

Primera Part

Sistemes Canviaris a les Economies Emergents

Integració Financera als Països Emergents

Integració Comercial als Països Emergents

Arquitectura Econòmica Internacional

CAPÍTOL 1

Sistemes Canviaris a les Economies Emergents

Les autoritats econòmiques de les principals economies emergents d'Amèrica Llatina, de l'Est d'Àsia i alguns dels països en transició entenien que els *règims intermedis* i, en menor mesura, els sistemes de flotació intervinguda en els que les autoritats monetàries tenen un compromís implícit o explícit amb una paritat determinada o una zona objectiu determinada eren un instrument vàlid per conciliar, simultàniament, l'estabilitat de tipus de canvi i una certa discrecionalitat de la política monetària en un context de creixent mobilitat de capitals. Però a mesura que avançava el procés d'integració dels mercats de capitals durant la dècada dels '90 i, després d'anys de funcionament eficient, els *règims intermedis* van acabar esdevenint sistemes inviàbles per a les economies emergents. De fet, els *soft pegs* han estat l'ull de l'huracà a la majoria de les crisis canviàries que han afectat les economies emergents durant la segona meitat dels anys '90.

Justament per això, entendre la naturalesa i les causes de les crisis d'aquest període exigeix, com a pas previ, estudiar les característiques de funcionament dels diferents sistemes canviaris i l'impacte de la creixent mobilitat de capitals sobre la gestió de la política canviària a les economies emergents.

El capítol s'estructura en tres grans seccions. A la primera part es presenten les diferents tipologies de règims canviaris, tot descrivint les principals característiques de cada sistema, els seus avantatges i inconvenients i les experiències històriques més rellevants. La segona part analitza l'evolució dels sistemes de tipus de canvi durant la dècada dels '90, tant als països desenvolupats com als països en desenvolupament, emergents i no emergents. En aquesta part es presta especial atenció a l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal i les estratègies de sortida òptimes, a la vulnerabilitat dels *soft pegs* de les economies emergents i a la tendència a la bipolarització dels sistemes de tipus de canvi. Finalment, la darrera secció presenta les conclusions més rellevant que es desprenen de l'anàlisi desenvolupada al llarg del capítol.

A. *Sistemes de tipus de canvi*

Durant dues dècades la gestió del tipus de canvi ha estat el centre del debat polític als països emergents. En aquest sentit, la majoria d'estudis tendeixen a centrar-se en els casos extrems, és a dir, aquelles situacions on existeix una flexibilitat plena del tipus de canvi amb escadusseres intervencions del banc central i aquelles altres on el tipus de canvi nominal és fixat de manera quasi irrevocable.

Seguint aquesta caracterització bipolar, en un règim de tipus de canvi flexible la política monetària és autònoma perquè l'autoritat monetària no està obligada a defensar una paritat determinada, i per tant, pot ser usada per assolir qualsevol altre objectiu de política econòmica. D'aquesta manera l'economia disposa, si més no en teoria, del grau de flexibilitat necessari per acomodar les pertorbacions de caràcter intern i extern que afecten, per exemple, la relació real d'intercanvi, el volum d'exportacions i d'importacions o els tipus d'interès. Però en ocasions, l'*overshooting* del tipus de canvi distorsiona aquest paper d'estabilitzador automàtic, en la mesura que la volatilitat canviària desincentiva el comerç i les finances internacionals, redueix la "*credibilitat*" de la política monetària i pot contribuir a elevar el nivell d'inflació de l'economia.

Per contra, un sistema de tipus de canvi fix ofereix certesa a les operacions comercials i financeres, tot reduint el grau de "*flexibilitat*" de l'economia en benefici d'una major "*credibilitat*" en la instrumentació de la política econòmica. D'aquí que l'objectiu últim de la política monetària en un règim de tipus de canvi fix sigui preservar la paritat de la moneda, moderar el creixement dels salaris i controlar les expectatives d'inflació. De fet, els diferents estudis assumeixen que un règim de tipus de canvi fix imposa disciplina a les autoritats econòmiques perquè la política monetària està subordinada al manteniment del tipus de canvi. Aquesta circumstància obliga alhora a una certa coordinació de la política monetària¹ i evita les devaluacions competitives de la moneda nacional².

A la pràctica no existeixen tipus de canvi fixos purs ni flexibles purs. Així, en l'anàlisi de la vasta diversitat econòmica i financera internacional, la tipologia de règims canviaris és considerable: des de sistemes de lliure flotació fins a sistemes que comporten un vincle fix i estricte amb una divisa determinada, passant per una àmplia varietat de règims intermedis.

¹ Els bancs centrals intervenen de manera coordinada als mercats de divises amb la finalitat de minimitzar el cost –en termes de reserves– de les seves intervencions en defensa d'una determinada paritat. De fet, en un món cada cop més interdependent els bancs centrals han d'actuar alhora i en la mateixa direcció per tal que les seves intervencions siguin veritablement eficaces.

² Tanmateix, la història ha mostrat, reiteradament, que els sistemes de tipus de canvi fix no són sempre una garantia d'estabilitat macroeconòmica i que, de vegades, poden acabar desencadenant crisis canviàries (Cooper, 1971; Kamin, 1998; Edwards, 1989; Alberola i Molina, 2000).

En aquesta secció, seguint a Edwards i Savastano (1998) i a Edwards (2000), es presenten les principals característiques de nou règims canviaris alternatius, agrupats en tres grans categories: sistemes flexibles, sistemes fíxos i *règims intermedis*. La relació descriu breument les principals característiques de cada sistema, els seus avantatges i inconvenients i cita les experiències històriques més rellevants³.

1. Sistemes de tipus de canvi flexible

En un sistema de tipus de canvi flexible, les forces del mercat determinen en gran mesura el valor de la moneda nacional a curt i llarg termini. Però donada la transcendència que les variacions del tipus de canvi tenen sobre una economia, les autoritats monetàries acostumen a realitzar intervencions puntuals als mercats de divises amb la finalitat d'influir en l'evolució de tipus de canvi o limitar les fluctuacions excessives a curt termini.

En aquesta mena de règims el tipus de canvi no actua com a àncora nominal, i per tant resulta essencial definir alguna alternativa que permeti una definició clara i creïble de la política monetària.

1.1. SISTEMES DE “LLIURE FLOTACIÓ” O FREE FLOATING

En un sistema de “lliure flotació” o *free floating* el valor present i futur del tipus de canvi nominal es determina lliurement als mercats de divises, a partir de consideracions de caràcter comercial –vinculades a l'evolució d'exportacions i importacions– i consideracions de caràcter financer –associades a les entrades i sortides de capitals–.

a) Principals Avantatges

- Els moviments del tipus de canvi són el mecanisme fonamental d'ajust macroeconòmic del país a qualsevol pertorbació asimètrica d'oferta o de demanda, interna o externa.
- En aquest sistema la política monetària és autònoma perquè no està subordinada al manteniment d'una paritat de tipus de canvi determinada.
- El sistema no requereix un volum de reserves internacionals massa elevat.

b) Principals Inconvenients

- L'elevada volatilitat del tipus de canvi nominal i real (*overshooting*) distorsiona l'assignació eficient dels recursos i desincentiva les operacions comercials i financeres de l'economia (Rose, 2000).
- Si el “*grau de translació*” (*exchange rate pass-through*) d'una devaluació als preus d'importació és important, els nivells d'inflació de l'economia augmentaran de manera notable (Calvo i Reinhart, 2000b).
- La política monetària ha de ser formulada en termes d'àncores nominals diferents a la del tipus de canvi com, per exemple, el creixement d'un agregat monetari o el nivell d'inflació.

³ Aquesta és una de les moltes classificacions alternatives de les diferents tipologies de tipus de canvi. Veure Wickham (1985), Genberg (1989), Argy (1990), Edison i Melvin (1990), Aghevli, Khan i Montiel (1991), Isard (1995), Obstfeld i Rogoff (1995), Eichengreen, Masson et al. (1998) i Frankel (1999).

En absència d'una tradició de política monetària creïble, aquesta possibilitat ofereix un marge superior per a la discrecionalitat de les autoritats econòmiques que pot acabar derivant en un “*problema d'inconsistència temporal*”.

c) *Ressenya Històrica*

- A la pràctica cap país ha arribat a adoptar un sistema de “*lliure flotació*” pur. Tal vegada els Estats Units, Suïssa i actualment la Unió Europea podrien aproximar-se a aquest model.

1.2. SISTEMES DE “*FLOTACIÓ BRUTA*”, “*FLOTACIÓ INTERVINGUDA*” O *DIRTY FLOAT*”

En els sistemes de “*flotació bruta*”, “*flotació intervinguda*” o *dirty float* les forces del mercat determinen l'evolució del tipus de canvi a curt i llarg termini. Tanmateix, les autoritats econòmiques intenten limitar les fluctuacions del tipus de canvi a curt termini a través d'intervencions esporàdiques als mercats de divises i una actuació congruent de la política monetària.

Els objectius, els instruments i l'abast de la intervenció són variables en el temps i en l'espai però, en general, es concreten en intervencions actives als mercats de divises i intervencions indirectes sobre els tipus d'interès o alguna altra variable. En aquest sentit, la intervenció activa o directa a través d'operacions de compra-venda de divises comporta l'alteració en la dotació de reserves internacionals de l'economia. Per contra, la intervenció indirecta mitjançant la modificació dels tipus d'interès, la liquiditat de l'economia o l'ús d'altres instruments financers, no suposa alteracions del nivell de reserves de l'economia.

En aquesta mena de règims, les autoritats econòmiques practiquen una “*negligència benigna*” en la gestió del tipus de canvi, en la mesura que no existeix cap mena de compromís –explícit o implícit– en el manteniment de la paritat de la moneda nacional entorn un nivell o unes bandes predeterminades. Per tant, el tipus de canvi fluctua lliurement i només quan es considera oportú el banc central duu a terme la intervenció.

a) *Principals Avantatges*

- Els moviments del tipus de canvi són el mecanisme fonamental d'ajust macroeconòmic del país a qualsevol pertorbació asimètrica d'oferta o de demanda, interna o externa.
- La política monetària gaudeix d'un elevat grau d'autonomia.
- Les intervencions limiten les fluctuacions “*excessives*” del tipus de canvi i afavoreixen tant l'assignació eficient dels recursos com l'expansió dels fluxs comercials i financers a nivell internacional.

b) *Principals Inconvenients*

- El sistema requereix un volum de reserves internacionals més elevat que en el cas de la “lliure flotació”.
- El poc abast de les intervencions o la duració limitada dels seus efectes –encara que només persegueixin oferir senyals als mercats– poden ser, contràriament al que pretenen, desestabilitzadors.
Per això, de vegades, les autoritats econòmiques miren d’esterilitzar les seves intervencions als mercats de divises. Tanmateix, l’efectivitat d’una intervenció esterilitzada està condicionada per la major o menor possibilitat d’accés als mercats de capitals internacionals i pel grau d’obertura de l’economia. En aquest sentit, quan la mobilitat de capitals és elevada l’efectivitat d’una intervenció esterilitzada és més limitada. Per altra banda, quant menor sigui el grau d’obertura major és la capacitat de les autoritats econòmiques per influir sobre les condicions dels mercats de divises a través de la intervenció directa en aquells mercats.
- La “negligència benigna” no és una política recomanable quan el mercat de divises no és prou ampli i profund, perquè aleshores la volatilitat del tipus de canvi serà molt acusada, especialment, si les autoritats no proporcionen algun tipus d’orientació sobre l’evolució del tipus de canvi que pugui dissuadir els comportaments estratègics dels pocs agents que operen i controlen el mercat d’aquella divisa.
- A més, la manca de transparència del banc central tant en la definició com en l’execució de la política monetària pot generar incertesa als mercats financers. Aquesta incertesa es veurà reforçada si no existeix una tradició de polítiques macroeconòmiques estabilitzadores que puguin fixar les expectatives de futur dels diferents agents sobre l’evolució de la política monetària i canviària.
- Addicionalment, quan el sistema de regulació i supervisió financera d’un país és dèbil o les seves entitats de crèdit estan àmpliament endeutades en moneda estrangera, l’economia és altament vulnerable a les fluctuacions del tipus de canvi.

c) *Ressenya Històrica*

- Aquest sistema és propi d’economies industrialitzades, països com Canadà, Austràlia, Nova Zelanda, Suècia, el Regne Unit i possiblement Japó han adoptat aquest sistema.
- Quant als països en desenvolupament, l’experiència empírica demostra que no practiquen la “negligència benigna” en la gestió del tipus de canvi. Ben al contrari, aquest grup de països atorguen una gran importància a l’estabilitat canviària, i per això les seves polítiques d’ajust macroeconòmic es basen més aviat en la política monetària (variacions dels tipus d’interès o de l’oferta monetària) i no tant en la política canviària (variacions del tipus de canvi).
Només Mèxic, i a partir de 1995, Corea del Sud i Sudàfrica –des de 1997–, Brasil –des de 1998– i Polònia –a partir de l’any 2000– són dels pocs països amb experiència remarcable amb aquesta mena de sistemes, i constitueixen l’excepció que confirmaria la regla entre els països emergents.

2. Sistemes de tipus de canvi fix

Els sistemes de tipus de canvi fix d’alguna manera proporcionen un mecanisme efectiu per als programes de desinflació competitiva en particular i, per a l’estabilitat macroeconòmica en general. Però aquesta estabilitat només és possible si la defensa d’una paritat determinada per part del banc central és creïble. La credibilitat pot aconseguir-se institucionalitzant aquest compromís a través de la creació d’un *currency board* o mitjançant l’adopció d’alguna de les grans divises internacionals com a moneda pròpia, és a dir la “dolarització”.

2.1. CURRENCY BOARD

Un *currency board* és un acord monetari en virtut del qual la paritat de la moneda nacional es fixa de manera irrevocable –per llei– respecte una divisa internacional. De fet, el *currency board* és un règim de tipus de canvi fix que presenta la particularitat que la base monetària de l'economia ha d'estar avalada totalment o quasi íntegrament per la dotació de divises internacionals per així garantir el funcionament del sistema (Hanke i Schuler, 1994).

En aquest context, els tipus d'interès a curt termini esdevenen independents de l'actuació de les autoritats econòmiques, en la mesura que el banc central no pot variar a voluntat l'oferta monetària –injectant o drenant liquiditat del sistema– sense que ho faci simultàniament la dotació de reserves de l'economia.

