



Munich Personal RePEc Archive

On Choosing an Exchange Rate Regimes in Emerging Economies

Adamcik, Santiago

Universidad Nacional de La Plata, Argentina

January 2008

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/9329/>

MPRA Paper No. 9329, posted 28 Jun 2008 07:08 UTC

Sobre la Elección de Regímenes de Tipo de Cambio en Economías Emergentes.

(On Choosing an Exchange Rate Regimes in Emerging Economies)

Facultad de Ciencias Economicas;
Universidad Nacional de La Plata; Argentina

Adamcik, Santiago santiagoa482@yahoo.com.ar

ENERO 2008

JEL Classifications N°. F3, F4, E5, E4

Keywords; Exchange Rate Regimens; Emerging Market; Currency Board; Soft Pegs; Hard Pegs; Inflation; Mundell Challenge; Fixed & Floating Regimes

The views expressed herein are those of the author and not necessarily those of the School of Economy; National University of La Plata

Los puntos de vista expresados en este trabajo son enteramente los del autor y no necesariamente aquellos de la Facultad de Economía; Universidad Nacional de La Plata

Resumen

Este paper comenta que mucho del debate en seleccionar un régimen de tipo de cambio desperdicia una oportunidad para el desarrollo de las economías emergentes. Se comienza por discutir la teoría estándar de elección entre los regímenes de tipo cambiario, y luego se exploran las debilidades en esta teoría, especialmente cuando se la aplica a economías emergentes. Luego se comentan ciertos rasgos institucionales que podrían sesgar a un país a la elección, ya sea de los tipos de cambio flotantes o fijos, y luego se vuelve en dirección opuesta para ver si la elección de regímenes de tipo de cambio puede favorecer el desarrollo de ciertas características institucionales deseables. La conclusión del análisis es que la elección de regímenes de tipo de cambio es mas bien de segunda importancia para el desarrollo de buenas instituciones fiscales, financieras, y monetarias con el objeto de producir un buen desempeño macroeconómico en países emergentes. Esto sugiere que menos atención debería ser puesta a la pregunta general ya sea si una flotación o un tipo de cambio fijo es preferible, y más en estos desarrollos institucionales más profundos. Focalizarse sobre las reformas institucionales en vez de en el régimen de tipo de cambio puede alentar a los países emergentes a ser menos vulnerables y menos propenso a las crisis como se ha visto en estos últimos años.

Abstract

This paper discusses that a lot of the debate on selecting an exchange rate regime misses the time. It begins explaining the standard theory of choice between exchange rate regimes, and then explores the fragilities in this theory, specifically when this is applied to emerging economies. Next presents a extent of institutional characteristics that might have influence upon a country to choose either fixed or floating rates , and then turns to the converse question of whether the selection of exchange rate regime may make for the development of some helpful institutional traits. The conclusion is that the election of exchange rate regime is likely to be of second order significance to the development of good fiscal, financial, and monetary institutions in causing macroeconomic achievement in emerging market. A greater dedication in strong institution's development instead of focalizing in the exchange rate regimes could make economies healthier and less propense to the crises, as was observed of late years.

En los análisis hechos después de las crisis que han sufrido varias economías emergentes, un debate activo se ha seguido sobre cómo el régimen reinante de tipo de cambio podría haber contribuido a la inestabilidad macroeconómica, e inversamente, a cómo podría contribuir un cambio en el régimen de tipo de cambio a mejorar la performance macroeconómica. ¿Debería preferir una economía emergente un tipo de cambio flotante, un tipo de cambio fijo, o alguna mezcla de los dos como un tipo de cambio que fuese usualmente fijo pero algunas veces podría desviarse bajo la ocurrencia de ciertas contingencias?

Sin embargo, en las consecuencias de la crisis macroeconómica que se propagó por el este de Asia en 1997-98, surgió una postura de que este régimen de tipo de cambio fue en parte responsable de la profundidad de la crisis macroeconómica. Los gobiernos de Tailandia, Malasia, Corea del Sur, y otras naciones en esa región habían mantenido tipos de cambio fijos. No hubo una garantía institucional explícita de que el tipo de cambio permanecería fijo, pero como las paridades habían sido estables lo suficientemente por mucho tiempo, fue así que las instituciones financieras locales pidieron prestado en dólares al extranjero y luego otorgaron créditos internos en dólares de Estados Unidos. Pero cuando el flujo de capitales extranjeros se detuvo (un sudden stop), el tipo de cambio existente se volvió insostenible. Por ejemplo, cuando el baht tailandés colapsó en contra del dólar de Estados Unidos, los prestatarios tailandeses fueron completamente incapaces de reembolsar sus préstamos expresados en dólares y llevó a que las instituciones financieras tailandesas se convirtieran casi todas en insolventes. Esta disolución del sector financiero condujo a una enorme contracción económica.

Así, una lección que nos enseña el este asiático es que las naciones deben hacer una elección bipolar: ya sea, o escoge una estructura institucional que garantice credibilidad a un tipo de cambio fijo, esto conocido como “hard peg”¹ o si no, aceptar un tipo de cambio que flote libremente. Aún ninguno de estos dos regímenes extremos tienen una performance intachable en la historia de los regímenes de tipo de cambio.

Hay dos formas básicas que un gobierno puede ofrecer un compromiso creíble de un tipo de cambio fijo: Un currency board (traducido al español sería algo así como “régimen de

¹ Para hacer una diferenciación comprensible entre hard pegs y soft pegs, piénsese en un continuo, en donde en un extremo se ubican los tipos de cambios enteramente flexibles para ir avanzando hacia tipos de cambios más rígidos, hasta llegar a una dolarización completa que sería la máxima expresión de un tipo de cambio fijo, por lo tanto en un comienzo estarán los denominados soft pegs para gradualmente ir avanzando a posiciones más rígidas en donde se encontrarán los hard pegs

convertibilidad”) y una dolarización completa. En un currency board,² la autoridad que emite la moneda domestica, ya sea el banco central o el gobierno, establece una tasa de conversión para la moneda domestica vis a vis a la moneda extranjera (por ejemplo dólares de Estados Unidos) y provee convertibilidad completa, porque cada moneda domestica está respaldada por una moneda extranjera, esto es que el nivel de reservas que tiene el banco central debe de ser, en mínimo, como el que tiene en moneda domestica en circulación.

La dolarización completa implica eliminar la moneda nacional completamente y reemplazarla por una moneda extranjera como el dólar de Estados Unidos, es por esto que se conoce como dolarización, aunque podría involucrar el uso de otra moneda como el Euro. Este compromiso es aun más fuerte que un currency board porque hace bastante más difícil, aunque no imposible, para el gobierno recobrar el control de la política monetaria y/o establecer una nueva paridad para la (inexistente) moneda nacional.

