida en el país con superávit, evitando el correspondiente movimiento de oro entre ambos. Una teoría parcialmente refutada en los estudios empíricos realizados por Bloomfield (1959), al analizar la política llevada a cabo por diversos bancos centrales durante el periodo. Bloomfield llegó a la conclusión de que la actuación de estos bancos fue muy dispar y no siempre se correspondía con lo que hubiera podido esperarse de una política de apoyo al mecanismo de ajuste del patrón oro; en cambio, con frecuencia se realizaron otras políticas con efectos análogos, como modificar ligeramente, y de forma muy discreta, el precio de compra y venta del oro. Entre las explicaciones tardías a ese problema, Triffin (1964) argumentó que el mecanismo de ajuste pudo

¹ En Taussig (1927) se hace referencia a dichos estudios y a varias explicaciones que pueden justificar tal discrepancia.

ser tan suave para los países que practicaban el patrón oro, porque se hizo a costa de los países del resto del mundo, cuyos tipos de cambio sí fluctuaban. Las pequeñas variaciones de los tipos de interés en Gran Bretaña (aumentos en momentos de déficit), pudieron originar modificaciones en las existencias de materias primas y alimentos que, al influir en sus precios, modificarían la relación de intercambio de los países correspondientes, trasladando a estos buena parte del peso del ajuste. Un trabajo reciente (Catao *et al.*, 2003) ha subrayado nuevamente la importancia de este proceso.

La Primera Guerra Mundial significó –como había sido habitual en anteriores conflictos bélicos– una interrupción o suspensión temporal de las reglas del patrón oro. Menos habitual fue la vuelta a su funcionamiento, que tardó varios años en producirse, como sucedió con Gran Bretaña, el país donde se originó dicho patrón y la gran potencia económica hasta entonces, que sólo pudo restablecerlo en 1925. Restablecimiento que duraría unos pocos años, ya que la Gran Depresión obligó a las autoridades a otorgar prioridad al objetivo de consecución del pleno empleo por encima del mantenimiento de la convertibilidad oro, tanto en ese país como en otros.

Por lo tanto, el corto periodo del patrón oro iniciado en los años veinte va precedido y seguido de periodos de flotación durante la Primera Guerra Mundial y los años subsecuentes, así como en la década de los treinta. Este último lapso, coincidió con la Gran Depresión, la aplicación de políticas proteccionistas de diversa índole y la proliferación de movimientos especulativos de capital. Ello hizo que algunos economistas consideraran indeseable el sistema de flotación de los tipos de cambio, ya que dio lugar a una elevada volatilidad que sirvió de motivo para intervenciones variadas de las autoridades en los mercados de cambios. La visión de Nurkse sobre la especulación desestabilizadora, incorporada en un informe de la Sociedad de Naciones (1944) con gran repercusión en la época, tuvo un carácter determinante en el establecimiento del sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, creado en Bretton Woods.

Aunque no controvertido en los ámbitos políticos, ni en general por los economistas que trabajaban en los bancos centrales, el sistema de Bretton Woods fue puesto crecientemente en cuestión por los economistas teóricos a partir del trabajo de Friedman en 1953 y, sobre todo, en los años sesenta. Hasta entonces, el sistema había podido mantenerse al margen de la especulación porque la mayor parte de los países seguían aplicando controles de capital, permitidos en las reglas del juego de Bretton Woods. Sin embargo, la debilidad del dólar en esos años pondría de relieve la inestabilidad del sistema con creciente movilidad de capitales y acabaría llevando a su desaparición. La teoría de Mundell-Fleming, entonces desarrollada, mostraría

la inconsistencia que se producía en el sistema cuando se trataba de mantener tipos de cambio fijos, independencia de la política monetaria y libertad de movimientos de capital. El abandono de los tipos de cambio fijos sería la solución práctica al problema de recién iniciados los setenta el cual, a principios de los años noventa, fue rebautizado como “trinidad inconsistente”, “trinidad imposible” o “trilema”, cuando tal discordancia se puso de relieve con ocasión de la crisis de las monedas europeas.