Aquestes restriccions tan severes atorguen *credibilitat* a la política econòmica perquè impedeixen la *discrecionalitat* de la política monetària, és a dir, no ofereixen marge a l'alteració de la paritat, perquè aboquen l'economia a un curs d'acció irrevocable.

a) Principals Avantatges

- En fixar-se de manera irrevocable el valor del tipus de canvi desapareix el risc canviari.
- Imposa disciplina fiscal a les autoritats econòmiques del país perquè desapareix la possibilitat d'usar la inflació com un impost.
- La *credibilitat* amb la que es dota l'economia pot permetre reduir de manera ràpida els diferencials d'inflació de l'economia, perquè la política monetària del país perd la seva discrecionalitat i, per tant, el *currency board* pot arribar a eliminar els problemes d'inconsistència temporal.
- L'arbitratge del mercat portarà a una pràctica igualació dels nivells de tipus d'interès entre el país i l'economia amb la qual s'ha vinculat la paritat de la moneda.

b) Principals Inconvenients

- En un *currency board*, la política monetària no és independent, perquè les variacions de l'oferta monetària (i per extensió les variacions del tipus d'interès) estan supeditades a les entrades i sortides de divises que determinen la dotació de reserves exteriors de l'economia i per extensió l'evolució de la base monetària de l'economia.
- La manca de flexibilitat del sistema provoca que davant d'una pertorbació externa, la possibilitat de manipular el tipus de canvi hagi de ser substituïda bé per variacions de preus, salaris i costos de producció, bé per variacions de l'activitat productiva i del nivell d'ocupació.
- En aquest mateix sentit, quan els diferencials d'inflació no són anul·lats completament, existeix el risc que es produeixi una pèrdua de competitivitat de l'economia associada a l'apreciació real de la moneda nacional (sobrevaloració de la paritat fixa). En aquestes circumstàncies, el tipus de canvi no pot variar i aleshores aquests diferencials han de ser absorbits via quantitats o via preus.
- Una premissa fonamental per al funcionament d'un *currency board* és la presència d'un sistema bancari sòlid, perquè en aquest règim les autoritats monetàries no actuen com a prestamista d'última instància ni poden realitzar les funcions de “*banc de l'Estat*”. Addicionalment, la prohibició d'atorgar crèdits al sistema bancari suposa un menor “*senyoriatge*” per al banc central.

- Els tipus d'interès a curt termini esdevenen independents de l'actuació de les autoritats econòmiques i per tant és molt probable que la volatilitat del tipus d'interès a curt termini augmenti, tot generant dificultats transitòries als bancs comercials del país.

c) *Ressenya Històrica*

- Històricament, han estat un seguit de països petits, sovint territoris colonials, els que han instituït a les seves economies respectives el *currency board*, tot vinculant la paritat de la seva moneda a la divisa de l'antiga metròpolis. Així per exemple, les illes petites del Carib, els països de reduïda dimensió d'Amèrica Central i algunes illes del Pacífic han vinculat el seu tipus de canvi al dòlar dels Estats Units. Els països de l'àrea del franc CFA han fixat la paritat de les seves respectives monedes amb el franc francès – i des de l'1 de gener de 1999 amb l'euro–. Lesotho, Namíbia i Swazilàndia han vinculat el seu tipus de canvi amb el *rand* de Sudàfrica. Butan i Nepal, per la seva banda, ho han fet amb la *rúpia hindú*, mentre que Brunei Dar es Salaam ha vinculat la seva moneda al dòlar de Singapur.
- Per altra banda, l'èxit relatiu de Hong Kong i d'Argentina ha posat de manifest que el *currency board* com a estratègia de desinflació també pot funcionar en economies de gran dimensió. Més recentment països com Bulgària (1997), Estònia (1992), Lituània (1994) i Bòsnia Herzegovina (1997) també han desplegat un sistema d'aquest estil on la paritat de la moneda s'ha vinculat al marc alemany primer i posteriorment a l'euro.

2.2. "DOLARITZACIÓ" (DOLLARIZATION)

La "dolarització" és una denominació genèrica que fa referència a aquella situació en la que la moneda nacional del país és substituïda per alguna de les principals divises internacionals. Estrictament, si la divisa escollida és el dòlar dels Estats Units, aleshores, parlariem de "dolarització", si per contra la moneda escollida és l'euro de la Unió Europea, parlariem de "eurització" o de "ienització" en el cas del ien japonès.

En virtut d'aquesta pràctica, una divisa internacional esdevé la moneda legal del país, la qual cosa suposa una renúncia explícita a l'autonomia de la política monetària. Constitueix una alternativa al *currency board*, especialment quan els passius de moltes empreses estan expressats en moneda estrangera.

a) *Principals Avantatges*

- Desapareix la dualitat que molt possiblement caracteritzava el sistema monetari del país, afavorint la normalitat en les operacions comercials i financeres.
- En substituir la moneda nacional desapareix el risc canviari de la moneda primigènia.
- Si la "dolarització" afavoreix la instrumentació de polítiques econòmiques *consistents temporalment* aleshores augmentarà la *credibilitat* de l'economia.
- Aquesta millora de la *credibilitat*, molt possiblement, permet reduir de manera ràpida els diferencials d'inflació de l'economia, perquè la política monetària del país perd la seva discrecionalitat.

b) *Principals Inconvenients*

- Apareix el risc canviari de la divisa que s'adopta com a moneda pròpia.
- Si l'estructura econòmica del país és prou diferent a la del país del qual s'ha adoptat la moneda, aleshores es poden produir *xocs asimètrics* que no poden ser absorbits pels moviments del tipus de canvi o per les actuacions discrecionals de política monetària. En aquestes circumstàncies, les autoritats econòmiques han d'acceptar els efectes que aquestes "*pertorbacions asimètriques*" causen a l'economia real.
- Les reticències polítiques que pot generar en el país al qual pertany la divisa, perquè aquesta pràctica pot traduir-se en una pèrdua de la solvència internacional de la seva moneda i de la credibilitat de les polítiques econòmiques instrumentades a nivell intern.

c) *Ressenya Històrica*

- Pròpiament, existeixen pocs episodis de plena "*dolarització*" de l'economia, tot i que des de l'acadèmia, autors com Calvo (2000) i Calvo i Reinhart (2000c) han advocat insistentment a favor d'aquesta possibilitat. Un sistema d'aquesta naturalesa ha funcionat raonablement bé a Panamà, o el cas de Libèria, malgrat que l'esclat de la guerra civil va moure a les autoritats econòmiques a emetre de nou la seva pròpia moneda, o més recentment Bolívia, El Salvador i Equador.

3. *Règims intermedis*

Els règims intermedis, que vinculen la paritat de la seva moneda a alguna divisa o grup de divises, es caracteritzen per l'adopció per part de les autoritats monetàries del compromís explícit a mantenir la paritat de la moneda en un nivell determinat o en el seu defecte a limitar d'alguna manera les seves fluctuacions. Aquesta limitació dels moviments del tipus de canvi proporciona una àncora nominal per a la política monetària.

L'ús del tipus de canvi com a àncora nominal comporta fixar el tipus de canvi de la moneda nacional en relació a una divisa internacional amb tradició poc inflacionista amb la finalitat d'importar la baixa inflació d'aquell país. D'aquesta manera, la política monetària disposa, alhora, d'un instrument per estabilitzar els preus de l'economia, però també una norma evident, clara i creïble en el disseny d'aquella política, que si bé suposa la seva subordinació al manteniment de la paritat de la moneda nacional també evita els comportaments erràtics i arbitraris de les autoritats econòmiques (*inconsistència temporal*).

La majoria de països que controlen el seu tipus de canvi no ho fan de manera estricta, sinó que més aviat adopten el compromís de deixar que el tipus de canvi oscil·li dins d'unes bandes de fluctuació més o menys àmplies. Des d'aquest punt de vista, constitueixen un híbrid entre els sistemes de tipus de canvi fix i els sistemes de tipus de canvi flexible. Així podem parlar de *sistemes de tipus de canvi fix però ajustables*, *basket pegs*, *zones objectiu de tipus de canvi*, *crawling bands* o *crawling pegs* i *monitoring bands* sistemes que a *grosso modo* es diferencien per la major o menor permissivitat a les fluctuacions del tipus de canvi.

3.1. **SISTEMES DE TIPUS DE CANVI FIX PERÒ AJUSTABLES**

En un règim de *tipus de canvi fix però ajustable*, el tipus de canvi nominal és fix però el banc central no està obligat a mantenir la paritat de la moneda nacional de manera indefinida. Els ajustos de la paritat i, en especial, les devaluacions responen a actuacions de política econòmica.

a) *Principals Avantatges*

- Proporciona disciplina econòmica perquè els preus dels béns comerciàbles evolucionen d'acord amb els preus internacionals en un context de baixa incertesa.
- La possibilitat d'ajustar la paritat de la moneda dota al sistema d'una certa flexibilitat, necessària per absorbir l'impacte dels desequilibris de la balança de pagaments i altres perturbacions reals.

b) *Principals Inconvenients*

- Si els realiniaments del tipus de canvi es produeixen de manera sobtada (i quasi inevitable), la qual cosa tendeix a introduir inestabilitat i pressions inflacionistes.
- El sistema és procliu a sofrir atacs especulatius quan la política fiscal i/o monetària resulta incongruent amb el manteniment del tipus de canvi fix.

c) *Ressenya Històrica*

- És el règim canviari més popular del s.XX, auspiciat en la conferència de Bretton Woods i avalat pel funcionament del Sistema Monetari Internacional (SMI) entre 1944 i 1973. Molts dels països en vies de desenvolupament han consensuat variants d'aquest sistema de flotació, malgrat que realment el SMI va desaparèixer el 1973.

3.2. **BASKET PEGS**

En un sistema de *basket peg* la utilització del tipus de canvi com a àncora nominal passa per vincular la paritat de la moneda nacional a una cistella de divises. Les divises que integren la cistella així com la seva ponderació han de reflectir la composició geogràfica de l'estructura comercial de l'economia. Alternativament, la composició de la cistella es podria estandaritzar –com apunta el FMI–, a través de l'adopció de la moneda de la institució: el *Dret Especial de Gir* (*SDR, Special Drawing Right*).

El tipus de canvi efectiu que es deriva d'un *basket pegs* pot ser fix o constituir la base d'una zona objectiu de tipus de canvi o d'un sistema de bandes de flotació mòbils. En qualsevol cas, l'autoritat monetària es compromet a mantenir fix el valor del tipus de canvi a través d'intervencions coordinades als mercats de divises i a limitar el grau de discrecionalitat en l'elecció de la política monetària.

a) *Principals Avantatges*

- Aquesta opció addicionalment presenta l'avantatge de reduir la volatilitat del tipus de canvi nominal i del tipus de canvi efectiu real, especialment quan els intercanvis comercials es mantenen amb una àmplia varietat de socis comercials.

b) *Principals Inconvenients*

- El principal obstacle d'aquesta pràctica resideix en la poca transparència, sobretot en economies on està àmpliament estès l'ús d'una única divisa.
- Els tipus de canvi efectius produeixen distorsions, perquè la comparació de preus i de les transaccions econòmiques, no és tan evident com en el cas dels tipus de canvi bilaterals.

c) *Ressenya Històrica*

- Les “*cistelles de monedes*” o *basket pegs* van assolir el seu punt culminant durant la dècada dels '80, però el seu ús va anar declinant de manera ostensible a partir dels '90 en benefici de la simplicitat dels sistemes que vinculen l'evolució del tipus de canvi a una única divisa internacional.

3.3. **SISTEMES DE FLOTACIÓ A L'INTERIOR D'UNA BANDA: “ZONA OBJECTIU DE TIPUS DE CANVI” O TARGET ZONE⁴**

En un sistema de *flotació a l'interior d'unes bandes*, el tipus de canvi nominal fluctua, lliurement, dins d'unes bandes de flotació prèviament definides respecte a una paritat central o tipus de canvi central. El tipus de canvi central és una paritat fixada en relació a una única divisa internacional de tradició poc inflacionista o respecte una cistella de divises.

L'amplada de les bandes varia, però en termes mitjans se situa entorn al $\pm 5\%$. Aquestes bandes determinen una “*zona objectiu de tipus de canvi*” en la mesura que els valors de les bandes i la seva amplitud descriuen els límits d'apreciació i de depreciació de la moneda nacional. En aquest sentit, la defensa de les bandes determina les intervencions de les autoritats monetàries als mercats de divises. Així, només quan el valor del tipus de canvi se situa a prop dels límits d'apreciació o de depreciació que acoten els moviments de la moneda, el banc central intervé en defensa de les bandes.

Les bandes de flotació tendeixen a reduir els moviments del tipus de canvi, perquè modifiquen les expectatives dels agents financers que participen als mercats de divises. D'aquesta manera, les fluctuacions del tipus de canvi a curt termini són menors a les que registra el tipus de canvi *spot* en un règim de lliure flotació, sempre i quan les bandes siguin creïbles, és a dir, sempre que els seus límits puguin ser defensats.

Finalment, alguns d'aquests sistemes són resultat d'una decisió unilateral d'un país mentre que d'altres vegades responen a acords cooperatius de caràcter bilateral o multilateral entre nacions.

⁴ Zona objectiu de tipus de canvi o *Target Zone* és una denominació atribuïble a Robert Roosa que fa referència a un règim canviari que incorpora un sistema de bandes de fluctuació i paritat del tipus de canvi flexible. Tanmateix, a la pràctica s'identifica una *Target Zone* en el sentit que la defineix Krugman (1988), és a dir, com un sistema de bandes de fluctuació.

a) *Principals Avantatges*

- Les *target zone* intenten aplegar simultàniament els avantatges més significatius dels sistemes de tipus de canvi fix i de lliure flotació en termes de “*credibilitat*” i de “*flexibilitat*” en l’administració de la política monetària.
- Les principals variables de funcionament del sistema: bandes de flotació, paritat central de la moneda nacional i intervencions marginals ofereixen una orientació a les expectatives sobre el tipus de canvi present i futur. En aquest tipus de règim la política monetària està subordinada, en major o menor mesura, al manteniment del tipus de canvi; per tant resulta cabdal que l’expansió del crèdit intern per atendre altres objectius econòmics no afecti la sostenibilitat del tipus de canvi.
- Els moviments del tipus de canvi a l’interior de les bandes contribueixen a compensar les pertorbacions simètriques i asimètriques de l’economia. Tanmateix, és essencial que les mesures que tendeixen a corregir alguna mena de desequilibri significatiu del tipus de canvi siguin adoptades abans que la seva aplicació resulti desestabilitzadora per a l’economia. En aquest sentit, és també important, evitar que les empreses i les institucions financeres s’endeutin excessivament en moneda estrangera, a causa de l’assegurança implícita que suposa una paritat fixa o predeterminada.

b) *Principals Inconvenients*

- Quan les bandes de fluctuació són massa estretes i/o les polítiques macroeconòmiques no són consistents, el sistema pot resultar desestabilitzador i propens a sofrir atacs especulatius.
- La dificultat per determinar l’amplitud de les bandes. Quant més amples són els límits el sistema guanya en flexibilitat i augmenta la discrecionalitat de la política monetària.
- Els règims contempnen la possibilitat d’un realíniament de les bandes; tanmateix, els canvis freqüents i sobtats en la paritat central de la moneda redueixen la credibilitat del sistema.
- Les intervencions intramarginals associades a la voluntat de les autoritats econòmiques de mantenir la paritat de la moneda en algun punt determinat de l’interior de la banda poden afectar negativament les expectatives sobre l’evolució del tipus de canvi i desestabilitzar el funcionament del sistema.
- Les zones objectiu de tipus de canvi difícilment podran acotar els moviments del tipus de canvi si no existeix la confiança que les bandes puguin ser defensades. Les dificultats per defensar un règim de tipus de canvi fix són plenament aplicables a la defensa dels marges d’una *target zone*. Si els mercats saben de la fragilitat de les bandes, aleshores una zona objectiu de tipus de canvi perd part del seu poder estabilitzador i, en el límit, pot promoure un atac especulatiu contra la moneda (Obstfeld, 1995).

c) *Ressenya Històrica*

- El mecanisme de canvis (*Exchange Rate Mechanism, ERM*) del Sistema Monetari Europeu (SME) és un dels paradigmes d’aquest sistema de flotació a l’interior d’una banda. Tanmateix, la tempesta monetària de 1992-93 i la crisi conseqüent del SME van mostrar clarament que el sistema podia ser objecte de pressions especulatives i en límit col·lapsar-se, quan la paritat de les divises està allunyada dels seus valors macroeconòmics “*fonamentals*” i els bancs centrals són reticents a defensar les bandes pel cost social i econòmic que això comporta.