Argentina, por ejemplo, escogió la opción de currency board para asegurar un tipo de cambio fijo. Ciertamente, Argentina aun reconoció que el completo apoyo de la base monetaria no puede ser suficiente, porque dejaría al sistema bancario sin un prestamista de última instancia o para hacer frente a una situación en donde el gobierno podría necesitar crédito adicional, así es que la Argentina también pagó por líneas de créditos contingentes. Pero en el 2001, los grandes déficits presupuestarios (incluyendo las obligaciones gubernamentales contingentes, como dar apoyo financiero a los bancos propiedad del Estado) forzaron al gobierno argentino para buscar una nueva fuente de fondos. Después de que Domingo Cavallo se convirtió en Ministro de Economía en abril del 2001, el presidente del banco central, supuestamente independiente, Pedro Pou, se vio forzado a renunciar. Al poco tiempo, el régimen prudencial y regulador de Argentina para su sector financiero, el cuál había sido uno de los mejores en el mundo de mercados emergente, estuvo debilitado. Los bancos estaban incitados y presionados (por parte del gobierno) en comprar bonos públicos argentinos para financiar la deuda fiscal. Un breve intento fue hecho para reactivar la economía por vía de la política monetaria expansiva. Con el valor de estos bonos declinando como la probabilidad de default en esta deuda, el activo neto de los bancos caía en picada. La percibida e inminente insolvencia de los bancos condujo a una clásica corrida bancaria para hacerse con los depósitos y a una crisis en gran escala que comprendió todo el sistema financiero por el fin de 2001. Dado que la mayoría de los instrumentos de deuda en Argentina fueron denominados en dólares de Estados Unidos, la depreciación de la moneda

² A lo largo del trabajo, usare esta terminología sin traducirla al español, al igual con “hard pegs y soft pegs”

argentina imposibilitó a tomadores de préstamos repagar sus deudas expresadas en dólares. El sector financiero argentino colapsó, y la economía por consiguiente. El experimento de Argentina con su currency board terminó en un desastre.

La opción restante de un tipo de cambio que flotara libremente parecía poco atractiva también. Sin entrar en mayores detalles, un “tipo de cambio flotante” no significa otra cosa que el régimen permitirá a cualquier tipo de cambio ajustar a las fuerzas de los mercados de divisas sin intervención del banco central.

Un país que establece un tipo de cambio flotante puede aplicar un mayor número de estrategias de política monetaria; por ejemplo, metas de crecimiento en los agregados monetarios, metas de tasa de inflación, o una aproximación discreta sugerente del tipo de cambio, en la cual el ancla nominal está implícita pero no explícita, esto es una flotación intervenida o sucia (el “just do it approach”, descrito en Mishkin, 1999b, 2000 y Bernanke, 1999). Respecto a la elección de regímenes monetarios, dado que en muchas economías emergentes, exportaciones, importaciones y los flujos internacionales de capital representan una alta participación de la economía, altas oscilaciones en el tipo de cambio pueden causar considerables vaivenes en la economía. Aún, existiendo un banco central que prefiriera dejar a su tipo de cambio flotar libremente debería estar conciente, que si los bancos locales han concedido préstamos a los residentes en dólares, entonces una depreciación de la moneda doméstica con respecto al dólar puede perjudicar en gran manera al sistema financiero. Bajo estas circunstancias, la autoridad monetaria es probable que muestre un miedo a la flotación, el “fear of floating” (Calvo y Reinhart, 2002), definido como una oposición a permitir una libre fluctuación en el tipo de cambio tanto nominal como real en la moneda doméstica, porque, como Mussa (1986) demostró, ambos tipos de cambio están altamente correlacionados.

Así, la literatura de regímenes de tipo de cambio parece encontrarse en un aprieto, donde ninguna de las opciones está libre de problemas. Este trabajo explica que mucho del debate en seleccionar un régimen de tipo de cambio desperdicia una oportunidad para el desarrollo de las economías emergentes. Se comienza por discutir la teoría estándar de elección entre los regímenes de tipo cambiario, y luego se exploran las debilidades en esta teoría, especialmente cuando se la aplica a economías emergentes. Luego se comentan ciertos rasgos institucionales que podrían inclinar a un país a la elección, ya sea de los tipos de cambio flotantes o fijos, y luego se vuelve en dirección opuesta para ver si la elección de régimen de tipo de cambio puede favorecer el desarrollo de ciertas características institucionales deseables. El análisis muestra que en el logro de una buena performance

macroeconómica, la elección de régimen de tipo de cambio es mas bien de segunda importancia y si los es el desarrollo de buenas instituciones, la estabilidad fiscal y monetaria. Esto sugiere que menos atención debería ser puesta a la pregunta crucial de que tipo de cambio elegir, ya sea si una flotación o un tipo de cambio fijo, y más en estos desarrollos institucionales más profundos. Focalizarse sobre las reformas institucionales en vez de en el régimen de tipo de cambio puede influir a los países emergentes a ser menos vulnerables y menos propenso a las crisis como se registró en estos últimos años.

La Teoría Estándar sobre la Elección de un Régimen de Tipo de Cambio

Mucho del análisis sobre la elección de regimenes de tipo de cambio ha tomado lugar usando la teoría de regimenes de tipos de cambio óptimo, y esta a su vez cercanamente relacionada con la teoría de áreas monetarias óptimas, la cual debe mucho a Mundell (1961) y a Poole (1970). Estos modelos de elección de un régimen de tipo de cambio típicamente evalúan tal régimen por cuán efectivo ellos son en reducir la volatilidad de la producción en una economía con rigideces en precios y salarios.

Si una economía se ve enfrentada a shocks nominales, esto es, shocks que provienen de la oferta o demanda de dinero, entonces un régimen de tipo de cambio fijo será más atractivo para esta economía. Si un shock monetario causa inflación, esto tenderá a depreciar un tipo de cambio flotante y así transmitir un shock nominal a uno real. En este escenario, el tipo de cambio fijo provee un mecanismo para acomodar un cambio en la demanda monetaria u oferta, produciendo menos volatilidad en el producto.

Por otro lado, si el shock es real, como un shock en la productividad, o en los términos de intercambio (esto es la relación entre el precio de las exportaciones y los precios de las importaciones debido a movimientos en la demanda u oferta), entonces alguna clase de tipos de cambios flexibles se convierten en mas deseables. En este caso, la economía necesita a responder a cambios en los precios relativos de equilibrio, como el precio relativo de los transables con respecto a los no transables. Una manipulación en el tipo de cambio nominal ofrece una forma veloz de implementar tales cambios, sobre la relación de los precios de equilibrio, así amortiguando el impacto de estos shocks sobre la producción y el empleo (De Grauwe, 1997). Por otro lado si la recesión viene dada por factores reales en una economía con tipo de cambio fijo, entonces la demanda de la moneda domestica cae y el banco central se ve forzado a absorber el exceso de oferta monetaria al tipo de cambio que se estableció. El resultado es que (bajo movilidad perfecta de capitales) la caída en la demanda de moneda

doméstica lleva a una automática salida de capitales en moneda extranjera, produciendo un alza en los tipos de interés. En este caso el hard peg contribuye a la profundización de la recesión.

Este modelo estándar de elección de régimen de tipo de cambio ofrece una muy útil comprensión. Sin embargo, esto en último falla al enfrentarse al desafío que planteó Mundell en su trabajo en 1961 y mucho del sustento y recomendaciones del modelo no se aplican del todo bien a economías emergentes

El Desafío de Mundell

En el paper original de Robert Mundell de 1961 sobre áreas monetarias óptimas, Mundell señaló que esta teoría implica que la idoneidad de un tipo de cambio fijo o flotante dentro de un país no puede ser tomado como un supuesto. ¿Por qué debería California y Nueva York en los Estados Unidos, o Tucumán y Buenos Aires en Argentina compartir las mismas monedas? Estas regiones son afectadas por diferentes shocks reales y podrían, de acuerdo a la teoría estándar, beneficiarse de un mayor grado de libertad, teniendo sus propias monedas y permitirles flotar con respecto a las otras. Esto es lo que se conoce como el desafío de Mundell.