2. El inicio de la flotación y la inestabilidad

Los primeros años después de la ruptura del sistema de Bretton Woods no fueron muy satisfactorios. El alza en los precios del petróleo y la política monetaria permisiva de los gobiernos llevarían a los problemas de los años setenta, y a la formidable distorsión que significó la política Reagan en la primera mitad de los ochenta. El peligro de que los políticos –con visión interesada a corto plazo– pudieran influir para generar inflación por sorpresa y conseguir una reducción del desempleo en un periodo inmediato –la teoría de la inconsistencia temporal– (Barro y Gordon, 1983), llevaría a dar creciente importancia a la independencia de los bancos centrales para mantener la estabilidad. También llevaría a establecer objetivos intermedios de política monetaria que sirvieran de referencia para lograr tal estabilidad. Este es el camino por el que se adentrarían los principales países en los años siguientes, convirtiéndose en característica generalizada de las naciones más desarrolladas la adopción de tipos de cambio flotantes, junto con el establecimiento de algún objetivo intermedio de política monetaria, consecuente con el logro de la estabilidad.

No fue ésta la pauta de los países en desarrollo. Desde los años setenta, pese a la desaparición del sistema de Bretton Woods, mostraron una clara preferencia por la fijación de los tipos de cambio respecto a una moneda principal o establecer alguna otra referencia cambiaria. Durante el periodo de existencia del sistema mencionado, la mayor parte de los países utilizaron como moneda de referencia al dólar, aunque algunos utilizaron otras monedas, principalmente la libra y el franco francés. Con el inicio de la flotación, en los años setenta, la libra esterlina pierde importancia como moneda de referencia en beneficio del dólar, aunque el franco francés sigue siendo utilizado por cierto número de países francófonos, y por antiguas colonias francesas. Dichas monedas son utilizadas como monedas de reserva e intervención en el mercado de cambios, procurando numerosos países en desarrollo el anclaje de sus monedas en términos de ellas. Sin embargo, la permisividad del nuevo sistema y el intento de realizar políticas monetarias agresivas para conseguir mayor crecimiento dieron lugar a frecuentes modificaciones cambiarias, que se hicieron especialmente

reiteradas a finales de los años setenta con el empeoramiento coyuntural y, a inicios de los ochenta, con la crisis de la deuda externa de un número considerable de naciones. La consecuencia fue un fuerte aumento de la inestabilidad.

A finales de esa década y principios de los noventa, tras el desencanto con las políticas monetarias activistas y en un clima general que daba prioridad a la estabilidad, los países en desarrollo utilizaron de forma creciente el dólar como moneda respecto a la cual anclar sus monedas. Dicho anclaje facilitaba credibilidad a sus políticas, haciendo más fácil la estabilización de sus economías. Sin él, en los países con antecedentes de elevada inflación, el anuncio de políticas estabilizadoras, generalmente era considerado como poco fiable, manteniéndose las expectativas de inflación, lo que obligaba a adoptar medidas más estrictas o a mantenerlas durante un periodo de tiempo más largo para conseguir la estabilidad deseada. Por el contrario, al anclar el tipo de cambio se creaba una referencia fácil de verificar y claramente identificable por los mercados.²

El concepto de credibilidad se utilizó ampliamente en Europa para explicar las ventajas estabilizadoras que podían obtener los países que pretendían aproximar su ritmo de inflación al del marco alemán. Al estabilizar sus monedas respecto al marco, dichos países se beneficiaban de la mayor credibilidad del Bundesbank. Giavazzi y Giovannini (1989) fueron los primeros en subrayar que la fijación del tipo de cambio actúa como un mecanismo de disciplina, lo cual permite que las políticas de países con mayor propensión inflacionista adquieran credibilidad, facilitando el logro de menor inflación. La idea era igualmente aplicable a países en desarrollo, y en la parte final de los años ochenta y principios de los noventa, muchos países se inclinaron por la rigidez de los tipos de cambio nominales y algunos, para conseguir tal credibilidad, tuvieron que recurrir a las llamadas “fijaciones duras” del tipo de cambio, es decir, a regímenes cambiarios como la dolarización o las cajas de conversión, que hacían más difícil, y mucho más gravosa, la modificación cambiaria.

3. La teoría de bipolaridad

Hay otro aspecto de la teoría sobre tipos de cambio que también se vio influido por la evolución europea, en este caso, su camino hacia la consecución de la unión monetaria: la teoría de la bipolaridad.