El mecanisme de canvis del SME, a partir de l’1 de gener de 1999 ha derivat en el Sistema Monetari Europeu II (SME II) per al conjunt de països de la Unió Europea (UE) que va declinar adoptar l’euro com a moneda pròpia. Actualment, l’únic país que l’integra és Dinamarca, donat que Grècia ha acabat incorporant-se a la tercera fase de la UEM, mentre que el Regne Unit i Suècia practiquen una “*negligència benigna*” en la gestió del seu tipus de canvi (BCE, 2000).

3.4. **SISTEMES DE “BANDA MÒBIL O BANDA LLISCANT” (CRAWLING BAND O SLIDING BAND), SISTEMES DE “PARITAT MÒBIL” O CRAWLING PEG**

Els sistemes de “*banda mòbil o paritat mòbil*” –*crawling band* o *crawling peg*– constitueixen una variant dels règims de bandes de flotació, on la paritat central de la moneda –*crawling peg*– o l’amplitud de la banda –*crawling band* o *sliding band*– canvia de manera gradual al llarg del temps seguint una norma preestablerta.

La distinció entre “*peg*” i “*banda*” és d’alguna manera arbitrària. A la pràctica, la denominació *peg* s’usa per referir-se a una banda de fluctuació en la que els marges respecte la paritat central són inferiors o iguals al $\pm 2,25\%$ mentre que el terme *band* s’aplica quan l’amplitud de la banda de flotació se situa entre $\pm 2,25$ i el $\pm 10\%$.

Les normes que determinen el ritme de desplaçament de la banda o de la paritat central varien en funció del país que es consideri. Amb tot, les pautes de lliscament més habituals són el *backward-looking crawling* que s’explica a partir de la inflació passada i el *forward-looking crawling* basat en la inflació esperada en el futur.

Quan el creixement del nivell de preus d’una economia és notablement superior a la del país amb el que s’ha vinculat la paritat de la moneda nacional, la correcció immediata de la inflació a través de l’ús del tipus de canvi com a àncora nominal no és factible o com a mínim no és aconsellable per les restriccions que pot imposar a l’economia. Això s’explica perquè l’estratègia de desinflació competitiva, normalment, no comporta la convergència plena dels diferencials d’inflació. Aquesta circumstància acaba generant –en la mesura que la paritat del tipus de canvi està predeterminada– la sobrevaloració de la moneda nacional i una pèrdua de competitivitat dels béns comercials produïts a l’interior del país.

D’aquí, la conveniència d’adoptar un *crawling peg* o un *crawling band* com a mitjà per evitar aquest mecanisme pervers i facilitar, alhora, el procés de desinflació gradual de l’economia. Són dues les modalitats més destacades dins de la diversitat de variants d’aquests sistemes: *passive crawling band (peg)* o *active crawling band (peg)*.

Una “*banda o paritat mòbil passiva*” fa referència a aquella situació en la que la banda o la paritat de la moneda nacional s’ajusta periòdicament i de manera progressiva seguint l’evolució de la inflació passada. Una “*banda o paritat mòbil activa*” designa aquella situació en la que la banda o la paritat de la moneda nacional s’ajusta periòdicament i de manera progressiva d’acord amb la inflació esperada en el futur. En aquest sentit, el ritme al qual es desplaçaria la banda s’anuncia per endavant –de vegades fins i tot amb un any d’antelació– amb la finalitat d’influir en les expectatives d’inflació i en la formació de preus. Aquesta tècnica permet superar les dificultats associades a la inèrcia inflacionista que introdueixen les bandes mòbils passives. En qualsevol cas, l’efectivitat d’aquest sistema requereix un compromís ferm de les autoritats econòmiques en la reducció dels nivells d’inflació.

a) *Principals Avantatges*

- Aquests sistemes en les seves diverses variants permeten a economies amb un elevat grau d'inflació adoptar un sistema de bandes de fluctuació sense haver de realitzar ajustos freqüents i molt pronunciats de la paritat central.
- Els règims intermedis eviten la sobrevaloració del tipus de canvi nominal i l'apreciació real associada a la utilització del tipus de canvi com a àncora nominal en els processos de desinflació competitiva i causada pel creixement diferencial dels preus nacionals i els preus de l'estranger.
Això s'explica perquè el lliscament de la banda o de la paritat proporciona la flexibilitat necessària per ajustar els dèficits per compte corrent de la balança de pagaments i la pèrdua de competitivitat que imposaria la progressiva apreciació real, de no produir-se aquest desplaçament continu de la banda o de la paritat central.
- El major grau de flexibilitat en la gestió de la política monetària que introdueixen aquests sistemes, ben administrada, permet augmentar la credibilitat de les autoritats monetàries.

b) *Principals Inconvenients*

- El principal inconvenient d'aquesta pràctica es deriva dels moviments de la banda o de la paritat central. Aquests ajusts poden limitar el paper del tipus de canvi com a àncora nominal en el procés de desinflació de l'economia i, per tant, dificulten la consecució de la credibilitat necessària a l'hora de reduir les expectatives d'inflació de l'economia a mig i llarg termini.
- Per això, l'elecció del criteri en base al qual es determinen el ritme de variació de la paritat central (*rate of crawl*) implica un risc considerable.
En particular, si el ritme de variació del tipus de canvi s'estableix en base a la inflació passada –*backward-looking crawling or passive crawling band/peg*– aleshores el sistema pot introduir una considerable inèrcia inflacionista. Si per contra, el ritme de variació del tipus de canvi es calcula en base a la inflació esperada en el futur –*forward-looking crawling or active crawling band/peg*–, aleshores una estimació errònia podria propiciar la sobrevaloració de la moneda nacional i promoure pressions especulatives sobre el tipus de canvi. D'aquí la utilitat d'ajustar la paritat central de la moneda o els desplaçaments de les bandes atenent l'evolució dels principals indicadors macroeconòmics i no tant en termes exclusius d'inflació.
- La manca de transparència sobre el *timing* i la magnitud dels ajustos de la paritat central introdueix una considerable incertesa que sovint acaba repercutint sobre la volatilitat del tipus d'interès.
- La dificultat per determinar l'amplitud de les bandes de flotació.
- Les variacions del tipus de canvi real que permeten absorbir les pertorbacions de l'economia són difícils d'acomodar.
- Aquests sistemes de “*bandes mòbils*” només resultaran efectius si van acompanyats d'un procés de consolidació fiscal.

c) *Ressenya Històrica*

- El *crawling peg* va esdevenir un sistema popular durant la dècada dels '60 i del '70 a Xile, Colòmbia i Brasil.
- Les *bandes mòbils actives* han estat implementades amb èxit a Israel, Polònia, Colòmbia, Indonèsia, Equador i Rússia.
Xile també va adoptar aquesta pràctica l'any 1986; en aquest interval de temps el país va haver d'anar eixamplant les bandes del sistema per adequar-les a l'evolució de la conjuntura econòmica.
Itàlia també va instrumentar, a la pràctica, un sistema d'aquest estil entre 1974 i 1991.

3.5. **SISTEMES DE “BANDA TUTELADA” O MONITORING BAND** ⁵

El sistema de “*banda tutelada*” o *monitoring band* és un règim canviari construït entorn a unes bandes de fluctuació, d’amplada variable, calculades a partir del “*tipus de canvi efectiu real*” (*Real Effective Exchange Rate, REER*), que constitueix la paritat central del sistema. Aquest tipus de canvi central ha de ser revisat periòdicament en consonància amb l’evolució dels valors macroeconòmics “*fonamentals*” del país. El tipus de canvi real oscil·la lliurement dins dels marges que imposen les bandes de flotació sense mediació de l’autoritat monetària.

La diferència bàsica entre un sistema de *banda mòbil* (*crawling band*) i un de *banda tutelada* (*monitoring band*) és que aquest últim no comporta l’obligació de defensar els límits dels marges de fluctuació.

De fet, el banc central només intervé quan el tipus de canvi real se situa fora dels límits que determinen les bandes. En particular, el compromís de les autoritats monetàries consisteix, justament, en evitar les intervencions marginals a no ser que les circumstàncies ho aconsellin⁶.

En aquest sistema existeix el convenciment que les autoritats, normalment, intervindran per evitar que el tipus de canvi superi els límits que estableixen les bandes, però existeix també un elevat grau de discrecionalitat sobre quina serà l’estratègia per aconseguir-ho. De fet, si es considera que les pressions són molt elevades es pot arribar a permetre que el tipus de canvi de passi l’extrem superior de la banda. Només, aleshores es procedirà a situar el valor del tipus de canvi real dins dels límits preestablerts.

Per altra banda, la gestió transparent del sistema resulta vital en un context de lliure circulació de capitals i plena convertibilitat de les divises. Això implica que el valor del tipus de canvi real central del període base considerat ha de ser publicat; que les bandes que acoten la fluctuació del tipus de canvi han de ser conegudes; que el tipus de canvi real ha de ser publicat setmanalment amb el mateix desfasament que pugui presentar la publicació de la informació relativa a l’evolució de reserves de l’economia; i que els canvis en el tipus de canvi real central han de fer-se públics.

a) *Principals Avantatges i Inconvenients*

- Les consideracions relatives al sistema de *bandes mòbils* també són aplicables al cas de *bandes tutelades*. En particular, l’anàlisi és simètric pel que fa referència a l’elecció de la divisa a la qual vincular-se, el valor de la paritat central i el ritme al qual es desplaça la banda.

Tanmateix les dues diferències principals són relatives a l’amplada de la banda i als aspectes vinculats amb la defensa de les bandes. Quant a l’amplada de la banda, semblaria que el més apropiat seria optar una banda estreta en la mesura que la intervenció només és

⁵ Denominació encunyada pel *Tarapore Comite* en les recomanacions que realitzà al *Reserve Bank of India (RBI)* i citada per Williamson (1998).

⁶ Tanmateix, circumstancialment, les autoritats monetàries poden considerar necessària una intervenció intramarginal per prevenir pressions especulatives sobre la moneda o evitar una volatilitat excessiva del tipus de canvi.

preceptiva quan el tipus de canvi ha superat els límits, per la qual cosa valors de l'ordre $\pm 5\%$ resultarien raonables.

- La dificultat resideix en determinar si les *monitoring bands* són capaces de captar les expectatives del mercat, relatives al valor del tipus de canvi d'equilibri amb la mateixa efectivitat que han demostrat les *crawling bands*. Ara com ara, no existeix evidència empírica al respecte d'aquesta qüestió.

b) *Ressenya Històrica*

El sistema de “*bandes tutelades*” és una iniciativa del *Comitè Tarapore*, un comitè encarregat d'analitzar el cas de l'Índia i la seva disposició per assolir la plena convertibilitat del compte de capital. En una dels seus documents, el *Comitè* suggereix que la liberalització de les operacions financeres hauria d'acompanyar-se amb un sistema de “*monitoring band*”. El règim mai no es va arribar a implementar.

B. L'evolució dels règims de tipus de canvi durant la dècada dels '90

1. Consideracions metodològiques

Aquesta caracterització dels diferents règims de tipus de canvi pot ser completada amb una descripció de la seva evolució durant la dècada dels '90.

Tradicionalment, els diversos estudis que analitzen la importància relativa dels diferents règims canviaris s'han basat en les dades publicades al *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI. D'aquesta manera, la classificació dels règims canviaris que es deriva d'aquesta font d'informació ha esdevingut durant molt de temps la referència "oficial", *de iure* o "estàndard" a l'hora d'avaluar la política canviària dels diferents països arreu del món. Així, des de 1983 fins a 1998, aquest sistema de classificació agrupava els règims canviaris en base al seu grau de flexibilitat i d'acord amb les característiques de funcionament que els diferents països notificaven al FMI. Aquesta classificació *de iure* establia quatre categories principals: a) règims de paritats "fixades" (*pegs*) a una divisa o a una cistella de divises, b) règims amb "flexibilitat limitada" –sistemes que permeten la fluctuació del tipus de canvi dins d'uns marges o en el marc d'un acord cooperatiu–, c) sistemes de flotació intervinguda –on el tipus de canvi de la moneda s'ajusta d'acord amb un seguit d'indicadors– i d) sistemes de lliure flotació. Entre els principals avantatges d'aquest mètode de classificació del FMI destaca l'abast de la seva cobertura, l'actualització trimestral de la informació, el llarg historial i la multiplicitat d'estudis sobre els diferents règims de tipus de canvi que s'han realitzat en base a aquestes dades.

Amb tot, la metodologia de classificació del FMI presenta algunes llacunes, la més important de les quals és la captura de les diferències entre allò que els països declaren que fan i el que realment fan⁷. Com assenyalen Bubula i Ötker-Robe (2002), la política canviària seguida per un país sovint diferia de l'adscripció oficial o teòrica que notificava al FMI. Així, en països amb règims de paritats "fixades" (*pegs*) es duïen a terme devaluacions freqüents, usant el tipus de canvi com a instrument de salvaguarda de la competitivitat de les seves exportacions. En canvi, economies que declaraven funcionar amb sistemes de lliure flotació, a la pràctica, operaven amb sistemes de flotació intervinguda o a través de fórmules que, de manera informal, "fixaven" el tipus de canvi de la moneda nacional dins d'un rang determinat. Aquestes pràctiques o bé perseguïen evitar el cost polític d'una devaluació si s'anunciava la paritat fixada, o bé responien a la voluntat d'usar el tipus de canvi com a àncora nominal, eludint alhora el risc d'un atac especulatiu, o simplement eren la conseqüència de la "por a la flotació" en presència d'una

⁷ Una segona limitació de la taxonomia del FMI és que les categories establertes resulten insuficients per determinar el grau d'autonomia de la política monetària.

Quadre 1.1. Evolució de la classificació “de iure” i “de facto” dels règims canviaris

<i>En percentatge dels membres del FMI</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Mitjana 1990-2001
	Classificació "de iure"¹												
Règims “fixats” (Pegged Regimes)²	65,4	61,3	58,1	49,1	47,2	44,4	45,3	45,1	44,5	-	-	-	51,2
<i>Flexibilitat Limitada</i>	9,2	9,0	7,8	7,4	7,9	7,8	8,8	8,8	9,3	-	-	-	8,4
Floating Regimes	34,6	38,7	41,9	50,9	52,8	55,6	54,7	55,0	55,5	-	-	-	48,9
<i>Lliure Flotació (Independently Floating)</i>	16,3	18,1	26,3	32,0	32,6	30,0	28,7	25,3	24,7	-	-	-	26,0
<i>Managed Floating</i>	18,3	20,6	15,6	18,9	20,2	25,6	26,0	29,7	30,8	-	-	-	22,9

<i>En percentatge dels membres del FMI</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Mitjana 1990-2001
	Classificació "de facto"												
Règims “fixats” (Pegged Regimes)	79,9	76,4	69,4	68,6	64,3	65,4	66,5	66,7	64,0	59,7	58,6	55,9	66,3
<i>Hard Pegs³</i>	15,7	16,2	19,4	15,9	16,2	16,2	16,2	18,3	18,3	24,2	24,7	25,8	18,9
<i>Soft Pegs⁴</i>	64,2	60,2	50,0	52,7	48,1	49,2	50,3	48,4	45,7	35,5	33,9	30,1	47,4
Floating Regimes	20,1	23,6	30,6	31,4	35,7	34,6	33,5	33,3	36,0	40,3	41,4	44,1	33,7
<i>Independently Floating</i>	5,7	7,5	12,8	13,7	13,0	14,1	12,4	14,5	16,7	18,2	19,4	21,5	14,1
<i>Managed Floating⁵</i>	14,4	16,1	17,8	17,7	22,7	20,5	21,1	18,8	19,3	22,1	22,0	22,6	19,6
<i>Pro-Memoria</i>													
Règims Intermedis⁶	69,2	66,4	56,1	58,8	56,7	58,9	58,4	53,2	48,9	40,9	41,4	38,7	54,0

Nota: ¹⁾ Des de setembre de 1998, la classificació de iure del FMI no ha estat actualitzada.