La respuesta frecuente al desafío de Mundell es que un país tiene mecanismos internos que pueden ser sustitutos ante la variabilidad del tipo de cambio regional, incluyendo la movilidad de factores productivos entre las regiones y transferencias fiscales compensatorias desde el gobierno central. Sin embargo estos argumentos son solo parcialmente concluyentes. Las transferencias fiscales en contraste con la devaluación monetaria, no cambian los precios relativos. Además, la movilidad laboral es un sustituto pobre del tipo de cambio flexible. Imaginar el costo social de movilización de personas desde Jujuy a La Pampa, cuando un simple movimiento en el tipo de cambio haría retornar al equilibrio

Pero aun más, el desafío de Mundell va más allá. Después de todo ¿Por qué debería limitarse el tipo de cambio a las regiones, por que no se tendría diferentes tipos de cambio entre ciudades o vecinos? O para ir directamente a un extremo... ¿Por qué no se mueve a un mundo donde todas las transacciones estén dadas por contratos contingentes sin una moneda en medio y así tener un tipo de cambio personal y para cada transacción? Por supuesto, nadie ha llevado la teoría ha este punto extremo. Sin embargo no hacerlo implica reconocer la existencia de otros factores que son claves y que por momento dominan los factores enfatizados por la teoría de régimen tipo de cambio.

Un importante conjunto de tales factores están vinculados a la observación de que la economía moderna no ha sido aun posible a funcionar sin alguna clase de moneda. La función fundamental de una moneda es de reducir los costos de transacción y de proveer liquidez, funciones las cuales son especialmente valorables en un mundo con contratos incompletos y mercados contingentes. Una moneda común es un mecanismo muy útil para coordinar dentro de una economía nacional (en donde la moneda sea de curso legal), aunque algunas veces esto no es tan así.

Similarmente, un tipo de cambio fijo puede ser un útil mecanismo para una economía, aun si estos países atraviesan diferentes shocks reales, porque la ganancia de reducción en los costos de transacción y de proveer liquidez, son lo suficientemente grandes. Así en la elección de regímenes de tipo de cambio, no alcanza con el análisis de la naturaleza de los shocks para determinar cual es más conveniente. El beneficio potencial de un tipo cambio fijo debe de ser tomado en cuenta también.

La Realidad de las Economías Emergentes

La estructura estándar para escoger un régimen de tipo de cambio se basa en un número de suposiciones implícitas que no se aplican bien a muchas economías emergentes. La teoría estándar asume una capacidad para establecer instituciones que asegurarán un tipo de cambio fijo, pero después de la experiencia de Argentina, esta suposición de existencia de una garantía institucional parece improbable. La teoría estándar da por supuesto que una elección en el régimen de tipo de cambio es consistente temporalmente, se escoge para siempre, aunque en la realidad muchos países, el régimen de tipo de cambio frecuentemente salta de uno a otro. En el modelo estándar, las elecciones de regímenes cambiarios, se focalizan sobre los ajustes en bienes y mercados laborales, y el sector financiero está completamente ignorado. Sin embargo, ninguna crisis macroeconómica reciente en un mercado emergente ha estado libre de temblores financieros de una forma u otra. Finalmente, como se mencionó hace un momento, el modelo estándar de tipo de cambio deja de lado los costos de transacción y las consideraciones de liquidez que son imprescindibles para explicar por qué el dinero deberían existir en primer lugar. Este tema es especialmente relevante para economías de mercados emergentes, donde la falta de contratos contingentes es más severa que en las economías desarrolladas.

Para demostrar los defectos del modelo estándar en escoger un régimen de tipo de cambio para mercados emergentes, y también para resaltar una cierta cantidad de criterios centrales en hacer tal elección, es útil identificar varias características institucionales que son comunes en economías de mercados emergentes: debilidades en instituciones fiscales, financieras, y monetarias; sustitución de monedas y dolarización de deuda; y vulnerabilidad ante los sudden stops de flujos de capitales exteriores.

Las débiles instituciones fiscales, financieras y monetarias hacen a los países emergentes altamente vulnerables a la alta inflación y crisis monetarias. Una lección crucial de la “desagradable aritmética monetarista” discutida en Sargent y Wallace (1981) y la reciente literatura en teorías fiscales de niveles de precios (Woodford, 1994 y 1995) es que la política fiscal irresponsable ejerce presión sobre las autoridades monetarias para monetizar la deuda, y por consiguiente produciendo un rápido crecimiento de la oferta monetaria, inflación alta y presión a la depreciación de la moneda doméstica. De modo semejante, la escasa supervisión y regulación del sistema financiero pueden dar como resultado grandes pérdidas en hojas de balance de los bancos, que imposibilitan a las autoridades monetarias a subir las tasas de interés para controlar la inflación o sostener el tipo de cambio porque de hacerlo probablemente conduciría a un colapso del sistema financiero. También un sistema bancario endeble puede producir inestabilidad fiscal, y por lo tanto devaluaciones e inflación alta, porque la necesidad de una operación de salvamento a entidades financieras puede sugerir contraer una deuda enorme (Burnside, Eichengreen y Rebelo, 2001) por parte del gobierno. Las instituciones monetarias débiles, en las cuales existe pequeño compromiso para con la meta de estabilidad de precios o la independencia del banco central, quiere decir que las autoridades monetarias no tendrán el soporte o las herramientas para mantener bajo control a la inflación o impedir grandes depreciaciones en la moneda. Así en una economía donde el gobierno puede incrementar los déficits fiscales enormemente, los bancos están pobremente regulados, y el banco central imprudentemente puede expandir la oferta monetaria, bajo esta situación, el valor real del dinero no puede ser tomado en serio.

Las firmas y los individuos en países emergentes reaccionan a la amenaza de que su dinero dramáticamente puede cambiar de valor, ya sea por la inflación directa o por el tipo de cambio, recurriendo a sustitución de monedas, donde utilizan una moneda extranjera para denominar las transacciones (Calvo y Végh, 1996). La sustitución de monedas es probablemente debida no sólo para después de la experiencia inflacionaria resultando de débiles instituciones monetarias, fiscales y financieras, sino también por el hecho de que una moneda como el dólar de Estados Unidos es una unidad de cuenta crucial para transacciones

internacionales. Este fenómeno induce a la autoridad monetaria tener que permitirle a los bancos ofrecer depósitos en moneda extranjera, es decir, una firma en Argentina puede depositar dólares de Estados Unidos directamente en un banco argentino sin necesidad de reconvertirlos (los dólares) a moneda local³.

Los depósitos en moneda extranjera inducen a los bancos, en parte por razones regulatorias, que impiden a los bancos tomar riesgo de tipo de cambio, a ofrecer préstamos en moneda extranjera, usualmente en dólares de Estados Unidos, llevando a lo que es conocido como *dolarización de las deudas*. En existencia de dolarización de deudas, una devaluación monetaria en un mercado emergente conduce a un impacto enteramente diferente (Mishkin, 1996; Baldhead, 2001). En los países emergentes, una violenta depreciación de la moneda crea una situación donde aquellos que han pedido prestado en dólares son incapaces de restituir el dinero. Sin embargo, no todos los países emergentes sufren de dolarización de deuda de manera grave; Por ejemplo, Chile y Sudáfrica, que tienen instituciones monetarias, fiscales y financieras más fuertes, son excepciones comúnmente citadas (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2002).