² Como señala Rodríguez Prada (2003: 52-53), la utilización del tipo de cambio como ancla nominal impone más disciplina y “envía una señal clara y transparente al conjunto de los agentes económicos de que el gobierno ya no podrá seguir acomodando sistemáticamente los incrementos salariales o financiar los déficit públicos mediante una expansión monetaria, dado que entonces la sostenibilidad del tipo de cambio se vería comprometida”.

³ El estudio de Reinhart y Rogoff (2004) se elaboró dos años antes de su publicación, de hecho estaba disponible

Esta teoría mantiene que se debe producir –y que, de hecho, se está produciendo– una concentración de los regímenes cambiarios hacia las dos formas extremas –tipos de cambio con fijación rígida y tipos de cambio flotantes– en detrimento de todas las formas intermedias (zonas objetivo, tipos de cambio fijos pero ajustables, ajustes paulatinos, etc). Aunque de esta idea pueden encontrarse antecedentes, el desarrollo de la teoría de la bipolaridad se produjo a principios de los años noventa, desligado inicialmente de los países en desarrollo y relacionado con los europeos. Tras la crisis de las monedas europeas en 1992-93, varias naciones europeas se vieron obligadas a abandonar el mecanismo de fijación de los tipos de cambio acordado en el Sistema Monetario Europeo. La crisis puso de relieve que con elevada movilidad de capitales y expectativas no congruentes con los propósitos de los gobiernos, las modalidades intermedias de fijación de los tipos de cambio podían ser difíciles de mantener ante ataques especulativos. Por ello, era difícil mantener las bandas estrechas, derivadas de los acuerdos de Maastricht (Eichengreen, 1994 y Crockett, 1994). Obstfeld y Rogoff (1995) sintetizaron esta teoría señalando que hay poco o ningún terreno intermedio entre los tipos de cambio flotantes y la existencia de una moneda común.

Las crisis cambiarias y financieras de los años noventa y, en particular, la crisis asiática, fortalecieron la idea de la bipolaridad y motivaron la extensión del concepto a los países en desarrollo. Hasta entonces, la mayor parte de los economistas seguían considerando que los regímenes cambiarios intermedios eran los más deseables para los países en desarrollo, al facilitar ciertas dosis de flexibilidad cambiaria y compromiso. Después de la crisis asiática, cada vez son más numerosos los que piensan que cualquiera de los regímenes cambiarios extremos, es mejor que las alternativas intermedias, ya que éstas resultan muy inestables y difíciles de mantener. Partiendo de la “trinidad inconsistente” y de la existencia de elevada movilidad de capitales, los únicos regímenes cambiarios viables serían: a) los tipos de cambio flotantes, sometiendo la moneda a la disciplina permanente del mercado; o b) la fijación rigurosa del tipo de cambio, estableciendo un compromiso difícilmente revocable, respaldado por políticas e instituciones adecuadas. Esa postura se refleja en los trabajos de economistas que en ese entonces ocupaban posiciones relevantes en organismos internacionales o en la administración de EUA, como Fischer (2000) o Summers (2000) y también en informes oficiales como los del G-7 o el Informe Metzler (ifia c, 2000).

Aunque cada vez más extendida entre los economistas, la teoría de la bipolaridad ha sufrido ataques desde frentes distintos, y parcialmente contrapuestos en el periodo a caballo entre los siglos xx y xxi.

Por una parte, Calvo y Reinhart (2002) llaman la atención sobre el “mie-

do a la flotación”. Con este término se refieren a que muchos países en desarrollo mantienen tipos de cambio fijos, aún cuando formalmente se declaren en régimen de flotación. Se trata de una postura racional mediante la cual los gobiernos tratan de evitar la falta de credibilidad que los agentes económicos suelen atribuir a la flotación, cuando dicho sistema es practicado por países en desarrollo; de igual forma tratan de eludir la rápida repercusión en precios, habitual en tales países, después de alguna modificación cambiaria. La amplia indización existente en estas economías –consecuencia de la adaptación de los agentes económicos a precedentes de alta inflación– hace que las devaluaciones resulten deflacionarias. También el “pecado original” –como llaman Eichengreen y Hausmann (1999) al hecho de que los países emergentes, con mercados financieros internos poco desarrollados, sólo pueden endeudarse a medio y largo plazo en divisas– hace que cualquier devaluación origine serios efectos contables para empresas y bancos, con graves repercusiones económicas.