²⁾ Inclou currency boards i situacions en les que les economies no compten, estrictament, amb una moneda pròpia i sistemes de tipus de canvi convencionals, bandes horitzontals i sistemes de flexibilitat limitada.

³⁾ Inclou currency boards i situacions en les que les economies no compten, estrictament, amb una moneda pròpia: unió monetària i “dolarització”.

⁴⁾ Inclou sistemes de tipus de canvi bilaterals convencionals, basket pegs, bandes horitzontals i bandes i paritats mòbils.

⁵⁾ Inclou tighly managed floating regimes.

⁶⁾ Inclou tighly managed floating regimes i sistemes soft peg.

Font: Bubula i Ötker-Rober (2002)

important exposició canviària o un elevat grau de “dolarització” de l’economia.

En aquest sentit, Reinhart i Rogoff (2002) troben que durant la dècada dels ’90, aproximadament un 59 per cent de molts dels sistemes catalogats oficialment com a sistemes de lliure flotació o de flotació intervinguda es corresponien *de facto* amb règims de “paritats fixes” (15 per cent imputable a tipus de canvi convencionals, 13 per cent a *crawling pegs*, 20 per cent a *crawling bands* i un 11 per cent a sistemes de bandes horitzontals molt estretes)⁸.

Òbviament, aquesta divergència entre la classificació *de iure* i *de facto* redueix la transparència de la política canviària i distorsiona les implicacions de política econòmica i dels estudis de recerca basats en la informació que es desprenen d’aquesta classificació.

Amb la voluntat de corregir aquestes mancances, el FMI va adoptar des de 1999 un nou esquema de classificació basat en les polítiques *de facto*. La nova metodologia incorpora també un major nombre de règims de tipus de canvi fix per tal de recollir els diversos graus d’autonomia de la política monetària⁹. Però malgrat la notable millora que suposa aquest nou esquema sobre les classificacions anteriors, la manca d’una base de dades històrica ha limitat l’ús de la informació del FMI a l’hora de dur a terme recerques empíriques. Amb l’ànim de superar aquesta limitació, en dos estudis recents de Reinhart i Rogoff (2002) i Bubula i Ötker-Robe (2002) construeixen una base de dades històrica sobre els règims canviaris usats a la pràctica pels diferents països considerats¹⁰. En particular, Reinhart i Rogoff (2002) presenten una base de dades amb informació mensual sobre sistemes de tipus de canvi per a 153 països industrialitzats i en vies de desenvolupament per al període 1946-2001. En el cas de Bubula i Ötker-Robe (2002) es reconeixen els mèrits de la nova classificació del FMI i s’adopta una nomenclatura similar per classificar els sistemes canviaris¹¹; la base de dades que elaboren considera als més de 180 països membres del FMI per al període 1990-2001. En ambdós casos, els autors a partir d’una varietat de tècniques quantitatives i qualitatives classifiquen i verifiquen els diferents règims de tipus de canvi usats *de facto*. La font primària d’informació prové del FMI i es completa amb articles de premsa, *papers* i sempre està avalada pel tipus de canvi observat i l’evolució de les reserves internacionals.

⁸ L’exemple de la divisa malaia –el ringgit– il·lustra les diferències entre les definicions oficials i l’operativa dels sistemes de tipus de canvi. Així, el ringgit estava molt estretament vinculat al dòlar del Estats Units, previ a l’esclat de la crisi de l’Est d’Àsia a Tailàndia i, tanmateix, les autoritats econòmiques malaies mai no van definir-lo com a *managed float*.

⁹ Les categories que s’identifiquen des d’aleshores són: 1) Sistemes sense un emissor de diner legal –*Regimes with no separate legal tender*– que inclou règims amb una altra moneda (*dolarització* formal) i les unions monetàries; 2) *Currency Boards*; 3) Sistemes de tipus de canvi fix convencionals (respecte una única moneda o cistella de monedes); 4) Bandes horitzontals; 5) *Crawling Pegs*; 6) *Crawling Bands*; 7) Sistemes de flotació bruta on les autoritats monetàries no tenen un compromís implícit o explícit amb una paritat determinada; 8) Flotació independent o lliure flotació.

¹⁰ Diversos autors com Ghost et al. (1997) i Levy-Yeyati i Sturzenegger (2000), conscients de les mancances de les estadístiques oficials del FMI elaboren una altra classificació alternativa basada en les variacions de la dotació de reserves internacionals.

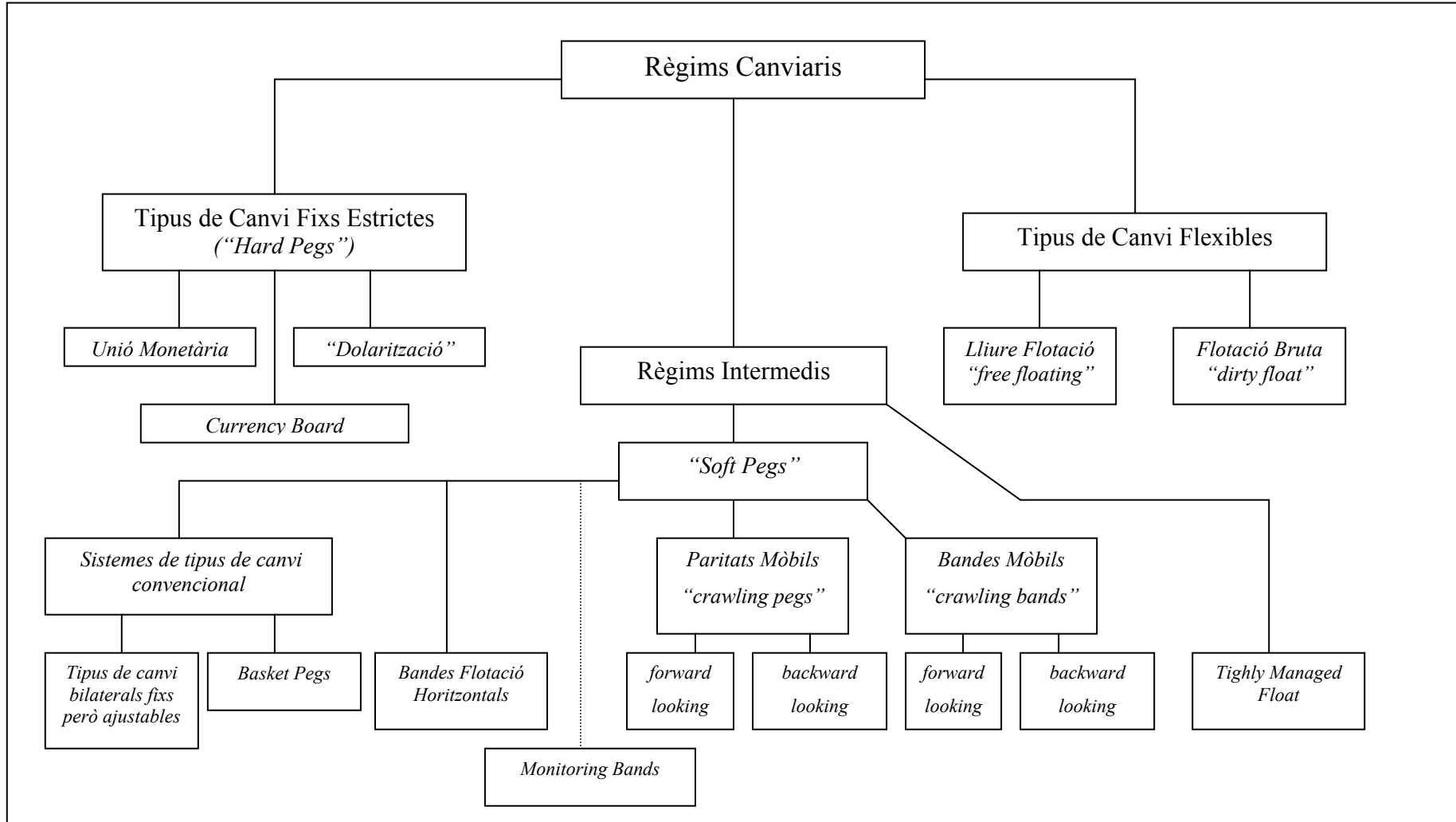
¹¹ La principal diferència amb la classificació del treball de Reinhart i Rogoff (2002) és la introducció d’una categoria addicional que anomenen *freely falling rates* per fer referència a una situació en la que la inflació mensual supera el 50% i no existeix cap mena de notificació sobre la naturalesa del règim per part de les autoritats econòmiques.

La freqüència i amplitud de la informació compilada així com l'aplicació d'una aproximació sistemàtica per classificar els diferents sistemes de tipus de canvi són els principals avantatges d'aquests dos estudis. Amb tot, per dur a terme la nostra anàlisi usarem les dades del treball de Bubula i Ötker-Rober (2002) en la mesura que la seva base de dades contempla la totalitat de països membre del FMI. En particular, la informació s'estén des de gener de 1990 fins a desembre de 2001 i considera 3 grans categories de règims canviaris: a) Sistemes fixs estrictes o *hard pegs*, b) Règims intermedis i c) Sistemes flexibles, que integren 13 modalitats distintes de sistemes de tipus de canvi que es detallen al quadre 2.1.

Els acords descrits com a sistemes fixs estrictes o *hard pegs* inclouen els països amb *currency boards* i situacions en les que les economies no compten, estrictament, amb una moneda pròpia perquè formen part d'una unió monetària o perquè, com el cas de la "dolarització" han adoptat la divisa d'un altre país. La categoria de "règims intermedis" aplega països que operen amb una gran varietat d'acords canviaris catalogats com a *soft pegs* que inclouen les modalitats de tipus de canvi fix tradicionals –sistemes de tipus de canvi fixs però ajustables vinculats a una sola divisa o a una cistella de divises–, bandes de flotació, *crawling bands* o *crawling pegs*. A més, es consideren també els sistemes de flotació intervinguda en els que les autoritats monetàries tenen un compromís implícit o explícit amb una paritat determinada o una zona objectiu determinada, i, que Bubula i Ötker-Rober (2002) designen com a *tightly managed float*. Finalment, els sistemes flexibles contenen les economies els règims dels quals són catalogats com de "lliure flotació" o de "flotació pura", així com *other managed floating with no predetermined path*, és a dir, sistemes de flotació intervinguda en els que les autoritats monetàries no tenen un compromís implícit o explícit amb una paritat determinada o una zona objectiu determinada i practiquen la "negligència benigna" en la gestió del seu tipus de canvi.

En essència, aquesta classificació és pràcticament idèntica a la que establíem a l'apartat anterior, però amb la particularitat que, ara, les unions monetàries són considerades com un règim de tipus de canvi. A més, el cas dels règims amb paritats "fixades" (*pegs*) i "bandes mòbils" (*crawling bands*) es distingeix explícitament entre *forward* i *backward-looking crawling pegs* i *bands*; de la mateixa manera, els sistemes de flotació bruta es desdoblen en *tightly* i *other managed floating with no predetermined path*. Finalment, no es contemplen les *monitoring bands* perquè com s'ha esmentat és un règim teòric, sorgit a partir d'algunes consideracions del sistema BBC (*Basket of currencies, Bands* i *Crawl*) de Williamson (1998), que mai no ha arribat a practicar-se.

Quadre 2.1. Classificació dels diferents sistemes de tipus de canvi



Font: Elaboració pròpia a partir de Bubula i Ötler-Rober (2002).

2. *Evidència empírica*

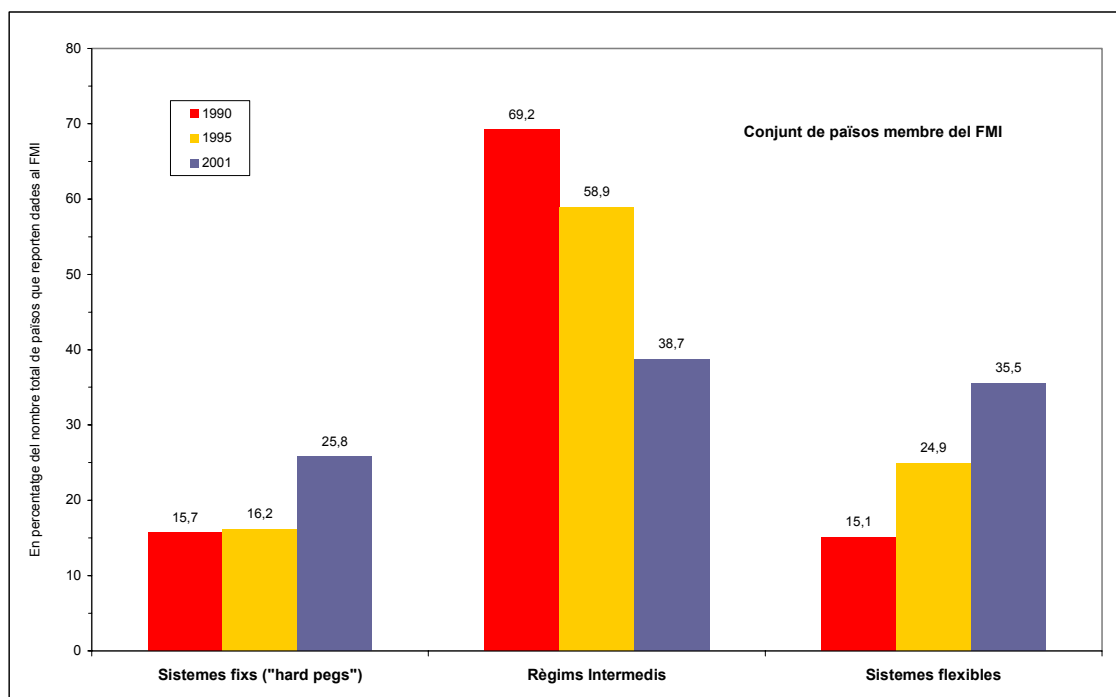
2.1. *EVOLUCIÓ GLOBAL DELS RÈGIMS CANVIARIS*

La gràfica 1.1 mostra l'evolució a nivell agregat d'aquestes tres grans categories de règims canviaris entre 1990 i 2001 basada en la política canviària instrumentada *de facto* mentre que el quadre 3.1 proporciona aquesta mateixa evolució, però de forma més desagregada.

Com es pot observar, durant la dècada dels '90, els règims intermedis han estat els sistemes canviaris més populars. En termes mitjans un 54 per cent dels països membre del FMI usaven alguna tipologia d'aquesta varietat, amb especial rellevància dels sistemes *soft pegs* que representaven el 47 per cent del total. De la mateixa manera, els règims fixos més estrictes suposaven quasi el 19 per cent, destacant la importància de les unions monetàries. Per tant, en una primera anàlisi podríem concloure que els sistemes de tipus de canvi fix o quasi fix han estat les fórmules dominants entre els diferents països membre del FMI. Així, en termes mitjans durant els anys '90, el 66 per cent dels països comptava amb alguna modalitat de *pegged regimes*, mentre que els sistemes de lliure flotació o de flotació intervinguda només suposaven el 33 per cent dels règims canviaris utilitzats.