Vulnerabilidad a reversiones en las afluencias de capital, las cuales son generalmente imprevistas (Calvo y Reinhart, 2000), también contribuyen a la sensibilidad a las crisis financieras y monetarias. La [tabla 1](#) muestra la incidencia de estos sudden stops sobre la última década. Se observa que este fenómeno es en su mayor parte limitado a países emergentes y es más probable a ser asociado con grandes devaluaciones monetarias en estos países, probablemente por sus débiles instituciones fiscales y financieras. (La definición precisa de un sudden stops y las grandes devaluaciones son encontradas en la tabla 1.). Además, la evidencia anterior sugiere que hay un alto grado de efecto contagio de sudden stops a través de países emergentes. Esto es evidente después de la crisis rusa en 1998, y los escándalos del Wall Street que incluyeron a Enron y otras firmas. Este patrón nos conduce a suponer que, en gran medida, los sudden stops han sido un resultado de factores algo externos a países emergentes como un grupo. En un simposio, Kaminsky y Reinhardt intercambian opiniones cómo ocurre este proceso de contagio.

³ Bajo este enfoque, un cambio repentino de dinero domestico a extranjero no necesita dar como resultado una retirada masiva de depósitos bancarios (corrida bancaria), ya que se permiten depósitos en moneda extranjera, De otra manera, los depósitos serian retirados masivamente para comprar moneda extranjera, dando como resultado una retirada masiva de depósitos bancarios, todo esto en teoria, ya que esta situacion ocurrió en Argentina en el 2002, con existencia de depósitos en dólares los cuales fueron posteriormente pesificados forzosamente a un valor diferente del existente en el mercado cambiario.

La existencia de instituciones débiles lleva generalmente a la sustitución de monedas y dolarización de deudas, y entonces cuando los sudden stops se presentan conducen directamente a un colapso en hojas de balance de firmas y bancos, produciendo una depresión económica y afectando a sus socios comerciales, aunque esta transmisión difiere de país a país⁴. Pero las depreciaciones de monedas y los sudden stops causan grandes cambios en los precios relativos, y tienen un profundo impacto en la distribución de ingresos y la riqueza (Calvo, Izquierdo y Talvi, 2002). Además, el sudden stop es típicamente asociado con una caída vertiginosa en tasas de crecimiento o en el peor de los casos, a un colapso completo en la actividad económica y el empleo. Un tipo de cambio flotante es claramente la receta equivocada para esta situación, pues permite la depreciación que afectará las hojas de balance de las firmas, bancos y el sector financiero. Pero bajo las dobles tensiones de instituciones débiles y sudden stops, no es claro que un tipo de cambio fijo sea sostenible. En vez de enfocar la atención en la elección de regímenes de tipos de cambio, la respuesta apropiada para esta situación parecería ser una mejora en las instituciones fiscales, financieras, y monetarias. Tal mejora limitaría la cantidad de dolarización, de sustitución de monedas, y también haría a la economía más elástica en reaccionar a sudden stops cuando ocurren.

Elección entre Regímenes de Tipo de Cambio

Ningún régimen de tipo de cambio puede impedir turbulencia macroeconómica. Pero la elección de un régimen de tipo de cambio puede ser mejor o peor en función a las características e instituciones económicas de una economía. En el debate que sigue, se enfocará primordialmente la atención en la elección global entre los tipos de cambio fijos y los cambios flotantes. Sin embargo, es digno de recordar que los regímenes de tipos de cambio vienen en una amplia variedad de configuraciones: currency boards, dolarización, soft pegs, crawling bands, libre flotación, y muchos otros. Además, un régimen de tipo de cambio flotante puede estar acompañado por un número de diferentes políticas

⁴ Entre los factores que difieren a través de países, cabría mencionar el problema de evasión de impuestos. Como resultado de la evasión de impuestos, la base imponible de muchas economías de mercados emergentes es muy pequeña, el sector informal grande y, así, cualquier ajuste a shocks causa distorsión en la parte formal de la economía, conduciendo a la fuga de capitales. Los efectos podrían ser grandes si la fuga inversiones ocasionaban un derrame de externalidades en la economía (Calvo, 2002).

monetarias domésticamente orientadas (metas inflacionarias, metas cambiarias o solo hacer una aproximación discreta (flotación sucia)).

La Ventaja de Tener Política Monetaria Doméstica

El argumento más fuerte a favor de un régimen de tipo de cambio flotante es que éste retiene la flexibilidad para usar política monetaria enfocando la atención en consideraciones domésticas. En contraste, un tipo de cambio mas bien fijo limita demasiado el alcance de la política monetaria doméstica, porque la tasa de interés es determinada por la política monetaria en el país al cual el país emergente "pegó" la moneda domestica. Sin embargo, en las economías emergentes, este argumento es más relevante en algunos contextos institucionales que en otros.

Una dificultad que los mercados emergentes afrontan es que sus mercados de capitales están condicionados a las tasas de interés establecidas en los principales centros financieros. Frankel, Schmukler y Servén (2002) demuestran, por ejemplo, que en Latinoamérica todas las tasas de interés reflejan cambios en las tasas de interés de Estados Unidos y, además, que los países que no "se pegan" al dólar ven que sus tasas de interés sufren cambios mas grandes que aquellos que lo hacen, las tasas de interés enfrentan una mayor varianza al no estar el tipo de cambio fijo con alguna moneda dura como el dólar. Además, las economías de mercados emergentes pueden ser golpeadas como un grupo, y no individualmente, manifestándose un contagio financiero en todas ellas, como se noto anteriormente, lo cual afectará sus tasas de interés. El banco central en un país emergente así afronta dificultades prácticas y notorias.

Además, aunque un tipo de cambio flotante incrementa la posibilidad teórica para que las autoridades monetarias domésticas persigan políticas monetarias anticíclicas, el banco central no puede poseer esta capacidad en la práctica. Si las autoridades monetarias tienen poca credibilidad en términos de su compromiso hacia la estabilidad de precios, entonces la política monetaria puede ser ineficaz. Para un banco central sin credibilidad para combatir la inflación, una política monetaria expansiva sólo conducirá a un salto inmediato en las tasas de interés y / o el nivel de precios.

Construir instituciones monetarias creíbles es una tarea difícil. Requiere un compromiso público e institucional para valorar la estabilidad. Una parte de este compromiso puede ser expresado a través de las leyes y las reglas que aseguran que el banco central tendrá permiso de aplicar los instrumentos de política monetaria sin interferencia del gobierno, esto es que

los hacedores de políticas monetaria, deben ser aislados del proceso político, y que el banco central está prohibido en financiar déficits del gobierno. Hay una gran literatura sobre las formas que la independencia del banco central puede presentarse (por ejemplo, Cukierman, 1992), pero lo que es puesto por escrito en la ley puede ser menos importante que la cultura política e historia del país. El contraste entre Argentina y Canadá es ilustrativo aquí. Legalmente, el banco central de Canadá no se ve en particular independiente. En el caso de un desacuerdo entre el Banco de Canadá y el gobierno, el ministro de finanzas puede publicar una directiva que el banco debe seguir. De cualquier forma la directiva debe ser específica y por escrito, y porque el Banco de Canadá es una institución pública de confianza, un gobierno que pasa sobre la disposición del banco tiene la probabilidad de causar un alto costo político y quedar bastante mal visto ante la sociedad. Así, en la práctica, el Banco de Canadá es altamente independiente. En contraste, el banco central de Argentina fue altamente independiente desde una perspectiva legal. Sin embargo, esto no detuvo al gobierno argentino de obtener a la fuerza la resignación del presidente altamente respetado del banco central y reemplazarlo con un presidente que conduciría la política monetaria desde el gobierno. Es inimaginable en países como Canadá, los Estados Unidos o en Europa, que el público toleraría la remoción de un presidente del banco central de esta manera, y ciertamente no se tiene registros de algún caso en la historia reciente.⁵

Muchos países de economías emergentes, como Argentina, han tenido una historia de un respaldo pobre para con las metas de estabilidad de precios, y las leyes para garantizar la independencia del banco central son frecuentemente dejadas de lado o sujetas a constantes revisiones. Esto por consiguiente es de importancia, el desarrollo genuino del respaldo público y político sobre la independencia del banco central así como también la independencia legal para tener la capacidad de conducir políticas monetarias domésticas sin condicionamientos de otras instituciones.