Los planteamientos de Calvo y Reinhart, por un lado, y de Eichengreen y Hausmann, por otro, no son contrarios a la teoría de la bipolaridad sino que vienen a limitar todavía más las opciones. En realidad, nos están indicando que de las dos opciones extremas, sólo una –la fijación rígida del tipo de cambio– es viable cuando hablamos de países en desarrollo. Un mundo con dolarización plena muy extendida parece ser la consecuencia lógica de tales posturas.

Más frontal es la crítica que la teoría de la bipolaridad ha sufrido desde otras perspectivas. Frankel (1999) mantiene que no existe ninguna teoría racional que sirva para defender la inviabilidad de los regímenes cambiarios intermedios. El terceto inconsistente no implica que no se pueda renunciar parcialmente a dos de sus componentes en vez de renunciar plenamente a uno de ellos. Tampoco considera convincente que, con los regímenes intermedios, los bancos y empresas tiendan inevitablemente a infravaluar la posibilidad de una ruptura futura de la estabilidad cambiaria, asumiendo riesgos excesivos en divisas; ni tampoco que sea inevitable el retraso del ajuste cambiario pertinente, al resultar éste siempre difícil desde un punto de vista político. Cualquiera de estos argumentos encierra parte de la verdad, pero se basan en conductas irracionales que no necesariamente tienen que producirse. No se justifica, en definitiva, la imposibilidad de mantener regímenes cambiarios distintos de los extremos (Frankel, 2003).

Por otra parte, la teoría de la bipolaridad parece sugerir que los dos regímenes extremos quedan a salvo de los ataques especulativos. Williamson (1999 y 2000) ya había señalado que esto no es así, sirviendo como ejemplo, entre otros, el ataque experimentado por el dólar de Hong Kong en 1997. En todo caso, la caída del sistema de convertibilidad en Argentina en 2001, es una muestra clara de que los sistemas reforzados de fijación cambiaria no ponen al país enteramente a cu-

bierto de ataques especulativos. Ni siquiera los sistemas de dolarización plena son totalmente seguros. Es verdad que en ellos no cabe una devaluación de la moneda ni una crisis cambiaria; pero sí una crisis bancaria, ya que el banco central no puede ejercer adecuadamente el papel de prestamista de última instancia (Chang y Velasco, 2001). Después de todo, la ruptura definitiva del régimen de patrón oro en los años treinta es una muestra de que ningún régimen extremo está exento de riesgos.

Al final, como señala Frankel, lo único que puede justificar la teoría de la bipolaridad es que, de hecho, se esté produciendo una huida hacia los extremos desde los regímenes cambiarios intermedios, tradicionalmente predominantes. Esto es algo que sus partidarios han venido dando por supuesto, basándose en la evolución de los años recientes. Países como Argentina, Estonia, Lituania, Bulgaria y, recientemente Ecuador y El Salvador, establecieron cajas de convertibilidad o sistemas de dolarización, al mismo tiempo que algunos países emergentes —como Brasil y México— dieron preferencia a una flotación más libre de sus monedas. Todo esto, junto con el hecho de que una mayoría de los países de la Unión Europea sustituyeran sus monedas por el euro, parecía apoyar tal afirmación.

Sin embargo, la situación no es tan clara cuando se analizan los datos de forma pormenorizada y se tiene en cuenta lo realmente aplicado por los países y no lo que declaran al fmi. Entre lo uno y lo otro hay considerables diferencias. Los estudios sobre regímenes cambiarios se habían hecho tradicionalmente sobre la clasificación *de iure*, reflejada en el *Annual Report on Exchange Arrangements*, del mencionado organismo. Pero las discrepancias entre dicha clasificación y la situación *de facto* son lo suficientemente importantes para que los estudios más recientes hayan tratado de corregirlas estableciendo una nueva clasificación de hecho. Incluso, el fmi ha establecido tal clasificación en 1999, si bien con el inconveniente práctico de estar limitada a los datos posteriores a 1990. Recientemente, Reinhart y Rogoff (2004) han elaborado un trabajo que extiende la clasificación de hecho a casi medio siglo, por lo que, probablemente, va a constituir la base de futuros estudios empíricos sobre la materia.