Amb tot, aquestes xifres mitjanes emmascaren les tendències en l'evolució de la política canviària dels diferents països membre del FMI. Així, a principis dels anys '90, el 69 per cent de les economies operava a través d'alguna modalitat de règim intermedi. Tanmateix, l'any 1995 la seva importància relativa s'havia reduït en més de 10 punts. Aquesta tendència regressiva es va mantenir en el temps i, a finals de 2001, ja només un 39 per cent dels països del FMI administraven la seva política canviària mitjançant un règim intermedi.

Per contra, l'any 1990 només un 15 per cent dels països membre del FMI gestionaven la seva política canviària a través de sistemes flexibles. Cinc anys més tard ja eren quasi el 25 per cent i, a finals de 2001, la proporció s'elevava fins el 35,5 per cent. Aquesta dinàmica de creixement suposava que la importància relativa dels sistemes flexibles durant la dècada dels '90 s'havia incrementat en 20 punts percentuals. De la mateixa manera, la proporció d'economies amb *hard pegs* que l'any 1990 era de quasi el 16 per cent es va mantenir estable durant els primers cinc anys de la dècada. A partir de 1997, però sobretot de 1999, la rellevància d'aquesta mena de sistemes va anar augmentant paulatinament, de tal manera que a finals de 2001 el 26 per cent del total de països membre del FMI operaven a través de sistemes fixos estrictes. Això implicava que en l'interval de poc menys de cinc anys l'ús dels *hard pegs* va incrementar-se en 10 punts percentuals.

Gràfica 1.1. Evolució dels diferents règims canviaris al conjunt de països membre del FMI

Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

Quadre 3.1. Evolució desagregada dels diferents règims canviaris al conjunt de països membre del FMI

En percentatge respecte el nombre total de països	1990	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	Mitjana 1990-01
Sistemes fixos (Hard pegs)	15,7	19,4	16,2	16,2	16,2	18,3	18,3	24,2	25,8	18,9
<i>Dolarització</i>	1,9	6,1	2,7	2,7	2,7	3,2	3,2	3,2	4,3	3,2
<i>Unió Monetària</i>	11,9	10,6	10,3	10,3	10,3	10,8	10,8	16,7	17,2	12,3
<i>Currency Board</i>	1,9	2,7	3,2	3,2	3,2	4,3	4,3	4,3	4,3	3,4
Règims Intermedis	69,2	56,1	56,7	58,9	58,4	53,2	48,9	40,9	38,7	54,0
<i>Soft Pegs</i>	64,2	50,0	48,1	49,2	50,3	48,4	45,7	35,5	30,1	47,4
Paritat fixa a una divisa	24,5	18,9	20,0	21,6	20,0	20,4	19,9	18,8	16,7	20,1
Paritat fixa a una cistella	19,6	15,0	10,3	8,6	7,6	7,0	5,9	5,4	5,3	10,1
Banda Horitzontal	8,8	6,1	8,1	7,1	9,7	8,6	8,6	2,7	2,7	6,7
Crawling Peg	9,4	7,2	6,5	6,5	6,5	7,0	5,9	4,8	2,2	6,5
Crawling Band	1,9	2,8	3,2	5,4	6,5	5,4	5,4	3,8	3,2	4,0
<i>Tightly Managed Float</i>	5,0	6,1	8,6	9,7	8,1	4,8	3,2	5,4	8,6	6,6
Sistemes Flexibles	15,1	24,5	27,1	24,9	25,4	28,5	32,8	34,9	35,5	27,1
<i>Other Managed float</i>	9,4	11,7	14,1	10,8	13,0	14,0	16,1	16,7	14,0	13,0
<i>Lliure Flotació</i>	5,7	12,8	13,0	14,1	12,4	14,5	16,7	18,2	21,5	14,1

Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

D'aquí es desprèn que durant la dècada dels '90, però especialment a partir de la seva segona meitat, es va registrar una fugida dels règims intermedis en benefici dels altres dos extrems de l'espectre de règims canviaris, circumstància que avalaria la hipòtesi de la "*visió bipolar*" o *two-corners approach* que es comenta més endavant.

Sovint, l'aparició de tensions entre els objectius de desinflació i competitivitat han estat un factor decisiu a l'hora d'abandonar els sistemes intermedis més rígids en benefici de fórmules més flexibles. Però com destaquen Collins (1996), Edwards (1996a i 1996b) i Klein i Marion (1997) aquesta renúncia als règims intermedis, en la majoria de casos, no ha estat uniforme sinó que més aviat ha suposat un desplaçament cap a sistemes més flexibles i no tant cap a "*hard pegs*". A més, la reducció en la importància relativa dels règims intermedis no ha afectat per igual a totes les seves modalitats.

Així, com s'observa al quadre 3.1 molts països han renunciat als sistemes *soft pegs* però alhora determinats règims intermedis, com per exemple els *backward* i *forward-looking crawling pegs* o *bands*, han estat substituïts per altres modalitats, previ a l'adopció d'un sistema més flexible¹². Així la proporció de sistemes de flotació intervinguda en els que les autoritats monetàries tenen un compromís implícit o explícit amb una paritat determinada o una zona objectiu determinada (*tightly managed float*) han augmentat –del 5 per cent el 1990 al 8,6 per cent el 2001– mentre que els *softs pegs* com *bandes horitzontals*, *crawling bands*, *crawling pegs* i les paritats fixes convencionals són els que han estat sotmesos a unes pressions més freqüents per part dels mercats, i en conseqüència s'han reduït a la meitat¹³. En aquest sentit, els *crawling pegs* que havien arribat a ser molt populars entre els països amb unes taxes d'inflació elevades van ser abandonades durant les crisis o es van tornar més flexibles mitjançant l'adopció de *crawling bands*. Aquest sistema oferien una major ductilitat per ajustar-se als fluxs de capitals i evitar realiniaments marcats del tipus de canvi i, alhora, en possibilitar una trajectòria de minidevaluacions¹⁴ permetien, d'alguna manera, continuar usant el tipus de canvi com a àncora nominal. També, és especialment remarcable la dràstica reducció en més de 14 punts de les paritats fixades a una cistella de divises (*basket pegs*).

Finalment, la proporció dels *tightly managed float* ha augmentat en un intent, novament, de conservar el paper d'àncora nominal del tipus de canvi sense comprometre's en un objectiu específic.

¹² Així, per exemple, les autoritats econòmiques mexicanes es van mostrar clarament partidàries de l'adopció d'un sistema de tipus de canvi plenament flexible a partir del col·lapse de 1994. Després d'un període de transició, aproximadament els dos anys immediatament posteriors a la crisi, Mèxic va desplegar, des de 1997, un sistema de tipus de canvi de lliure flotació. D'aquesta manera, el sistema de *crawling band* inicial va anar evolucionant, des de 1996, cap a la flotació bruta primer i la lliure flotació posteriorment (Edwards, 2000).

¹³ Tanmateix, la dràstica reducció que s'observa als sistemes de bandes horitzontals a nivell internacional recull principalment la desaparició del mecanisme de canvis (ERM) del Sistema Monetari Europeu (SME) i la incorporació de la majoria de països de la Unió Europea a la unió monetària.

¹⁴ Per exemple, Rússia (1998), Brasil i Kazakhstan (1999), Turquia (1994, 2001) i Veneçuela (1994) van abandonar els *crawling pegs* durant les crisis canviàries, mentre altres com Portugal (1990), Mèxic (1991), Indonèsia, Polònia i Sri Lanka (1995), Hondures (1996) i Belarús i Romania (2001) van introduir una banda entorn les *crawling parities*.

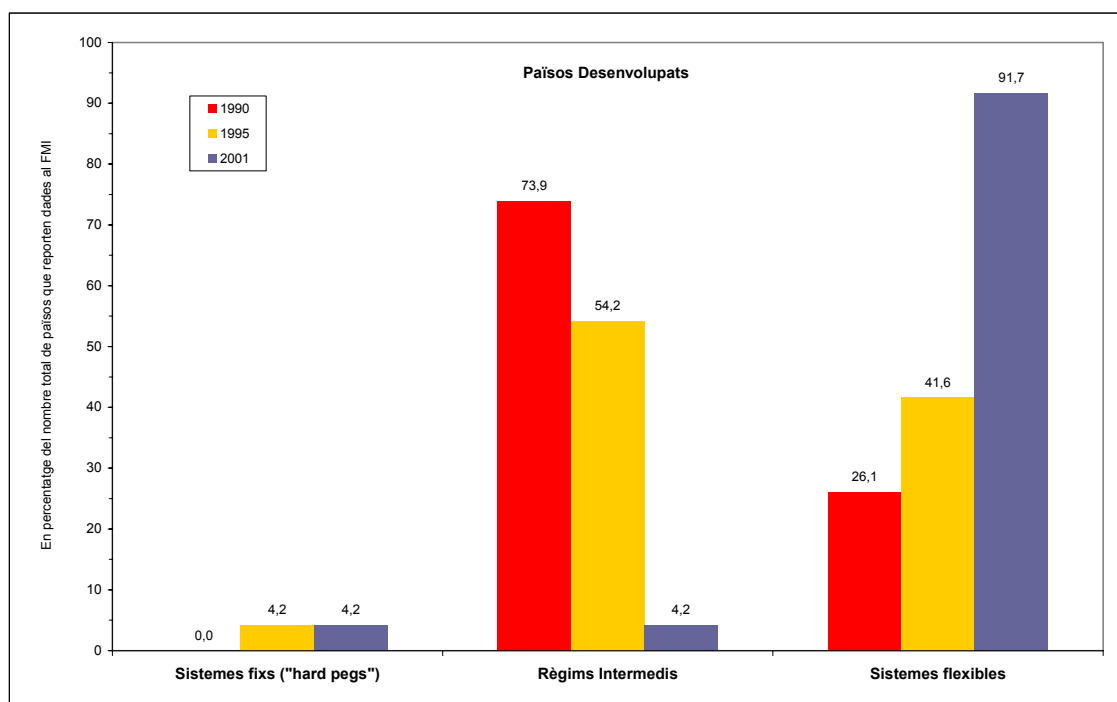
2.2. EVOLUCIÓ DELS RÈGIMS CANVIARIS ALS PAÏSOS DESENVOLUPATS I ECONOMIES EMERGENTS

Aquesta tendència de fugida dels règims intermedis –especialment dels sistemes *soft pegs*– cap a sistemes fixos estrictes o *hard pegs* o cap a sistemes més flexibles, observada a nivell global, resulta encara més pronunciada quan es considera el grup de països amb un major grau d'integració als mercats de capitals mundials: les economies desenvolupades i les economies emergents.

2.2.1. L'evolució dels règims canviaris als països desenvolupats

La definició de països desenvolupats coincideix amb la que proporciona la *International Financial Statistics (IFS)* del FMI¹⁵. La gràfica 2.1 mostra l'evolució a nivell agregat de les tres grans categories de règims canviaris entre 1990 i 2001 per al grup de països desenvolupats d'acord amb la política canviària instrumentada *de facto*, mentre que el quadre 4.1 proporciona aquesta mateixa informació, però de forma més desagregada.

Gràfica 2.1. Evolució dels diferents règims canviaris als països desenvolupats



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

¹⁵ La relació de països desenvolupats està integrada per un total de 23 economies que són: Alemanya, Austràlia, Àustria, Bèlgica, Canadà, Dinamarca, Espanya, Estats Units, Finlàndia, França, Grècia, Holanda, Irlanda, Islàndia, Itàlia, Japó, Luxemburg, Noruega, Nova Zelanda, Portugal, Regne Unit, Suècia i Suïssa.

La gràfica 2.1 il·lustra com, a finals de l'any 2001, als països desenvolupats –on el grau de mobilitat dels capitals és absolut o quasi absolut– més del 91 per cent de les economies gestionaven la seva política canviària a través de sistemes flexibles mentre que, aproximadament, el 8,5 per ho feia mitjançant *règims intermedis*. En particular, el quadre 4.1 mostra que no és fins a finals de 1999, quan els membres de la UE es van incorporar a la tercera fase de la UEM¹⁶, tot adoptant l'euro com a moneda única i pròpia, que la importància relativa dels sistemes flexibles es va multiplicar per 2. La resta de països desenvolupats: Austràlia, Canadà, Estats Units, Islàndia, Japó, Nova Zelanda, Regne Unit, Suècia i Suïssa també funcionaven amb sistemes flexibles amb l'excepció de Dinamarca i Noruega que usaven *règims intermedis*.

De la mateixa manera, es pot comprovar que els sistemes de tipus de canvi fix més estrictes o *hard pegs* com la *dolarització* –amb l'excepció de San Marino des de 1992–, la *unió monetària* o els *currency boards*¹⁷ no han estat utilitzats mai i, per tant, la seva rellevància és pràcticament nul·la.

Quadre 4.1. Evolució desagregada dels diferents règims canviaris als països desenvolupats

<i>En percentatge respecte el nombre total de països</i>	1990	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	<i>Mitjana 1990-01</i>
Sistemes fixs (Hard pegs)	0,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	15,3
<i>Dolarització</i>	0,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	3,5
<i>Unió Monetària</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Currency Board</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Règims Intermedis	73,9	50,0	54,2	54,2	62,5	58,3	58,2	12,5	4,2	47,4
<i>Soft Pegs</i>	73,9	50,0	50,0	50,0	58,3	58,3	58,2	12,5	4,2	46,0
Paritat fixa a una divisa	13,1	12,5	12,5	12,5	12,4	12,4	12,4	0,0	0,0	9,5
Paritat fixa a una cistella	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banda Horitzontal	52,2	33,3	33,3	33,3	41,7	41,7	45,8	12,5	4,2	33,0
Crawling Peg	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	0,0	0,0	0,0	2,8
Crawling Band	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
<i>Tightly Managed Float</i>	0,0	0,0	4,2	4,2	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4
Sistemes Flexibles	26,1	45,8	41,6	41,6	33,3	37,5	37,6	83,3	91,7	49,1
<i>Other Managed float</i>	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	8,3	4,2	4,2	0,0	4,2
<i>Lliure Flotació</i>	21,8	41,6	37,4	37,4	29,1	29,2	33,4	79,1	91,7	44,9

Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

¹⁶ En primera instància, l'any 1999, només s'incorporaren 11 dels 15 països de la UE. En quedaren exclosos Dinamarca, Suècia i el Regne Unit acollits a una clàusula d'*opting-out* i Grècia per no complir els criteris de convergència. No és fins l'any 2001 que Grècia adopta l'euro com a moneda pròpia, previ compliment d'aquells criteris.

¹⁷ Si bé és cert que des de la creació de la Unió Econòmica i Monetària a la UE, el tipus de canvi nominal entre els països que adoptaren l'euro com a moneda pròpia va quedar fixat de manera irrevocable, nosaltres considerem, a diferència de Bubula y Ötker-Rober (2002), que la gestió de la política canviària –en relació a la divisa de qualsevol altre país extern a la UEM– ve definida, tal com estableixen els estatuts del Banc Central Europeu, per un sistema de lliure flotació.

Aquest escenari deu anys enrera oferia una imatge lleugerament distinta. Aleshores, els països no vinculats a la zona de l'euro ja usaven sistemes flexibles. Per contra, la majoria de països europeus administraven gestionaven la seva política canviària a partir d'un règim intermedi: el sistema de bandes horitzontals que definia el mecanisme de canvis (*Exchange Rate Mechanism, ERM*) del *Sistema Monetari Europeu (SME)*. A resultes d'això, només els *soft pegs* representaven, l'any 1996, el 58,3 per cent del total d'acords canviaris.