Si un país emergente puede desarrollar instituciones fiscales, financieras y monetarias que proveen credibilidad en la búsqueda de la estabilidad de precios para sociedad, entonces la política monetaria puede usarse para estabilizar la economía. Aún, no todos los países emergentes están en esta situación, y así es que pueden decidir escoger un de tipo de cambio

⁵ La estabilidad del banco central en países adelantados puede estar en parte explicada por el tamaño de los shocks, en vez de por alguna ventaja en la cultura política. Después de todo, excepto por la Gran Depresión, los países adelantados no han sido golpeados igualmente por grandes shocks como en Argentina y otras economías de mercado emergentes.

que le permita en cierta forma "importar credibilidad". (Sin embargo, la ausencia de instituciones fuertes puede dificultar para sustentar al hard peg.)

Esta interdependencia entre instituciones y regímenes de tipo de cambios ayuda a explicar el hallazgo empírico que, si un país tiene un tipo fijo o flexible de cambio nos dice poco acerca de si tendrá o tiene superior performance económica, o fluctuaciones más pequeñas en la producción. Ciertamente, cuando se observa estrechamente cuáles de los países emergentes tienen una actuación macroeconómica exitosa, el régimen de tipo de cambio parece ser mucho menos importante que características institucionales de la economía en relación con la estabilidad fiscal, estabilidad financiera y la credibilidad de instituciones monetarias que promueven la estabilidad de precios.⁶

Sin embargo, existe algo de evidencia de que los regímenes de tipo de cambio flotante pueden ayudar a países a hacer frente a los shocks de términos de intercambio y de esta manera podrían promover el crecimiento económico (Broda, 2001 y Levy Yeyati y Sturzenegger, 2003).

Metas Inflacionarias

Tal como la ventaja principal de un tipo de cambio flotante puede ser que permite a las autoridades monetarias alguna discreción y además otorga la posibilidad de usar políticas monetarias para hacer frente con shocks en la economía doméstica, la debilidad principal de un tipo de cambio flotante puede ser que permite demasiada discreción para la política monetaria y así es que no puede proveer un ancla nominal suficiente (por ejemplo, Calvo, 2001; Calvo y Mendoza, 2000).

Por supuesto, muchos países de mercados emergentes han podido mantener bajo control el nivel de inflación con regímenes de tipo de cambio flexible y esto contribuye a qué la evidencia de que tipos de cambio fijos versus los regímenes de tipo de cambio flotante son comúnmente asociado con tasas de inflación inferiores en promedio, no es del todo claro (Edwards y Magendzo, 2001 y Reinhart y Rogoff (2002)). Pero un banco central sólo puede trabajar en reducir la inflación si es que tiene tanto el respaldo del público como del gobierno.

⁶ Por cierto, Tommasi (2002) ha discutido que aun instituciones más desarrolladas, en concordancia con las reglas político-institucionales enunciadas en la constitución, las reglas electorales y las prácticas informales de la organización política, son cruciales para el desarrollo y la sostenibilidad de instituciones fiscales, financieras y monetarias.

En algunos países, anunciando el banco central una meta explícita en la tasa de inflación, puede conseguir el respaldo por parte del resto de las instituciones, de modo que el banco central puede perseguir objetivos de mas largo plazo como la estabilidad de precios (Bernanke Et Al., 1999). Sin embargo, estos beneficios requieren excelentes habilidades de comunicación por parte del banco central, las cuáles, en un ambiente político alborotado como son los mercados emergentes, tal tarea se transforma dificultosa.

Problemas ante un Tipo de Cambio Desalineado

Un peligro de un tipo de cambio "hard peg" es el riesgo de estar prisionero en un tipo de cambio desalineado, el cual puede ser definido como una diferencia considerable entre su nivel real y el que estaría dictado por los "fundamentals". Esta posibilidad da apoyo a los tipos de cambio flexible, pero otra vez la situación es nuevamente complicada de la que parecía al principio.

Aun en un país con un tipo de cambio nominal fijo, se aplican impuestos y subsidios en importaciones y exportaciones para alterar el tipo de cambio real efectivo. Por ejemplo, un impuesto uniforme en importaciones acompañadas por un subsidio uniforme en exportaciones del mismo tamaño equivale a una depreciación real de la moneda, si bien el tipo de cambio nominal permanece inalterado. Además, una devaluación fiscal, realizada por medio de impuestos y subsidios al comercio exterior, tiene una ventaja con respecto a la devaluación nominal. La devaluación fiscal tiene un límite superior, determinado por el hecho en que más allá de una cierto punto la evasión de impuesto se convierte en rampante. La devaluación nominal, por otra parte, no tiene un límite superior pero puede conducir a una alta inflación. Pero la devaluación fiscal puede ser difícil de implementar en una manera oportuna y efectiva sin instituciones fiscales funcionando correctamente. Por ejemplo, los políticos pueden ser rápidos para imponer un impuesto sobre importaciones, tomando como excusa el sentimiento proteccionista, pero luego son lentos y reacios para remover ese impuesto sobre importación cuando la razón para la devaluación ya no existe.

Expandiendo las Ganancias de Comercio

Un tipo de cambio fijo tenderá a promover una mayor abertura comercial e integración económica (Frankel y Rose, 2002; Rose, 2000). Por ejemplo, un tipo de cambio fijo con el dólar de Estados Unidos probablemente promoverá el comercio con los Estados Unidos y

otros países que se ataron al dólar de Estados Unidos. Los tipos de cambio fijos, o aun una moneda regional común (área monetaria) como en la Unión Monetaria Europea (EMU), pueden ayudar a la integración económica regional en el contexto de una moneda común y esto puede ser un proyecto atractivo (este punto se discute mas adelante con respecto al efecto de regímenes de tipo de cambio sobre instituciones). Así, los países que tratan de expandir el comercio darían un valor superior a alguna de las formas de tipo de cambio fijo establecidos con sus socios comerciales.

Junto con las ganancias de comercio, una economía que está más abierta al comercio también puede ser menos susceptible a sudden stops. Una expansión del comercio quiere decir que una mayor parte de los negocios y actividad económica está involucrada en el sector transable. Dado que los bienes que la economía produce son intercambiados internacionalmente, así, tienen mejor probabilidad de ser cotizados en moneda extranjera, lo cual quiere decir que sus hojas de balance están menos expuestas a las consecuencias negativas de una devaluación de la moneda cuando sus deudas están nominadas en moneda extranjera. Entonces, una devaluación que aumenta el valor de su deuda en términos de moneda nacional tiene también probabilidad de subir el valor de sus activos en igual proporción, aislando sus hojas de balance del efecto de la devaluación.⁷ Además, cuanto mas abierta sea la economía, menor será la depreciación requerida de la moneda ante la ocurrencia de un sudden stop (Calvo, Izquierdo y Talvi, 2002).