4. Los regímenes cambiarios por tipo de país

Un trabajo reciente, realizado en el FMI (Rogoff *et al.*, 2003), proporcionó una evaluación completa del funcionamiento de los diversos regímenes cambiarios, basándose en la clasificación de Reinhart y Rogoff (2004).³ Según dicho trabajo, la experiencia reciente permite extraer algunas conclusiones respecto al régimen cambiario más adecuado, dependiendo del grado de desarrollo de los países y la calidad de sus instituciones. Para ello, con independencia de particularidades específicas,

es necesario distinguir tres grupos bien delimitados: países menos desarrollados, países en desarrollo con mercados emergentes y países avanzados.

En los primeros, donde la movilidad de capitales no juega un papel importante y poseen instituciones débiles, los tipos de cambio fijos parecen ofrecer ventajas importantes sin costes notorios. La fijación del tipo de cambio parece una forma adecuada de establecer una política monetaria reglada, cuyo incumplimiento suele quedar pronto de manifiesto en el mercado. Así, estos países pueden conseguir una mayor credibilidad para sus políticas, sin que ello tenga lugar, aparentemente, a costa de un menor crecimiento.

En el caso de los segundos, los tipos de cambio flotantes parecen el mecanismo adecuado para conseguir un alto crecimiento, sin provocar mayor inflación. Con credibilidad en sus políticas y una elevada rigidez nominal en sus economías, los tipos de cambio flexibles constituyen un mecanismo de ajuste necesario para una correcta reasignación de recursos, tras cualquier perturbación real de su economía.

La conclusión no es tan clara cuando hablamos de países emergentes. En estos, su mayor exposición a la movilidad del capital ha producido frecuentes crisis bancarias y, especialmente, costosas crisis “gemelas” (cambiarias y bancarias). La probabilidad de dichas crisis aumenta con la rigidez del tipo de cambio.⁴ Al tener acceso a los mercados internacionales de capital, estos países están sometidos a “frenazos”⁵ de su economía, originados por una inversión en la dirección de los flujos de capital. En ellos, tipos de cambio rígidos no han estado unidos a menor inflación y mayor crecimiento, como ocurre en los países menos desarrollados. Por otra parte, aunque los países avanzados se encuentran todavía más abiertos a los flujos de capital, los “frenazos” son menos perturbadores para ellos, al ser menos frágiles sus sectores financieros, por lo que las crisis bancarias y, sobre todo, las crisis gemelas no son frecuentes.

Si la rigidez cambiaria parece una mala solución para los países emergentes, la alternativa de flexibilizar los tipos de cambio plantea problemas difíciles. El intento de dejar flotar libremente el tipo de cambio ha ido frecuentemente unido a severas depreciaciones cambiarias con repercusiones graves sobre estas economías emergentes. Aunque tales depreciaciones y sus consecuencias posteriores puedan ser atribuidas, en su mayor parte, a desequilibrios acumulados en periodos anteriores, parece evidente que la flotación no es una solución válida si los países no

a partir de 2002 en la NBER. Ello explica la aparente discordancia que surge cuando decimos que Rogoff *et al.* (2003) se basaron en un estudio de Reinhart y Rogoff (2004).

⁴ Véase Hinarejos Rojo (2003) para una amplia discusión sobre las relaciones entre movilidad de capitales, tipos

tienen una solidez institucional, incluidos mercados financieros aceptablemente desarrollados.

¿Cuál es la solución? Un cierto número de países emergentes parece estar emprendiendo un camino que, por el momento, parece válido: aprender a flotar. La flotación es la alternativa deseable siempre que las instituciones del país alcancen una cierta solidez que garantice el seguimiento de políticas adecuadas. Aunque no siempre se trate de una flotación “limpia” y la elaboración de la política monetaria se vea más influida de lo deseable por la situación en el mercado de divisas, puede tener sentido el intento de conseguir mayor flexibilidad y efectividad con la flotación. El proceso de aprendizaje no es sencillo. Las autoridades monetarias tienen que aprender cómo realizar la política monetaria adecuada con tipos de cambio flexibles; y los agentes económicos deben ajustar su conducta ante la nueva flexibilidad cambiaria. Chile, México y Brasil son países que han conseguido progresos importantes en los últimos años.