Però el col·lapse d'aquest sistema¹⁸ arran de la sèrie d'atacs especulatius a finals de l'estiu de 1992 va moure als països de la UE a avançar en el procés d'integració econòmica, un procés que va culminar amb la substitució de les bandes del SME per una unió monetària l'any 1999. Alhora, la desconfiança en vers les paritats fixes però ajustables derivades dels atacs especulatius contra el SME, explicaria la renúncia al sistema de bandes en benefici de règims més flexibles a països com Noruega, Suècia i Regne Unit.

D'aquesta manera, es pot afirmar que els règims intermedis pràcticament han desaparegut com a fórmula per a la gestió de la política canviària als països desenvolupats.

2.2.2. *L'evolució dels règims canviaris a les economies emergents*

Malgrat que no existeix una definició àmpliament acceptada sobre el que s'entén per economia emergent, nosaltres considerarem que fa referència, en sentit ampli, al grup compost per un total de 34 països que resulten de la unió de les 27 economies incloses en l'*Índex de Països Emergents* de Morgan Stanley Capital International (MSCI) i de les 17 economies que aplega l'*Índex Plus de Bons dels Mercats Emergents (Emerging Markets Bond Index Plus, EMBI+)* que elabora J.P. Morgan, amb algunes excepcions¹⁹.

La gràfica 3.1 mostra l'evolució a nivell agregat de les tres grans categories de règims canviaris entre 1990 i 2001 per al grup de països emergents atenent a la política canviària instrumentada *de facto* mentre que el quadre 5.1 proporciona aquesta mateixa informació, però de forma més desagregada. Com es pot comprovar, a les economies emergents també s'ha registrat una marcada evolució cap a sistemes més flexibles. Així, a principis de la dècada dels '90 els règims intermedis definien el 77 per cent de la política canviària, un percentatge que va anar en augment fins a situar-se en el 81 per cent l'any 1995.

Per a Frankel (1999) i Fischer (2001), les autoritats econòmiques de les principals economies emergents d'Amèrica Llatina, de l'Est d'Àsia i d'alguns dels països en transició entenien que els

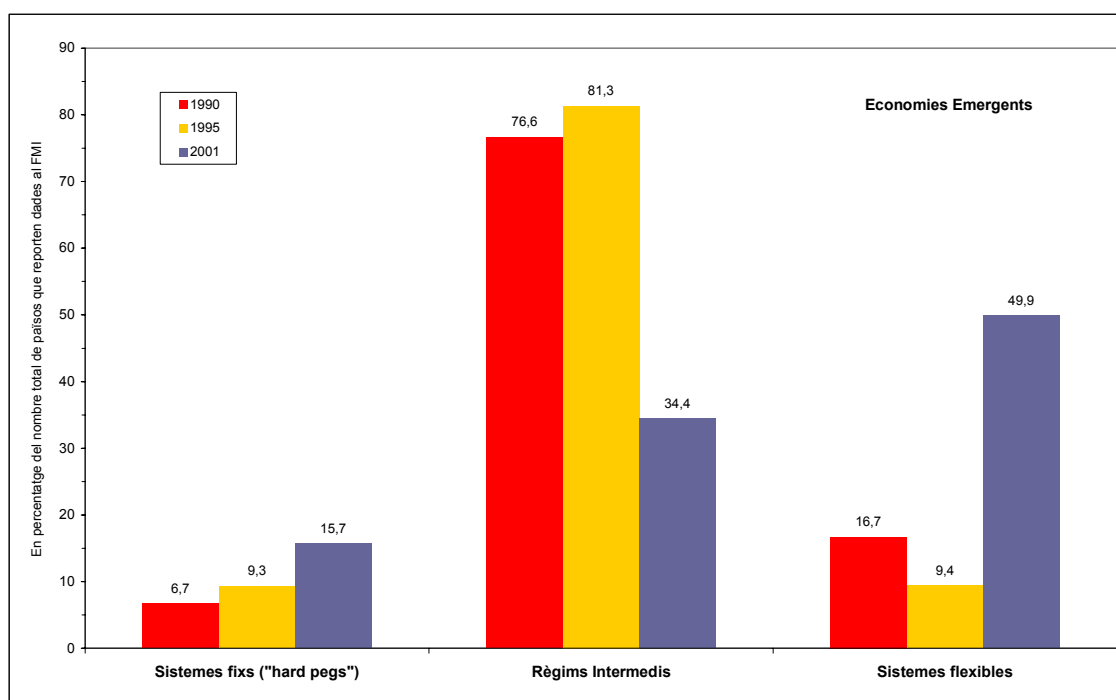
¹⁸ Com assenyala Tugores (1994) el SME va esfondrar-se, entre d'altres raons, perquè els marges que definien les bandes de flotació no van poder absorbir l'alça unilateral dels tipus d'interès d'Alemanya, necessària per poder finançar el procés de reunificació del país.

¹⁹ Grècia la incorporem al grup de Països Desenvolupats tot i que no forma part del grup d'Economies Avançades de cap dels dos Índexs; de la mateixa manera, Singapur i Hong Kong els fem constar al grup d'Economies Emergents mentre els dos Índex els consideren com a Països Desenvolupats. La relació nominal dels 34 països emergents en sentit ampli és la següent: Argentina, Brasil, Bulgària, Colòmbia, Corea del Sud, Egipte, Equador, Filipines, Hong Kong, Hongria, Índia, Indonèsia, Israel, Jordània, Malàisia, Marroc, Mèxic, Nigèria, Pakistan, Panamà, Perú, Polònia, Qatar, República Txeca, Rússia, Singapur, Sri Lanka, Sudàfrica, Tailàndia, Taiwan, Turquia, Veneçuela, Xile, Xina.

sistemes de *crawling pegs* i, en menor mesura, sistemes de flotació intervinguda en els que les autoritats monetàries tenen un compromís implícit o explícit amb una paritat determinada o una zona objectiu determinada (*tightly managed float*) eren un instrument vàlid per conciliar, simultàniament, l'estabilitat de tipus de canvi i una certa discrecionalitat de la política monetària en un context de creixent mobilitat de capitals.

D'aquesta manera, a la primera meitat de la dècada dels '90, el pes específic dels sistemes flexibles va caure en 7 punts percentuals en benefici de règims intermedis. Durant aquest mateix període, els sistemes fíxos estrictes eren poc significatius, entre el 6 i el 9 per cent del total, i es limitaven als *currency boards* d'Argentina i Hong Kong i a la "dolarització" de Panamà.

Gràfica 3.1. Evolució dels diferents règims canviaris a les economies emergents



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

Aquesta tendència es va invertir radicalment a partir de la segona meitat dels anys '90, quan bona part dels règims intermedis dels països emergents amb un important grau d'obertura als mercats de capitals internacionals es van veure afectats per una sèrie d'atacs especulatius. Arran d'aquests episodis, les economies de Mèxic (1994), la República Txeca, Corea del Sud, Indonèsia, Filipines i Tailàndia (1997), Rússia (1998), Brasil i Colòmbia (1999) i Turquia (2001) van deixar flotar la seva moneda després de les crisis, en un intent per recuperar l'autonomia de la política monetària i limitar els fluxs de capitals especulatius al que s'havien mostrat proclius els règims *softs pegs*. Xile (1999) i Polònia (2000) també van deixar flotar la seva moneda, però en un període relativament tranquil, amb la finalitat de poder gestionar la política monetària en termes d'objectius d'inflació (*inflation targeting*). Finalment, Hongria,

Israel i Veneçuela van anar ampliant successivament el ritme de lliscament de les bandes de flotació per dotar d'una creixent flexibilitat al sistema.

Quadre 5.1. Evolució desagregada dels diferents règims canviaris a les economies emergents

<i>En percentatge respecte el nombre total de països</i>	1990	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	<i>Mitjana 1990-01</i>
Sistemes fixs (Hard pegs)	6,7	9,7	9,3	9,3	9,3	12,4	12,4	12,5	15,7	11,0
<i>Dolarització</i>	3,4	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	6,3	3,6
<i>Unió Monetària</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Currency Board</i>	3,3	6,5	6,3	6,3	6,3	9,4	9,4	9,4	9,4	7,4
Règims Intermedis	76,6	64,5	68,8	81,3	78,1	56,3	53,2	40,6	34,4	61,1
<i>Soft Pegs</i>	63,3	51,6	53,2	59,4	62,5	50,0	46,9	34,3	25,0	49,2
Paritat fixa a una divisa	13,3	3,2	9,4	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	9,4	9,7
Paritat fixa a una cistella	20,0	12,9	12,5	9,4	6,3	3,1	3,1	3,1	3,1	8,8
Banda Horitzontal	6,7	6,5	6,3	3,1	6,3	0,0	0,0	0,0	6,3	3,7
Crawling Peg	20,0	16,1	12,5	9,4	9,3	9,4	6,3	3,1	0,0	10,7
Crawling Band	3,3	12,9	12,5	25,0	28,1	25,0	25,0	15,6	6,2	16,3
<i>Tightly Managed Float</i>	13,3	12,9	15,6	21,9	15,6	6,3	6,3	6,3	9,4	11,9
Sistemes Flexibles	16,7	25,8	21,9	9,4	12,6	31,3	34,4	46,9	49,9	27,9
<i>Other Managed float</i>	10,0	22,6	18,8	6,3	6,3	18,8	18,8	18,8	15,6	15,3
<i>Lliure Flotació</i>	6,7	3,2	3,1	3,1	6,3	12,5	15,6	28,1	34,3	12,6

Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

Malgrat aquesta tònica, diversos mercats emergents han adoptat sistemes molt rígids com Argentina (1991) i Bulgària (1997) (*currency boards*) i Equador (2000) (“*dolarització*”), subordinant enterament la política monetària al manteniment del tipus de canvi, amb l’esperança que la major disciplina que imposen aquests sistemes podria augmentar la credibilitat política i convertir les seves divises en monedes menys proclius a sofrir un atac especulatiu.

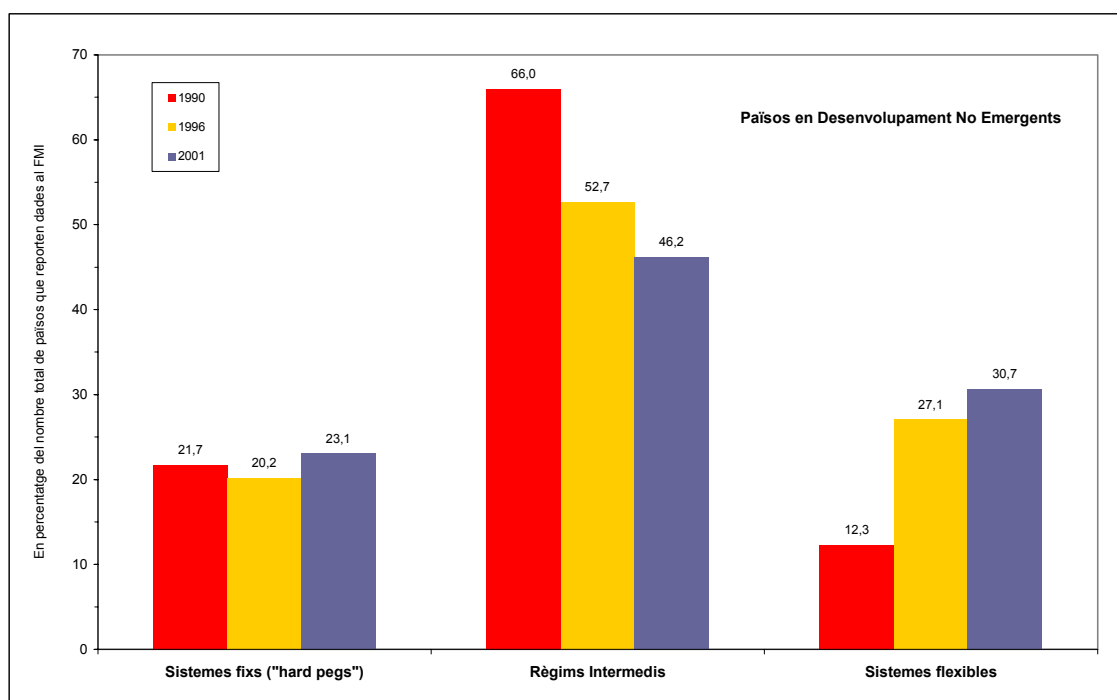
Així, entre 1995 i 2001, el nombre de països emergents amb règims intermedis es va reduir dràsticament en 47 punts percentuals en benefici de sistemes fixs estrictes però sobretot dels sistemes flexibles. Fruit d’aquesta evolució a finals de l’any 2001 els sistemes flexibles constituïen el 50 per cent dels règims canviaris dels països emergents –s’havien multiplicat per 5 des de 1995– mentre que els *hards pegs* representaven ja el 16 per cent del total.

2.2.3. L’evolució dels règims canviaris als països en desenvolupament no emergents

Fins ara la nostra anàlisi s’ha centrat en mostrar la distribució al llarg del temps de les diferents categories de règims canviaris per a un total de 57 països desenvolupats i emergents, que elaboren més de la meitat de la producció mundial. Per tant, d’alguna manera, la relació de països membre del FMI que encara no hem considerat poden ser catalogats com a economies en

desenvolupament no emergents. Aquests més de 130 països són economies de renda baixa, i en molts casos de reduïda dimensió, que no estan excessivament integrades ni en el comerç ni en els mercats de capitals internacionals. La gràfica 4.1 mostra l'evolució a nivell agregat de les tres grans categories de règims canviaris entre 1990 i 2001 per aquest grup de països d'acord amb la política canviària instrumentada *de facto*.

Gràfica 4.1. Evolució dels diferents règims canviaris als països en desenvolupament no emergents



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades elaborada per Bubula i Ötker-Rober (2002)

Novament, la tendència a l'abandonament dels règims intermedis es reproduïx també quan es considera el grup de països en desenvolupament no emergents. Amb tot, la dinàmica observada en aquest cas presenta dues característiques singulars. En primer lloc, la importància relativa dels *hard pegs* ha romàs molt estable entorn al 22 per cent, en termes mitjans. Històricament, això s'explica, perquè un seguit de països petits, sovint territoris colonials, han operat a través de *currency boards*, tot fixant la paritat de la seva moneda a la divisa de l'antiga metròpolis. Així, com s'ha comentat a l'apartat anterior, les illes petites del Carib, els països de reduïda dimensió d'Amèrica Central i algunes illes del Pacífic han vinculat el seu tipus de canvi amb el dòlar dels Estats Units. De la mateixa manera, els països de l'àrea del franc CFA fixaven la paritat de les seves respectives monedes amb el franc francès –i des de l'1 de gener de 1999 amb l'euro–. Lesotho, Namíbia i Swazilàndia han lligat el seu tipus de canvi amb el *rand* de Sudàfrica. Butan i Nepal, per la seva banda, ho han fet amb la *rúpia* hindú, mentre que Brunei Dar es Salaam ha vinculat la seva moneda amb el dòlar de Singapur.

Amb tot, el lleuger increment en l'extensió d'aquests sistemes fixos estrictes que s'observa a partir de 1995 és imputable a dos fets. Per una banda, el desplegament dels *currency board* a les

economies d'Estònia (1992), Lituània (1994) i Bòsnia Herzegovina (1997) a partir de l'experiència de Hong Kong i Argentina, tot vinculant la paritat de les respectives monedes, primer al marc alemany i posteriorment a l'euro; per una altra, la decisió adoptada per les autoritats polítiques de El Salvador i adreçada a “dolaritzar” la seva economia a l'estil de Panamà, Bolívia i Equador.