La Prima de Riesgo en las Tasas de Interés

Los defensores de tipos de cambios mas bien fijos sugieren que estos pueden disminuir las tasas de interés domésticas que es una expresión de riesgo de la moneda domestica, así reduciendo los costos para acceder a créditos tanto para el gobierno como el sector privado y mejorando el desarrollo de los circuitos financieros, la inversión y el crecimiento. Algunos, como Schuler, llegan al punto de sugerir que la dolarización lograría tasas de interés domésticas en economías emergentes similares a las de los Estados Unidos Sin embargo, el riesgo de default del gobierno y el riesgo relacionado con confiscaciones de activos privados denominados en moneda doméstica y extranjera tiene mejor probabilidad de ser la fuente de las altas tasas de interés en países emergentes, esto es el riesgo de la moneda (1999). La

⁷ Si los bienes comercializados no son denominados en la misma moneda extranjera como la deuda, entonces este calce de monedas puede estar incompleto a menos que los movimientos de la moneda destinada para denominar deuda este altamente correlacionada con la moneda en que se denominas los bienes comercializados

experiencia de Ecuador viene a ejemplificar este punto. El spread entre bonos públicos de Ecuador y bonos de la tesorería de Estados Unidos permanecieron en altos niveles por la mitad del 2000, si bien el gobierno ya había dolarizado en enero del mismo año. Los spreads bajaron considerablemente sólo después de que el gobierno alcanzó un acuerdo con sus acreedores en agosto del 2000 que dio como resultado una sustancial reducción de la deuda del 40 por ciento. Las sanas políticas fiscales que hacen al default del gobierno sumamente improbable son esenciales para obtener tasas de interés cercanas a aquéllas en países adelantados. Por cierto, Chile, con su régimen flexible de tipo de cambio, ha podido lograr tasas de interés inferiores en su colocación de deuda gubernamental que Panamá, la cual está dolarizada (Edwards, 2001).

Flexibilidad en Salario y Precios

Es posible que las economías de mercados emergentes, con sus grandes sectores informales, tengan mayores flexibilidades de precios y de salarios que las economías desarrolladas. Una economía con salario y precios altamente flexibles tiene menos necesidad de un tipo de cambio flexible.

Hasta cierto punto, el grado de flexibilidad en salarios y precios es controlado por la regulación del gobierno. Por ejemplo, el salario de sector público es a menudo un componente de la economía que es muy inflexible. Sin embargo, puede ser políticamente tentador indexar salarios del sector público con los salarios del sector privado, y así crear mayor flexibilidad. En general, una economía emergente con un mayor grado de flexibilidad en salarios y precios se beneficiará menos de la flexibilidad adicional de un tipo de cambio flotante

Préstamos en una Moneda Extranjera

La dolarización de deuda hace a una política de tipos de cambio flotante más difícil de sostener. Cuando las autoridades monetarias saben que una devaluación monetaria puede conducir a una situación crítica del sector financiero, no puede hacer la vista gorda a las fluctuaciones de tipo de cambio (Mishkin y Savastano, 2001). Una gran devaluación, cuando existen significativos niveles de deuda dolarizada incrementa el valor de la deuda

denominada en moneda extranjera, este descalce de monedas en las hojas de balance de bancos y firmas puede conducir a una crisis económica hecha y derecha (Mishkin, 1996).⁸

El nivel de deuda dolarizada en una economía está en parte afectado por la política reguladora financiera del gobierno. Por ejemplo, las reglas pueden ayudar a asegurar que las instituciones financieras calcen deudas (pasivos) denominadas en moneda extranjera con activos denominados en moneda extranjera, y así reducir el riesgo de la moneda. Pero aun cuando los bancos tengan activos y pasivos denominados en una misma moneda extranjera (el dólar), si los activos del banco fueran préstamos en dólares a compañías o firmas, las cuales no se protegieron del riesgo, (no calzaron sus activos y pasivos), entonces el banco está indirectamente expuesto al riesgo porque los préstamos en dólares se convierten en incumplimiento cuando la devaluación ocurre; Para una aclaración de cómo ocurrió este problema en México, ver Mishkin (1996) y Garber (1999). Así los malos calces de moneda pueden requerir de políticas adicionales de gobierno que limiten la dolarización de deuda o al menos reduzcan los incentivos para que ello ocurra. Si un país tiene el deseo de escoger un régimen flotante de cambio, sería sabio a implementar políticas reguladoras financieras para desalentar el descalce de monedas y también la dolarización de deuda.⁹ Por ejemplo, Chile y Argentina experimentaron un sudden stop conjuntamente después de la crisis rusa de 1998, pero el impacto en la economía chilena fue relativamente menor porque la existencia de instituciones fiscales más fuertes, financieras y monetarias de Chile han dado como resultado mucha menos dolarización de deuda.

Reservas Internacionales

Un sistema de tipo de cambio fijo o un currency board, puede requerir un sustancial escudo para mantener el compromiso de cambiar la moneda a una paridad establecida, esto lo brinda el volumen de reservas internacionales. Puede parecer que un sistema de tipo de cambio flotante evitaría el costo de mantener reservas, pero esto sería demasiado simple.

⁸ Además, esto puede inducir a el gobierno a proveer instrumentos subsidiados de cobertura contra riesgos, lo cual sustancialmente podría aumentar el desequilibrio fiscal deteriorando credibilidad (éste fue el caso en Brasil después de la gran devaluación en 1999 del real)

⁹ Sin embargo, los costos posibles de seguir tal política también tienen que ser tomados en consideración. La literatura en Liability Dollarization (dolarización en las deudas) está todavía en su infancia y, así, es difícil de saber si estos costos son significativos (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2002)

A muchas grandes economías de mercados emergentes como México, Chile, y Brasil, que tiene un tipo de cambio flotante y han anunciado una política monetaria doméstica focalizada en metas inflacionarias, también conservan grandes volúmenes de reservas internacionales. Por cierto, retienen reservas internacionales por sobre la base monetaria. Por estos grandes volúmenes de reservas, podría ser dicho que tales países “flotan con un chaleco salvavidas muy seguro” ¿Por qué parecen las reservas ser necesarias aun con los tipos de cambios flotantes? Una explicación es que las reservas internacionales proveen garantía colateral para los títulos públicos emitidos en conexión con operaciones de mercado. Otra explicación está que aun una nación con un tipo de cambio flotante debe estar preocupada por la posibilidad de una corrida en contra de su moneda. Finalmente, los encargados de formular las políticas en las economías emergentes, son muy sensibles a el tipo de cambio porque tales economías a menudo exhiben un “pass-through” elevado; es decir, la devaluación a menudo conduce de lleno a la inflación (González, 2000; Hausmann, Panizza y Stein, 2001).

Así, naciones con una política monetaria orientada domésticamente y con tipos de cambios flotantes, también tienen buenas razones para conservar altos niveles de reservas, y no parece que típicamente tengan menores niveles de reservas que naciones con tipos de cambio fijo.

Prestamista en Última Instancia

Un régimen de tipo de cambio fijo se dice algunas veces que está en desventajas con respecto de uno flotante porque no puede cumplir la función de prestamista de última instancia. Mientras este argumento parecería debilitar la razón para los tipos de cambios fijos, el campo de acción para un prestamista en última instancia en países emergentes con tipos de cambio flotantes es minimizado (Calvo, 2001; Mishkin, 1999a, 2001).