Para algunos autores (Larraín y Velasco, 2001) éste es el camino: tratar de combinar flotación y estabilidad monetaria, de forma que se consiga la credibilidad monetaria suficiente para lograr baja inflación, amortiguación de las perturbaciones externas y cierta independencia de la política monetaria.

Otros países podrían seguir su ejemplo. Pero la alternativa de la flotación sólo es posible para países que hayan logrado mejorar su organización institucional. Con sistemas dolarizados, amplio endeudamiento exterior, sector bancario frágil y políticas económicas inadecuadas, la flotación corre el riesgo de producir fuertes depreciaciones y, como consecuencia, deprimir la inversión interna y favorecer la huida de capitales (Eichengreen *et al.*, 1999). En estas condiciones, los tipos de cambio flotantes serían probablemente inestables y, por tanto, no deseables. Lo mejor para estos países sería continuar con algún sistema cambiario intermedio manejado por las autoridades. Lo que sí convendría tener en cuenta es la experiencia de estos últimos años.

Reflexiones finales

La experiencia no indica –como algunos han querido ver– que el mantenimiento de las modalidades cambiarias intermedias sea imposible, pero sí que dichas mo-

de cambio y crisis cambiarias y financieras.

⁵ El término “frenazo” fue acuñado por Calvo (1998) para describir el mecanismo que relacionaba los movimientos internacionales de capital con las crisis financieras de los noventa; es decir, el mecanismo a través del cual una salida neta de capitales grave e inesperada puede conducir a una crisis cambiaria y financiera.

dalidades pueden ser proclives a riesgos que originen serias perturbaciones para la economía. Evitar su aparición o, al menos, reducir su intensidad, es muy importante. Entre los regímenes intermedios, los rígidos son los más peligrosos porque dan a los agentes económicos un sentimiento excesivo de seguridad, invitándoles a asumir riesgos elevados, como ocurrió en la crisis asiática. Ello no quiere decir que en ciertas circunstancias no convenga utilizar una fijación rígida del tipo de cambio como instrumento de anclaje para lograr la estabilidad económica. Sin embargo, en esos casos, los sistemas de tipos de cambio fijos tienen que considerarlos como temporales y deben estar respaldados por políticas adecuadas, entre ellas la renuncia a la independencia de la política monetaria. Si se pretende que tengan un carácter permanente, será mejor la adopción de fijaciones duras del tipo de cambio y siempre con el respaldo de dichas políticas. El caso argentino ha puesto de relieve el hecho de que las autoridades no pueden separarse de su cumplimiento. Mayor flexibilidad o duras exigencias de las políticas adoptadas es, por lo tanto, la primera de las consecuencias de la experiencia pasada. La segunda es que este tipo de países tiene que ser más cauto respecto a los riesgos de excesivas entradas de capital que, muchas veces, van seguidas de salidas bruscas, altamente perturbadoras por sus consecuencias graves y duraderas sobre el crecimiento económico. Conviene evitar las entradas excesivas y, sobre todo, tratar de moderar sus modalidades volátiles, como el endeudamiento a corto plazo y las inversiones de cartera. Es necesario también, mantener la regulación y supervisión bancaria, especialmente si el país mantiene una posición abierta respecto a la movilidad de capitales.

Hay que admitir, sin embargo, que no es fácil compaginar una liberalización amplia de capitales con evitar los excesos y riesgos derivadas de ella. El elevado coste de las crisis gemelas y su repercusión duradera hace que, al elaborar la política económica en este tipo de países, sea deseable pecar por el lado de la prudencia.

Referencias bibliográficas

- Barro, Robert J. y David B. Gordon (1983). "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy" en *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, pp. 101-121.
- Bloomfield, Arthur I. (1959). *Monetary policy under the international gold standard: 1880-1914*, New York: Federal Reserve Bank.
- Bordo, Michael D. (2003). "Exchange rate regime choice in historical perspective", IMF *Working Paper*, num. 03/160, Washington, D.C.: International Monetary Fund, august.