El segon tret distintiu de la dinàmica observada als països en desenvolupament no emergents és que la renúncia als sistemes *soft pegs* es va traduir en un increment, quasi exclusiu, dels sistemes més flexibles. Així, l'any 1990 el 66 per cent dels països en desenvolupament no emergents gestionaven la seva política canviària a través de règims intermedis; cinc anys més tard el percentatge s'havia reduït a menys del 53 per cent, per acabar situant-se en el 46 per cent. Com il·lustra la gràfica 4.1 aquesta disminució en 20 punts es va traduir en un augment de quasi la mateixa proporció de la importància relativa dels sistemes flexibles, de tal manera que el percentatge de països en desenvolupament no emergents que operaven amb sistemes flexibles va passar del 12 per cent de 1990 a quasi el 31 per cent l'any 2001.

3. La vulnerabilitat dels règims intermedis a les economies emergents

Després d'anys de funcionament efectiu, els *règims intermedis* van acabar esdevenint, a mesura que avançava el procés d'integració dels mercats de capitals durant la dècada dels '90, sistemes inviàbles per als països emergents (Obstfeld i Rogoff, 1995). De fet, els *soft pegs* van ser l'epicentre de la majoria de les crisis canviàries que van afectar les economies de Mèxic (1994), Tailàndia, Filipines, Indonèsia, Malàisia i Corea del Sud (1997), Rússia (1998) i Brasil (1999). En contrast, països que no funcionaven exactament amb aquesta mena de règims van poder salvar amb èxit la inestabilitat dels mercats financers.

L'auge dels règims intermedis, en general, i dels *soft pegs*, en particular, s'explica a partir de la voluntat de les autoritats econòmiques de conciliar, simultàniament, l'estabilitat canviària amb la discrecionalitat de la política monetària. Tanmateix, durant la dècada dels '90, la progressiva integració financera de les economies emergents i la creixent llibertat en la circulació de capitals va convertir aquells règims intermedis en sistemes proclius a sofrir atacs especulatius en posar-se en evidència les incongruències derivades de la “*trinitat inconsistent*”²⁰, quan els països intentaven mantenir estable el tipus de canvi mentre s'usava la política monetària per assolir objectius interns.

²⁰ La noció de la “*trinitat inconsistent*” assenyala que una economia no pot gaudir, simultàniament, d'un sistema de tipus de canvi fix, lliure mobilitat de capitals financers i una política monetària autònoma. Només si es renuncia a algun d'aquests tres objectius es poden obtenir, alhora, els altres dos. De vegades aquesta incongruència pren la forma de “*quartet inconsistent*” quan simultàniament coexisteixen un sistema de tipus de canvi fix, lliure circulació de capitals, obertura comercial i autonomia de la política monetària. Novament en aquest cas, només es poden assolir, simultàniament, tres dels quatre objectius (Tugores, 1994).

3.1. L'ÚS DEL TIPUS DE CANVI COM A ÀNCORA NOMINAL

El principal benefici associat a la utilització del tipus de canvi com a àncora nominal és que contribueix a reduir les expectatives d'inflació. Existeix una àmplia evidència empírica que suggereix que aquests efectes potencialment positius de l'àncora nominal es registren durant els primers episodis del programa de desinflació (Ades, Kiguel i Liviatan, 1993).

Per contra, els principals costos d'aquesta instrumentalització del tipus de canvi es deriven del fet que, en presència d'inèrcia inflacionària, el tipus de canvi real tendeix a apreciar-se. En la mesura que aquesta pèrdua de competitivitat no sigui compensada per millores en la productivitat de l'economia, el cost econòmic, social i polític de l'àncora nominal tendeix a incrementar-se al llarg del temps.

3.1.1. L'estratègia de desinflació competitiva

Eichengreen, Masson et al. (1998) assenyalen que, durant la dècada dels '70 i principis dels '80, la presència d'un seguit de factors interns com l'existència de notables dèficits públics i uns nivells d'inflació creixents unida a la coincidència d'una sèrie de factors externs com la notable volatilitat del tipus de canvi després del col·lapse del Sistema Monetari Internacional, l'alça del preu del petroli de 1973 i de 1979 i la crisi del deute extern a Amèrica Llatina van forçar a les economies en desenvolupament –que després serien designades com a emergents– a vincular el tipus de canvi, de manera més o menys estricta, amb alguna de les principals divises internacionals, especialment el dòlar dels Estats Units, amb la finalitat de dotar-se d'una àncora nominal creïble.

D'aquesta manera, durant els anys '80 els sistemes de tipus de canvi fixos però ajustables van tornar a adquirir relleu entre els cercles polítics i acadèmics, després d'un període de relatiu descrèdit.

Però l'esforç per capturar els beneficis associats al comerç i les finances internacionals va moure als països emergents a permetre la plena convertibilitat de les operacions per compte corrent i a suprimir progressivament els controls que limitaven la lliure circulació de capitals. Per a Mussa et al. (2000) aquest extrem imposava la necessitat de dotar als règims canviaris d'una major flexibilitat. Per això, des de finals dels '80 i començaments de la dècada dels '90, l'intent de compatibilitzar l'estabilitat canviària i el control de la inflació amb una creixent mobilitat de capitals va forçar molts països a abandonar la paritat fixa de la seva moneda unida i adoptar sistemes menys estrictes o *soft pegs*, com les bandes de flotació horitzontals, les bandes mòbils (*crawling bands*) i les paritats mòbils (*crawling pegs*).

En aquest sentit, basant-se en la consistència temporal i altres arguments de política econòmica, economistes com Klein i Marion (1997) consideraven que l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal resulta útil en la implementació dels programes d'estabilització en països amb un historial d'elevada inflació i importants dèficits fiscals com Argentina, Brasil, Mèxic i Xile o en països sense referències d'una política anti-inflacionista creïble com en el cas de Rússia. En aquestes economies, la definició de la política monetària en termes d'un objectiu directe d'inflació –*inflation targeting*– no era possible²¹ perquè els mercats de capitals eren incomplets i les finances s'estableixen en horitzons temporals de curt termini. Aquesta circumstància introduïa la necessitat peremptòria d'haver d'escollir el tipus de canvi com a àncora nominal externa de la política monetària, doncs constituïa una referència clara per a la instrumentació de l'estratègia desinflacionista.

L'experiència de molts d'aquests països emergents demostra que les paritats “*fixades*” han estat sovint fonamentals en la ruptura de les espirals inflacionistes²² perquè contribuïen a abaixar les expectatives d'inflació de l'economia, alhora que imposaven un sostre al creixement dels preus dels béns comercials.

En el cas de la majoria de països de l'Est d'Àsia, l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal a més de promoure l'estabilitat externa, perseguia mantenir la paritat de la seva moneda lleugerament infravalorada per així afavorir el creixement de les exportacions (Banc Mundial, 1993). En la mesura que els Estats Units eren el principal mercat d'exportació per als productes d'Àsia, les diferents monedes estaven normalment vinculades *de iure* o *de facto* al dòlar dels Estats Units.

3.1.2. La tendència a la sobrevaloració de la moneda nacional

Malgrat tot, un problema recurrent dels programes d'estabilització basats en l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal –i que mai no és plenament anticipat– és que la inflació tendeix a presentar un grau d'inèrcia considerable. És a dir, a la majoria de casos els preus interiors així com els salaris continuaran augmentant just després que el tipus de canvi nominal hagi estat fixat²³. En conseqüència, la convergència del nivell de preus nacional amb el nivell de preus del país al qual s'ha vinculat el tipus de canvi mai no serà immediata i aleshores, el règim de tipus

²¹ Això s'explica perquè el banc central no pot usar les operacions de mercat obert per gestionar de manera efectiva la base monetària de l'economia. A més, els ajustos continuats dels tipus d'interès a curt termini per controlar la inflació poden resultar molt perjudicials per a l'economia (inoperativitat de la regla de Taylor), doncs increments dels tipus d'interès a curt termini comportarien, molt possiblement, la fallida de moltes institucions financeres quan les empreses presenten passius amb un venciment a curt termini i actius líquids a llarg termini.

²² L'experiència dels programes d'estabilització econòmica basats en el tipus de canvi es revisa al capítol 6 del FMI (1996).

²³ Edwards (1996a) usant informació relativa als programes d'estabilització basats en el tipus de canvi a Xile (1977-1982) i a Mèxic (1988-1994) troba que la inflació persisteix després d'haver fixat el tipus de canvi. L'autor atribueix aquests resultats a dos factors principals: la baixa credibilitat associada al programa implementat i, particularment en el cas de Xile, a les clàusules de revisió salarial que indexen els salaris a la inflació passada.

de canvi fix afavorirà l'apreciació del tipus de canvi real²⁴ i la disminució de la competitivitat de les exportacions. Per a Edwards (2000) l'aposta a Rússia i a Brasil per un sistema de tipus de canvi fix era encara més arriscada, doncs en aquests països els desequilibris fiscals pressupostaris de l'Estat eren molt importants²⁵.

Una dificultat addicional associada a la utilització de l'àncora nominal en els programes d'estabilització és que limita el paper del tipus de canvi com a mecanisme d'ajust a pertorbacions externes de caràcter negatiu –com per exemple la caiguda de la relació real d'intercanvi o una disminució del flux d'entrades de capitals– i obliga, per tant, a instrumentar polítiques de demanda restrictives que alenteixen l'activitat econòmica i eleven la taxa d'atur. De fet, per a Sachs, Tornell i Velasco (1995) és difícil trobar casos d'un sistema de tipus de canvi fix, on els governs hagin dut a terme “*voluntàriament*” el necessari procés d'ajust perquè la sobrevaloració de la moneda nacional, causada per l'àncora nominal, augmenta ostensiblement els costos econòmics i socials associades a aquelles mesures. Per això, molt sovint, les autoritats econòmiques tendeixen a ajornar les polítiques contractives, i aquest extrem augmenta el grau de vulnerabilitat de l'economia a un atac especulatiu contra el tipus de canvi de la moneda nacional.

Dornbusch (1993c) sintetitza els perills de l'ús d'àncores nominals en la seva anàlisi de la crisi mexicana: “*les estabilitzacions basades en el tipus de canvi segueixen tres fases: la primera és molt útil... perquè ...ajuda a encaminar l'estabilització... A la segona fase l'apreciació real comença a fer-se evident, i així es reconeix, però resulta inconvenient fer alguna cosa... Finalment, a la tercera fase, és massa tard per fer alguna cosa. L'apreciació real és de tal magnitud que requereix una devaluació molt important. Però els polítics no la permeten. Es perd encara més temps, i aleshores les males notícies es van succeint fins que s'acaba produint el col·lapse*”.

Després de la crisi del peso mexicà de 1994, la idea que la majoria d'àncores nominals poden desencadenar una sobrevaluació de la paritat de la moneda nacional va moure a molts analistes, acadèmics i institucions multilaterals a revisar les seves posicions sobre els règims intermedis, i a qüestionar obertament les bondats dels *softs pegs* al considerar-los sistemes molt proclius als atacs especulatius. Des d'aleshores, tal com s'ha descrit anteriorment, la proporció de països emergents amb règims intermedis es va anar reduint, amb el pas del temps, en benefici de sistemes més flexibles.

²⁴ Sachs, Tornell i Velasco (1996a) destaquen que durant el període 1990-94 el peso mexicà estava sobrevalorat en un 29 per cent en termes mitjans. Segons Goldman-Sachs a finals de 1998 el real brasiler presentava una sobrevaluació del 14 per cent. I tot i que les institucions financeres no encertaven a estimar el grau de desviació del ruble rus, tanmateix durant la primera meitat de 1997 existia el sentiment generalitzat que la divisa russa estava sobrevaluada.

²⁵ Així per exemple, durant els tres anys anteriors a la crisi a Rússia el dèficit públic representava un 7 per cent del PIB. A més la manca d'una comptabilitat rigorosa dels processos de privatització i la sensació de l'existència d'una corrupció generalitzada feia els inversors especialment susceptibles. A Brasil, les autoritats econòmiques van ser incapaces, malgrat els esforços realitzats, de controlar la seva despesa i a finals de 1998 el país havia acumulat un dèficit fiscal a nivell federal que excedia el 8 per cent del PIB.

Malgrat aquesta tendència, a mitjans dels '90 molts dels països de l'Est d'Àsia continuaven fixant el seu tipus de canvi respecte el dòlar. En aquest sentit, la importància dels règims canviaris en la promoció de les exportacions podria explicar les reticències dels països asiàtics a abandonar les paritats "fixades" a mitjans dels anys '90, un moment que a criteri de Eichengreen, Masson et al. (1998) hauria estat ideal per abandonar de manera ordenada aquell sistema de paritats "fixades".

De fet, per al Banc Mundial (1998a), la credibilitat de la política canviària dels països asiàtics es va veure afectada negativament arran del canvi extraordinari en la composició de les exportacions de les economies de mercat de l'Est d'Àsia²⁶ durant la dècada dels '90.

Així, en incrementar-se notablement la proporció de productes amb elevat contingut tecnològic adreçats a mercats molt competitius dominats pels productes japonesos, les economies asiàtiques van tornar-se molt més sensibles a les fluctuacions de la cotització dòlar / ien. Aquest extrem va convertir el fixament de les paritats de les distintes divises en relació al dòlar en una política cada cop més inapropiada. Si bé és cert que aquests règims van operar relativament bé mentre el dòlar nord-americà s'anava depreciant als mercats de divises entre 1990 i 1994, també ho és que la vinculació del tipus de canvi va esdevenir una font creixent d'inestabilitat a partir de 1995 quan el dòlar va invertir la seva tendència. En la mesura que la paritat de les monedes asiàtiques estava vinculada *de iure* o *de facto* al dòlar, l'apreciació de la divisa nord-americana provocava una revaluació automàtica d'aquelles monedes respecte el ien²⁷. A més a les economies emergents de l'Est d'Àsia, després d'anys d'estabilitat canviària, es va anar conformant la sensació que el tipus de canvi mai no canviaria. Per a Ito (1999) aquesta expectativa tendia a limitar la percepció del risc canviari i en conseqüència incentivava l'endeutament excessiu en moneda estrangera a curt termini. La combinació d'aquests elements va contribuir a augmentar la vulnerabilitat d'aquestes economies a un atac especulatiu que es va acabar materialitzant a finals de 1997. El col·lapse dels sistemes canviaris i la depreciació que se'n va derivar va causar una restricció de liquiditat molt severa que va acabar precipitant la insolvència de les empreses financeres i no financeres més palanquejades en moneda estrangera.

²⁶ Per a més informació veure capítols 9 i 10 d'aquesta tesi doctoral.

²⁷ Sachs, Tornell i Velasco (1996b) també han destacat que si bé entre els països de l'Est d'Àsia existia la síndrome de la sobrevaluació, a principis de 1994 les diferents economies presentaven situacions molt diverses: Filipines i Corea del Sud estaven experimentant una sobrevaluació, Malàisia i Indonèsia tenien un tipus de canvi infravalorat i el *bahat* de Tailàndia es trobava en equilibri. Tanmateix Chinn (1998) mostra que durant el primer trimestre de 1997 Indonèsia, Malàisia i Tailàndia tenien tipus de canvi sobrevaluats mentre que les monedes de Corea del Sud i Filipines estaven infravalorades.