En economías adelantadas, la autoridad monetaria puede emitir liquidez para rescatar al sistema bancario pero esta liquidez adicional, se espera, que será absorbida por operaciones de mercado dentro de poco tiempo, a fin de que las operaciones de salvamento puedan estabilizar el sistema bancario a cambio de algo de inflación transitoria. En contraste, en países emergentes, el banco central otorgando préstamos al sistema bancario en el comienzo de una crisis económica, caracterizada por un sudden stop en las afluencias de capital, es probablemente a desencadenar miedos de una explosión inflacionaria y producir una depreciación brusca de tipo de cambio. Si hay una sustancial dolarización de deuda, la

depreciación entonces tendrá un impacto negativo en las hojas de balance del sector privado, lo cual entonces promoverá aun más inestabilidad financiera. Este debate hace énfasis sobre una lección anterior. Si las instituciones monetarias están bien desarrolladas y el banco central tiene suficiente credibilidad, sólo entonces puede el banco central actuar como un prestamista en última instancia. Por otro lado, un gobierno puede obtener líneas de créditos contingentes (como el banco central de Argentina hizo durante el denominado Programa de Convertibilidad), pero estas líneas de créditos pueden costar mucho dinero y no pueden ser suficientes cuando una crisis se presenta.

La Transición desde tipo de cambio fijo a flotante

Aun si un país podría lograr mejor performance económica en el largo plazo moviéndose a un tipo de cambio flotante, el timing de saltar de uno a otro puede tener consecuencias económicas serias. Los costos de cambiar de posición desde un régimen fijo a un régimen flotante bajo condiciones de tensión económica, como un sudden stop, son especialmente enormes. Como se discutió anteriormente, un movimiento de un régimen de tipo de cambio fijo a uno de flotación, en medio de un sudden stop tiene probabilidad de exacerbar la crisis. La devaluación inicial, incrementa el valor de deuda denominada en moneda extranjera y puede causar una destrucción generalizada en el sector productivo y en las familias, lo cual lleva a la economía a un espiral devastador descendente. Papers recientes por Caballero y Krishnamurthy (2002) y Jeanne (2002) también sugieren que “de-dollarization” (el restablecimiento de una moneda nacional) puede requerir un reacondicionamiento principal del sector financiero doméstico. El desarrollo de instituciones necesarias para apoyar una política monetaria exitosa orientada domésticamente lleva su tiempo.

¿Puede mejorar los Regímenes de Tipo de Cambio las Instituciones Económicas?

El debate en la sección precedente se focalizó sobre que rasgos institucionales o consideraciones de políticas deberían causar que un país prefiera tipos de cambios fijos o flotantes. Pero la posibilidad de causalidad inversa también merece consideración. Quizá la elección de régimen de tipo de cambio no debería ser analizada como una respuesta para rasgos institucionales existentes, pero en lugar de eso como una causa potencial de resultados institucionales preferidos. Investigaciones sobre teorías de desarrollo institucional en países emergentes está recién elaborándose, aunque se desarrollan rápidamente. Pero

varias hipótesis intrigantes sobre como los regímenes de tipo de cambio pueden mejorar a las instituciones han sido hechas.

Los defensores de los regímenes de tipo de cambio fijo argumentan que ellos mejoran las instituciones fiscales y conduce a mas sanas administraciones de presupuestos, ya que si el banco central esta focalizado en un tipo de cambio fijo, entonces el gobierno ya no tiene este acceso para financiar déficit vía la emisión monetaria (por ejemplo, Hanke y Schuler, 1994). Como sugiere el reciente ejemplo de Argentina, donde las tensiones fiscales entre las provincias y el gobierno central no fuera solucionadas por el currency board, entonces los hard pegs pueden ser menos efectivos en restringir la política fiscal que fue previamente en lo que se creyó. Hard pegs aun pueden debilitar los incentivos de los gobiernos para poner en orden su cuentas fiscales, porque el hard peg puede dar toda clase de facilidades para que los gobiernos pidan prestados fondos en el extranjero (dado por la mayor credibilidad que podrían haber conseguido al fijar la moneda), así permitiéndose atrasar reformas necesarias para arreglar desequilibrios fiscales. Por ejemplo, Panamá (el cuál ha estado dolarizado por cerca de cien años) ha tenido una actuación fiscal escasa, con déficits fiscales sobre 7 por ciento en los 1970s y promediando 5 por ciento en los 1980s, solo en estos últimos años que el saldo fiscal ha mejorado al punto que el excedente fiscal promedió 1.4 por ciento durante los 1990s. Por otra parte, no está claro que en sistemas flotantes de tipo de cambio, la conducta de la política monetaria tenga algún impacto en promover la responsabilidad fiscal. Sin embargo, se podría argumentar que un tipo de cambio flotante, en particular si el gobierno esta comprometido en alcanzar una meta inflacionaria, tiene el potencial para promover transparencia y responsabilidad fiscal.

Defensores de hard pegs (Hausmann, 1999) también sugieren que la dolarización promueve un sistema financiero más saludable porque evita descalces en las monedas y promueve el desarrollo del sistema financiero, haciéndole menos propenso a la crisis. Sin embargo, hay poca evidencia para mantener esta visión (Eichengreen, 2002). Por otra parte, un tipo de cambio fijo en la forma de currency board podría alentar una desprotección para con las deudas en dólares que firmas financieras y no financieras podrían estar dispuestas a emprender, así haciendo el sistema financiero más vulnerable en el caso de que el régimen sea abandonado, como sucedió en Argentina en 2002. El hard peg también podría alentar la emisión de obligaciones en dólares ya que las firmas financieras creerían que el gobierno se sentiría responsable ante cualquier devaluación y, así, tendría mejores probabilidad de ser rescatadas (McKinnon y Píll, 1999; Broda y Levy Yeyati, 2000). Sin embargo, la prueba a la que los regímenes de tipo flotante conducen a un nivel menor de

dolarización de deuda es muy débil (Honig, 2003). Después de todo, un tipo de cambio flotante parecería alentar a mantener algunos activos en varias monedas diferentes como una forma de diversificación. Por ejemplo, Perú, con su régimen de tipo de cambio flotante tiene una cantidad tremenda de deuda dolarizada, mientras Brasil cuando tuvo un régimen de tipo de cambio cuasi fijo en el período de 1994 hasta 1999 no lo hizo.

¿Puede la elección de régimen de tipo de cambio ayudar a mejorar las instituciones monetarias permitiéndoles a las autoridades monetarias conseguir mayor credibilidad? Si un régimen de tipo de cambio fijo se construye con un compromiso y respaldo completo por parte de las instituciones, entonces parecería ofrecer al menos una ganancia en la credibilidad, aunque después del colapso de sistema de tipo de cambio fijo de Argentina, tal credibilidad siempre permanecerá incompleta. Además, un tipo de cambio flotante puede ser un mecanismo para la credibilidad monetaria igualmente, Tornell y Velasco (2000) comentan que esto es así porque el mercado de divisas anticipará los efectos de incongruencia de política devaluando el tipo de cambio, proveyendo una señal clara que algo no está en orden. Además, la señal misma podría ayudar a establecer alguna disciplina en el gobierno y posiblemente conducir a una rectificación oportuna de incongruencias de política (Mishkin, 1998).