- Calvo, Guillermo (1998). "Capital flows and capital-market Crises: The simple economics of sudden stops" en *Journal of Applied Economics*, vol. 1, num. 1, november, pp. 35-54.
- y Carmen M. Reinhart (2002). "Fear of floating" en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, num. 2, pp. 379-408.
- Catao, Luis y Solomos Solomou (2003). "Exchange rates in the periphery and international adjustment under gold standard", *IMF Working Paper*, num. 03/41, Washington, DC: International Monetary Fund, february.
- Chang, Roberto y Andrés Velasco (2001). "A model of financial crises in emerging markets" en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, pp. 484-517.
- Crockett, Andrew (1994). "Monetary policy implications of increase capital flows", *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hob, agosto 1993.
- Eichengreen, Barry (1994). *International monetary arrangements for the century*, Washington, DC: Brooking Institution.
- y Ricardo Hausmann (1999). "Exchange rates and financial fragility", *NBER Working Paper*, num. 7418, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Fischer, Stanley (2001). "Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?" en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 50, núm. 2, spring, pp. 3-24.
- Frankel, Jeffrey (1999). "No single currency is right for all countries or at all times" en *Essays in International Finance*, núm. 215, Princeton, N.J.: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- (2003). "Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies", *NBER Working Paper*, num. 10032, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, octubre.
- Friedman, Milton (1953). "The case for flexible exchange rates", in Milton Friedman (ed.), *Essays in positive economics*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 157-203.
- Giavazzi, Francesco y Alberto Giovannini (1989). *Limiting exchange rate flexibility: the European monetary system*, Cambridge Massachusetts: MIT Press.
- Hinarejos Rojo, Montserrat (2003). "Las crisis financieras de final del siglo XX: la posibilidad de predicción de crisis bancarias", tesis doctoral, Universidad de Alcalá, Madrid.
- IFIAC (International Financial Institution Advisory Commission) (2000). *Report of the IFIAC, Allan H. Meltzer, Chairman*. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Larraín, Felipe y Andrés Velasco (2001). "Exchange rate policy in emerging market

- economies: the case for floating”, *Essays in International Economics*, núm. 224, Princeton, NJ.: International Economics Section, Department of Economics, Princeton University, december.
- Nurkse, R. (1944). *International currency experience: lessons of the interwar period*, League of Nations, Princeton, N. J.
- Obstfeld, Maurice y Kenneth S. Rogoff (1995). “The mirage of fixed exchange rates” en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, fall, pp. 73-96.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth Rogoff (2004). “The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation” en *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXIX, núm. 1, febrero, pp. 1-48. Una versión anterior de 2002, se encuentra en NBER *Working Paper*, num. 8963, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, Kenneth S., Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks y Nienke Oomes (2003). “Evolution and performance of exchange rate regimes”, IMF *Working Paper*, num. 03/243, Washington, D.C.: International Monetary Fund, diciembre.
- Rodríguez Prada, Gonzalo (2003). *Tipos de cambio y crisis financieras*, España: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Alcalá.
- Summers, L. H. (2000). “International financial crises: causes, prevention, and cures” en *The American Economic Review*, vol. 90, num. 2, mayo, pp. 1-21.
- Taussig, Frank W. (1927). *International trade*, New York: MacMillan.
- Triffin, Robert (1964). “The myth and realities of the so-called gold standard” en *The evolution of the international monetary system: historical reappraisal and future perspectives*, Princeton: Princeton University Press, pp. 2-20. Reimpreso en Barry Eichengreen y Marc Flandreau (eds., 1985), *The gold standard in theory and history*, New York: Methuen Inc.
- Williamson, John (1999). “Are intermediate regimes vanishing?”, discurso pronunciado en una conferencia sobre sistemas de tipos de cambio en economías emergentes, patrocinado por el Asian Development Bank Institute, Centre d’Etudes Prospectives et d’Informations Internationales y Korean Institute for International Economic Policy, Tokio, 17-18 diciembre (<http://www.iie.com/staff/willguid.htm>).
- (2000). “Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option” en *Policy Analyses in International Economics*, num. 60, Washington, D.C.: Institute for International Economics, septiembre.