3.2. ESTRATÈGIES DE SORTIDA ÒPTIMES

Donats els beneficis i costos que entranya l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal, Sachs, Tornell i Velasco (1995) i Goldstein (1998) argumenten que en països amb problemes d'inflació, resulta convenient abandonar el sistema de tipus de canvi fix després d'un període inicial de desinflació en benefici d'un règim canviari més flexible. En particular, Dornbusch (1993b) al referir-se a la crisi de mexicana de 1994 afirmava "*crawl now or crash later*" o Bruno i Easterly (1995), a partir de la seva experiència com a gestors de política econòmica a Israel, recomanen evitar la sobrevaloració substituint el sistema fix per un de "*crawling band*" perquè "*l'opció del tipus de canvi com a àncora nominal només resulta en la fase inicial d'estabilització*".

Tot i que l'evidència empírica ha demostrat que les paritats "*fixades*" –*pegs*–, en ares d'una major estabilitat de preus o com a instrument de promoció de les exportacions, acaben esdevenint en última instància insostenibles, no existeix una norma clara per determinar el moment en què el règim canviari ha de dotar-se d'una major flexibilitat. En absència d'un criteri clar per identificar un tipus de canvi sobrevalorat²⁸, l'estratègia de sortida d'una paritat fixa és discrecional i depèn del criteri de les autoritats econòmiques. Però en qualsevol cas, ajornar la sortida pot infligir a l'economia seriosos costos (mai no és un bon moment per abandonar el sistema), en termes de bancarrotes, alentiment de l'activitat econòmica i en alguns casos, el col·lapse del sistema bancari (Kaminsky i Reinhart, 1999).

En aquest sentit, l'any 1998 el FMI publicava un llarg estudi elaborat per Eichengreen, Masson et al. (1998) sobre "*estratègies de sortida*" on s'establien les condicions requerides per un abandonament no traumàtic d'un sistema de tipus de canvi quasi fix. Les principals conclusions d'aquest document eren que a) en la majoria d'economies emergents podrien beneficiar-se d'una major flexibilitat del seu tipus de canvi; b) la probabilitat d'èxit d'una estratègia de sortida augmenta si el règim de tipus de canvi fix s'abandona en un escenari en què les entrades de capitals són importants i, sempre i quan, aquesta renúncia no estigui associada amb una crisi i una gran devaluació²⁹; i c) els països han de reforçar la seva política fiscal i monetària abans d'abandonar la paritat fixada, així com arbitrar mesures per evitar la sobreerreacció –*overshooting*– del tipus de canvi.

²⁸ En principi, s'entén que una paritat està sobrevalorada quan el tipus de canvi de mercat és inferior al d'equilibri. A la pràctica és difícil identificar amb precisió els tipus de canvi d'equilibri i, per tant, usar-los com a referència a l'hora de decidir el moment en què s'ha d'abandonar el "*fixament*" del tipus de canvi de la moneda nacional. Un altre símptoma de l'existència d'una moneda sobrevalorada és la presència de dèficits recurrents al compte corrent de la balança de pagaments. Amb tot, de vegades es vinculen els dèficits recurrents del compte corrent a una situació d'expansió de la inversió nacional associada a un període de creixement que no pot ser finançat amb l'estalvi nacional i obliga a endeutar-se amb l'exterior.

Un altre indicador alternatiu de la sobrevaloració és la disminució continuada de la dotació de reserves internacionals. Però, novament, una paritat sobrevalorada no comporta necessàriament una disminució de reserves quan les entrades de capitals procedents de l'exterior superen les necessitats de finançament extern.

²⁹ Xile i Polònia constitueixen dos exemples de transició exitosa vers un sistema de tipus de canvi més flexible a finals de la dècada dels '90.

Sigui com sigui, l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal en els processos de desinflació ha de tenir molt present que la paritat “*fixada*” és només un instrument temporal i no un fi en si mateix. Per això, pot resultar útil dissenyar una estratègia de sortida explícita i coherent que estableixi les condicions per al canvi del sistema i la naturalesa de les polítiques que substituïran el règim actual. En aquest sentit, durant el període en què el tipus de canvi es quasi fix les autoritats econòmiques haurien de desenvolupar l'estructura institucional necessària per controlar la inflació una vegada hagi desaparegut l'àncora nominal. Això precisa dotar d'independència el banc central per gestionar la seva política en defensa de l'estabilitat monetària³⁰, la millora de la transparència en la difusió de la informació, el sanejament de les finances públiques per reduir el risc de monetització i introduir els mecanismes necessaris que facilitin el control del sistema financer, dels agregats monetaris i dels tipus d'interès.

3.3. RÈGIMS DE TIPUS DE CANVI PER A LES ECONOMIES EMERGENTS: LA TENDÈNCIA A LA BIPOLARITZACIÓ

La qüestió sobre l'elecció del règim canviari òptim per a les economies emergents ha tornat a adquirir rellevància arran de les crisis viscudes a Amèrica Llatina i l'Est d'Àsia, durant la segona meitat de la dècada dels '90. A diferència dels anys '70 on la polèmica girava entorn la conveniència dels sistemes de tipus de canvi fix o flexibles, el debat actual se centra en la distinció entre règims intermedis i règims extrems.

Com assenyalava Mishkin (1998), en la mesura que les crisis canviàries han afectat les economies emergents que operaven amb “*règims intermedis*”, durant els darrers anys aquests sistemes han perdut credibilitat i s'ha produït una creixent suport en benefici d'una “*visió bipolar*” o *two corners approach*³¹.

Segons aquest enfocament les paritats ajustables o els tipus de canvi intervinguts són difícils de mantenir quan existeix una elevada mobilitat de capitals. En aquest escenari, la supervivència del règim canviari exigeix que la paritat sigui defensada amb gran determinació o que el tipus de canvi s'ajusti periòdicament en resposta a les forces de mercat (Eichengreen, Masson et al., 1999). Els partidaris d'aquest plantejament consideren que aquestes condicions només poden ser satisfetes per dos règims extrems: els sistemes fixos estrictes com el *currency board* o la “*dolarització*” o, alternativament, per sistemes més flexibles (Calvo, 1999 i 2000). El corollari d'aquesta argumentació és que els països amb un elevat grau d'integració financera haurien d'abandonar els règims intermedis i situar-se en algun d'aquests dos extrems de l'espectre canviari.

³⁰ A moltes economies emergents, a diferència dels països industrialitzats, no existeixen institucions políticament independents a llarg termini. Resulta interessant destacar que en els pocs països emergents on el banc central és independent, la política canviària tendeix a ser executada pel ministre d'economia i finances. Era el cas, per exemple, de Mèxic durant el 1994.

³¹ La “*visió bipolar*” també ha estat anomenada com a *vanishing or missing middle*, *hollowing out of intermediate regimes*” o “*solucions cantonada*”.

Fischer (2001) matisa, a través d'una al·legoria, el sentit de la visió bipolar: “*si al llarg d'una línia recta ubiquéssim la diversitat de tipus de canvi existent de tal manera que a l'extrem esquerra trobéssim els hard pegs i a l'extrem dret se situessin els sistemes de lliure flotació, aleshores la visió bipolar no postula que els règims intermedis hagin de desaparèixer fruit de l'evolució cap a un dels dos extrems, sinó més aviat el que planteja és l'existència d'un tram d'aquesta línia, representat per la varietat de soft pegs, que resulta insostenible*”.

Amb tot, les recomanacions que es deriven de la “*visió bipolar*” són discutibles per parcials, doncs el suport a aquesta posició es basa més aviat en les dificultats que presenten els sistemes de tipus de canvi “*intermedis*” i no tant en els mèrits històrics del dos règims extrems. En aquest sentit, els mercats emergents no presenten massa experiències històriques en termes de lliure flotació del tipus de canvi o immobilitat total del tipus de canvi.

Així, els sistemes de tipus de canvi estrictes poden resultar útils com a instrument d'estabilització ràpida per a economies amb taxes d'inflació molt altes i un historial d'intents estabilitzadors fallits, perquè la paritat o la nova moneda proporciona una àncora externa, creïble, simple i transparent. Però donades les exigències que imposen els sistemes de *currency board* i els règims de “*dolarització*”, la mostra d'economies emergents amb sistemes fixos estrictes no és massa extensa i es limita a les experiències d'Argentina (fins 2001), Hong Kong, Estònia (1992), Lituània (1994) i Bulgària (entre 1997 i 2004) i Bòsnia-Herzegovina (1997) que tenen *currency boards* i el cas de Panamà, Equador³² (2000) i El Salvador (2001) que han estat “*dolaritzats*”.

De la mateixa manera, entre els països emergents, els sistemes de lliure flotació *de facto* són una raresa. Mèxic –des de 1995–, Corea del Sud i Sudàfrica –des de 1997–, Brasil –des de 1999– i Polònia –entre 2000 i 2004– són dels pocs països amb experiència remarcable amb aquesta mena de sistemes. Aquest extrem s'explica per diversos factors. En primer lloc, cal tenir en compte que un dels trets distintius de la majoria de països en desenvolupament emergents és que realitzen la major part de les seves transaccions comercials i financeres en termes de les monedes dels principals països industrialitzats i no tant en termes de les seves pròpies monedes. Aquesta circumstància obliga als diferents països a prestar una gran atenció a l'evolució i al funcionament del sistema econòmic i financer mundial. Alhora, quan aquests països escullen el règim canviari a implementar han de considerar com a donades, les fluctuacions de les divises dels països industrialitzats més importants, i han de tenir present també, que no poden influir amb les seves polítiques en les condicions econòmiques i financeres dels mercats internacionals. Per això, les autoritats intervenen activament als mercats de divises per evitar les fluctuacions

³² Recentment Equador ha endegat un procés de “*dolarització*” i per això la seva avaluació encara resulta prematura. A més, un nombre de petites nacions funcionen històricament amb *currency boards* (veure Hanke i Schuler, 1994).

excessives del tipus de canvi que afecten la inflació, els tipus d'interès o el valor del deute extern.

Potser per això, al nostre entendre, l'auge dels sistemes més flexibles pot esdevenir una tendència conjuntural, a causa de la “*por a la flotació*” (*fear of floating*) i la voluntat de dur a terme una gestió activa de la política canviària³³. En aquest sentit, és molt possible que en els pròxims anys es produeixi una reversió d'aquesta dinàmica en benefici, novament, dels *règims intermedis*, una vegada s'hagi superat la inestabilitat que ha caracteritzat els mercats financers internacionals durant la dècada dels '90.

³³ En aquest sentit, Calvo i Reinhart (2000b) argumenten que el “*fixament*” més o menys estricte de la paritat de la seva moneda per part de moltes de les economies emergents, durant extensos períodes de temps, és imputable a la “*por a la flotació*”. En aquest sentit, les autoritats econòmiques es mostrarien reticents a tolerar àmplies fluctuacions del seu tipus de canvi, perquè a les economies emergents, les devaluacions acostumen a associar-se a recessions econòmiques i inflació.

C. *Conclusions*

Des de finals de la dècada dels '70 i els primers anys '80, les economies emergents definien la seva política canviària a través de sistemes de tipus de canvi fixos però ajustables, uns règims que proporcionaven una àncora nominal clara i transparent per gestionar el compromís de la política monetària amb l'estabilitat de preus. Però durant la segona meitat dels '80 i començaments de la dècada dels '90, l'esforç per capturar els beneficis associats al comerç i les finances internacionals va moure els països emergents a permetre la plena convertibilitat de les operacions per compte corrent i a suprimir progressivament els controls que limitaven la lliure circulació de capitals. L'intent de compatibilitzar l'estabilitat canviària i el control de la inflació amb una creixent mobilitat de capitals exigia una major flexibilitat als règims canviaris, per la qual cosa molts països emergents van abandonar la paritat fixa de la seva moneda en benefici de sistemes menys estrictes com les bandes de flotació horitzontals, les *crawling bands* o les *crawling pegs*.

En un principi, l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal va ser útil en la implementació dels programes d'estabilització a països amb un historial d'elevada inflació, especialment a Amèrica Llatina, o sense referències d'una política anti-inflacionista creïble, com Rússia. En el cas de les economies de l'Est d'Àsia, la voluntat de fixar el tipus de canvi, a més d'ajudar a promoure l'estabilitat externa, perseguia mantenir la paritat lleugerament infravalorada, per així afavorir el creixement de les exportacions, un aspecte clau en la seva estratègia de desenvolupament.

L'experiència d'aquests països emergents demostra que els sistemes de paritats "*fixades*" van ser, sovint, un element fonamental en la ruptura de les espirals inflacionistes.

Per a partir de la segona meitat dels anys '90 i després d'anys de funcionament efectiu, la progressiva integració financera de les economies emergents va convertir als "*règims intermedis*" en sistemes proclius a sofrir atacs especulatius perquè l'intent de compatibilitzar, simultàniament, l'estabilitat del tipus de canvi, una certa discrecionalitat de la política monetària i una creixent mobilitat de capitals es revelaren objectius mútuament incompatibles.

Així, la crisi mexicana de 1994 i la de l'Est d'Àsia de 1997 posaren de manifest que el fixament, formal o informal, del tipus de canvi esdevé una pràctica molt perniciosa per al funcionament de l'economia, en un context de gran afluència de capitals estrangers. En aquest escenari, el règim de tipus de canvi fix afavorirà la sobrevaloració de la moneda nacional, la disminució de la competitivitat de les exportacions i l'endeutament excessiu en moneda estrangera.

De fet, els *soft pegs* van ser l'epicentre de la majoria de les crisis canviàries que van afectar a les economies emergents entre 1994 i 1999. Aquests diferents episodis de crisis canviàries han obligat als economistes a reelaborar les seves posicions sobre les polítiques de tipus de canvi

necessàries per a les economies emergents. La visió que ha anat imposant-se entre els experts – coneguda com a *two-corners approach*– estableix que per tal d’evitar els episodis recurrents de crisis canviàries, la majoria de països emergents haurien d’abandonar els *règims intermedis* en benefici de sistemes més extrems.

L’evolució de les diferents tipologies de sistemes de tipus de canvi durant la segona meitat de la dècada dels ’90 avalaria aquesta hipòtesi, doncs la proporció de països emergents que gestionen la seva política canviària a través d’un *règim intermedi* s’ha anat amb el pas del temps a favor de sistemes flexibles o sistemes fixos estrictes –*hard pegs*–, com a mecanisme per facilitar la gestió de la política monetària i canviària, en un context de creixent integració dels països emergents als mercats financers internacionals. Per això, al nostre entendre, seria més acurat parlar d’una tendència a la “*polarització*” y menys de “*bipolarització*”. De la mateixa manera, una anàlisi detallada revela que aquesta tendència tampoc ha estat uniforme entre les diferents categories de *sistemes intermedis*.

Finalment, les recomanacions que es deriven de la “*visió bipolar*” són discutibles per parcials, doncs el recolzament a aquesta posició es basa més aviat en les dificultats que presenten els sistemes de tipus de canvi “*intermedi*” y, no tant, en els mèrits històrics dels dos règims extrems. En aquest sentit, els mercats emergents no presenten massa experiències històriques en termes de lliure flotació del tipus de canvi o immobilitat total del tipus de canvi. D’aquesta manera, l’auge dels sistemes més flexibles pot esdevenir una tendència conjuntural, a causa de la “*por a la flotació*” (*fear of floating*) i la voluntat de dur a terme una gestió activa de la política canviària. En aquest sentit, és molt possible que durant els pròxims anys es produeixi una reversió d’aquesta dinàmica en benefici, novament, dels *règims intermedis*, un cop s’hagi superat la inestabilitat que ha caracteritzat els mercats financers internacionals durant la dècada dels ’90.