Aunque al principio, la credibilidad de las autoridades monetarias podría ser débil y el apoyo público para la independencia del banco central no sería del todo fuerte, la adopción de metas inflacionarias le podría ayudar al banco central a generar algo de credibilidad y por lo tanto conseguir un poco de discreción (Bernanke y Mishkin, 1997) en la cual el debate transparente de conductas de la política monetaria y la responsabilidad del banco central para lograr sus objetivos de inflación, podría hacer más difícil al banco central seguir políticas monetarias excesivamente expansivas. Además, con el paso del tiempo puede ayudar a obtener mayor credibilidad para el banco central como hizo en Chile, y también puede aumentar el apoyo público y de gobierno para la independencia del banco central. Por cierto, Mishkin y Posen (1997) y Bernanke (1999) sugieren que el respaldo para la independencia del banco central en el Reino Unido fue un resultado directo del régimen con objetivos en las metas inflacionarias. Sin embargo, aunque las metas inflacionarias podrían ayudar con la credibilidad del banco central y podría contribuir a la independencia del banco central hasta cierto punto, un nivel mínimo de respaldo del resto de las instituciones siempre necesita estar presente si las metas inflacionarias se quieren alcanzar con éxito.

Existe algo de evidencia que tipos de cambios más duros, particularmente aquellos en uniones monetarias, promueven la abertura al comercio y a la integración con los países a

los cuales la moneda es adherida; Rose, 2000). Como se menciono anteriormente, la abertura de comercio puede reducir la vulnerabilidad de mercados emergentes a las crisis financieras, mientras la integración económica con un país que tiene anclada su moneda reduce el costo de la pérdida de política monetaria doméstica con un hard peg.

Las posibles conexiones entre regimenes de tipo de cambio y el mejoramiento de las instituciones economicas es un tópico potencialmente importante para futuras investigaciones.

La Elección de Regímenes de Tipo de Cambio en el Contexto

Al escoger entre regímenes de tipo de cambio, una elección, sea cual sea, no deja atrás por completo los problemas que existían con anterioridad. La elección correcta de un tipo de cambio no es la panacea de todas las enfermedades. Esto argumenta en contra de instituciones financieras internacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y otros bancos de desarrollo que tienen un prejuicio fuerte hacia un régimen de tipo de cambio u otro. En lugar de eso, una elección instruida de regímenes de tipos de cambio requiere una comprensión profunda de la economía de un país, instituciones, y cultura política. Por lo tanto, la elección de regímenes de tipo de cambio tiene probabilidad de ser de segunda importancia para el desarrollo de buenas instituciones fiscales, financieras, y monetarias en producir un éxito macroeconómico en países emergentes. Más bien que tratar el régimen de tipo de cambio como una elección primaria, un mayor enfoque en las reformas institucionales como el mejoramiento del sector bancario y la regulación del sector financiero, la restricción del gasto público, construyendo un consenso para una política monetaria sostenible y previsible, y aumentando la abertura en el comercio. Un foco en las reformas institucionales en vez de en el régimen de tipo de cambio puede alentar a los países emergentes a ser más saludable y menos propenso a las crisis que hemos visto en estos últimos años.

Tabla 1
El efecto de los Sudden Stops (SS) (1992-2005)

Número de Episodios		
Tipo de evento	Mercados Emergentes	Economías Desarrolladas
Devaluaciones asociadas con SS	12	4
de las cuales		
→ primero SS y después devaluación	8	2
→ primero devaluación y después SS	4	2
Devaluaciones no asociadas con SS	7	19

Porcentaje del total		
Tipo de evento	Mercados Emergentes	Economías Desarrolladas
Devaluaciones asociadas con SS	63%	17%
de las cuales		
→ primero SS y después devaluación	42%	9%
→ primero devaluación y después SS	21%	9%
Devaluaciones no asociadas con SS	37%	83%

Nota: Un sudden stop es definido como una reversión en los flujos de capital que cumplen con lo siguiente: i) excede a la media menos dos desviaciones típicas del cambio anual en flujos de entrada de capital, observados desde 1990, y ii) es asociado con una disminución en la actividad económica, una caída en el producto. La tabla también considera subidas en el tipo de cambio real que: i) exceda la media mas dos desviaciones típicas del cambio anual en el tipo de cambio real observado desde 1990, y ii) sean mayores que el 20 por ciento. La muestra consta de 15 economías emergentes y 17 países desarrollados. Calvo, Izquierdo y Mejía (2003) para más detalles

Referencias

Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic S. and Adam S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton: Princeton University Press).

Broda, Christian (2001). "Coping with Terms-of-Trade Shocks: Pegs versus Floats," *American Economic Review* 91(2): 376-380.

Burnside, Craig, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo (2001). "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis," *Journal of Political Economy* 109(6): 1155-1197.

Caballero, Ricardo J. and Arvind Krishnamurthy (2002). "Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance," mimeographed, MIT.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo and Luis-Fernando Mejía (2003). "On the Empirics of Sudden Stops." IADB Working Paper.

Calvo, Guillermo A. and Enrique G. Mendoza (2000). "Capital-Market Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach," *Papers and Proceedings of the American Economic Association, American Economic Review* 90(2): 59-64.

Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2002). "Fear of Floating" *Quarterly Journal of Economics* 117(2): 379-408.

Cukierman, Alex (1992). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence* (Cambridge, MA: The MIT Press).

De Grauwe, Paul (1997). *The Economics of Monetary Integration*, 3rd Edition (London: Oxford University Press).

Edwards, Sebastian (2001). "Dollarization: Myths and Realities," *Journal of Policy Modeling* 23(3): 249-65.

Eichengreen, Barry and Paul Masson (1998). "Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility," IMF Occasional Paper No. 168.

Fischer, Stanley, (2001). "Distinguished Lecture on Economics in Government -- Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 3-24.

Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose (2002). "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income," *Quarterly Journal of Economics* 117(2): 437-466.

Garber, Peter (1999). "Hard-Wiring to the Dollar: From Currency Board to Currency Zone," in *Global Markets Research* (London: Deutsche Bank).

González, José A. (2000). "Exchange Rate Pass-through and Partial Dollarization: Is there a Link?" CREDPR Working Paper No. 81, Stanford University.

Hanke, Steven. and Kurt Schuler (1994). *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook* (San Francisco: ICS Press).

Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza and Ernesto Stein (2001). "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics* 66: 387-414.

Honig, Adam (2003). "Dollarization, Exchange Rate Regimes and Government Myopia." mimeographed, Columbia University, March.

Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2003). "To Float or Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth," *American Economic Review*, forthcoming.

McKinnon, Ronald and Huw Pill (1999). "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing," *Oxford Review of Economic Policy* 15(3): 19-38.

Mishkin, Frederic S. (1998). "The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging-Market Countries," *International Finance* 1(1): 81-101.

Mishkin, Frederic S. (2000). "What Should Central Banks Do?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 82(6): 1-13.

Mishkin, Frederic S. and Adam Posen (1997). "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, vol. 3, #3 (August 1997): 9-110

Mundell, Robert A (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review* 51(3): 657-665.

Mussa, Michael (1986). "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 25: 117-213.

Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives* 9(4): 73-96.

Poole, William (1970). "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics* 84(2): 197-216.

Reinhart, Carmen M and Kenneth S. Rogoff (2002). "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," NBER Working Paper No. 8963 (June).

Rose, Andrew K. (2000). "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade," *Economic Policy* 15: 7-46.

Sargent, Thomas and Neil Wallace (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1-17.

Tommasi, Mariano (2002), "Crisis, Political Institutions, and Policy Reform: It is not the Policy, it is the Polity, Stupid," forthcoming in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, University of San Andres, mimeo.

Tornell Aaron and Andrés Velasco (2000). "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?" *Journal of Monetary Economics*, 45(2): 399-436.

Woodford, Michael (1994). "Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy," *Economic Theory* 4: 345-380.