Simón Sosvilla Rivero*

María del Carmen Ramos Herrera**

REGÍMENES CAMBIARIOS EN LOS PAÍSES DE LA EUROPA CENTRAL, ORIENTAL Y MEDITERRÁNEA

En este trabajo se analizan los regímenes cambiarios de los países de la Europa central, oriental y mediterránea (PECOM) que se han ido incorporando paulatinamente a la Unión Europea o son candidatos potenciales a la adhesión. Tras examinar la elección a la que se enfrentan los países respecto a los regímenes cambiarios y analizar los regímenes legalmente existentes en los PECOM en el momento de su acceso a la UE, se presenta el diseño institucional del camino de los nuevos socios europeos hacia el euro y se estudia la posible divergencia entre regímenes cambiarios *de iure* y *de facto* en los PECOM.

Palabras clave: regímenes cambiarios, bandas implícitas de fluctuación, países de la Europa central, oriental y mediterránea.

Clasificación JEL: F31, E33.

1. Introducción

El 1 de mayo de 2004 diez países de la Europa central, oriental y mediterránea (PECOM) (Chequia, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta y Polonia) se incorporaron a la Unión Europea (UE), dentro de una nueva etapa de ampliación continental. El 1 de enero de 2007 Bulgaria y Rumanía ingresaron en la UE, mientras que el 1 de julio de 2013 se incorporó Croacia, elevando a 28 el número de Estados miembros. Por otra parte, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Islandia, Montenegro, Serbia y Turquía son actualmente candidatos a la adhesión a la UE, mientras que Albania, Bosnia y Herzegovina y el territorio de Kosovo (bajo administración

interina de la Organización de las Naciones Unidas) son candidatos potenciales.

Así pues, desde 2004 se viene registrando una paulatina ampliación de la UE hacia los PECOM, promoviendo la integración europea por medio de políticas comunes que abarcan distintos ámbitos de actuación, por cuanto la incorporación conlleva la existencia de una economía de mercado viable y la presencia de instituciones capaces de respaldar las obligaciones de adhesión, incluidas la estabilidad macroeconómica y financiera necesarias para fomentar la convergencia económica sostenible en el seno de la UE.

La entrada en la UE implica la inmediata candidatura a la Unión Económica y Monetaria (UEM) ya que, en contraste con Dinamarca o el Reino Unido, que poseen un régimen jurídico especial, el resto de países no tienen la posibilidad de suspender su incorporación al euro si así lo estimaran oportuno, por lo que, una vez iniciado el proceso hacia el euro, se convierte en un camino sin ▷

* Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid.

** Universidad Complutense de Madrid.

Los autores agradecen la financiación recibida del Ministerio de Ciencia e Innovación (ECO2011-23189).

Versión de enero de 2015.

retorno. La UEM, al combinar un mercado único con una moneda y una política monetaria comunes, implica una profundización de la integración económica entre los países participantes y lleva aparejada la coordinación de las políticas económicas de sus Estados miembros.

Desde su incorporación a la UE, se requiere a los nuevos Estados miembros que consideren su política cambiaria como una cuestión de interés común, y que el objetivo primordial de su política monetaria sea la estabilidad de precios.

Este trabajo analiza los regímenes cambiarios de los PECOM, dado que éstos constituyen una herramienta clave tanto para lograr la estabilidad macroeconómica y financiera que requiere la pertenencia a la UE, como para promover la coordinación de las políticas económicas que implica la UEM.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera: en el apartado 2 se examina la elección de los regímenes cambiarios y se presentan los regímenes existentes en los PECOM en el momento de su incorporación a la UE; el apartado 3 se dedica al diseño institucional del camino de los nuevos socios europeos hacia el euro; en el apartado 4 se analiza la posible divergencia entre regímenes cambiarios *de iure* y *de facto* en los PECOM. Por último, el apartado 5 recoge algunas consideraciones finales.

2. La elección de los regímenes cambiarios

Una de las principales cuestiones, especialmente controvertida y sin resolver dentro del contexto de la economía internacional, es la elección del régimen cambiario óptimo. Del modelo Mundell-Fleming se deduce la denominada trinidad imposible (Gómez-Puig, 2006). Este concepto hace referencia a la imposibilidad de mantener simultáneamente las siguientes opciones: tipos de cambio fijos, autonomía monetaria y mercados de capitales abiertos, dando lugar a la visión bipolar. Este trilema concluye que,

dada una alta movilidad de capitales y por consiguiente estar más expuesto a los mercados financieros, sólo son viables las soluciones esquina, es decir, los regímenes de paridad inamovible (dolarización o eurización, uniones monetarias y cajas de conversión) y los regímenes de libre flotación.

Cuando un país se enfrenta a la decisión sobre cuál es el régimen óptimo que ha de adoptar, será necesario tener presente las ventajas e inconvenientes de cada una de las categorías disponibles (Bajo Rubio y Sosvilla Rivero, 1993). En un régimen de tipos de cambios fijos, la autoridad monetaria se compromete a defender el tipo de cambio ya sea manteniendo su paridad central o bien asegurándose de que su trayectoria se encuentre dentro de unas bandas de fluctuación. Como consecuencia de dicho compromiso, se produce una caída en las expectativas de inflación debido a la reducción en su volatilidad, lo que repercutirá en la determinación de los precios y salarios, consiguiendo obtener finalmente unas tasas de inflación más reducidas (Dornbusch, 2001 y De Grauwe y Schnabl, 2004, entre otros). Por otra parte, al generar una reducción en los costes de transacción, un régimen de tipos de cambios fijos promueve el comercio y la inversión (entre otros, Rose y van Wincoop, 2001 y Dell'Ariccia, 1999).

Por su parte, la ventaja comparativa que presenta el régimen de flotación libre frente al sistema de tipos de cambios fijos viene dada por la autonomía monetaria de la que se dispone para ser capaz de afrontar cualquier perturbación económica desfavorable que pueda presentarse. Dicho de otra manera, ante una recesión, el banco central puede intervenir, ya sea expandiendo la oferta monetaria o bien depreciando la moneda, para ganar competitividad frente al exterior. Todo ello permitiría aislar a la economía nacional de los efectos de las perturbaciones exteriores vía variaciones en el tipo de cambio (Bajo Rubio, 2002). Por el contrario, en un contexto caracterizado por presentar sistemas de cambio fijos es necesario esperar a que sean los propios mecanismos ▷

automáticos los que se encarguen de la tarea de conducir a la economía a la situación inicial.

Autores como Frankel (1999) afirman que un país que presenta una alta probabilidad de verse envuelto en perturbaciones económicas externas es más probable que adopte un régimen de tipo de cambio flexible, mientras que, si es más propenso a enfrentarse a perturbaciones de carácter interno, seguramente apostará por un régimen cambiario dentro de la gama de los fijos. Una afirmación similar sugiere Mundell (1960 y 1961): en un contexto con un mayor grado de integración entre los países, el régimen de tipos de cambio fijo es más deseable cuando se percibe una perturbación nominal, a diferencia del régimen de flotación que se prefiere ante una perturbación real (como por ejemplo en el comercio).

En el momento de su adhesión a la UE, las monedas de los PECOM exhibían un patrón bastante heterogéneo en cuanto a los movimientos de sus tipos de cambio frente al euro. Esta situación se puede explicar no sólo por el hecho de que la evolución macroeconómica y el grado de éxito en el mantenimiento de la estabilidad eran muy diferentes entre países, sino también a la amplia gama de regímenes cambiarios que se aplicaban en los nuevos Estados miembros. Eslovaquia, Polonia y la República Checa seguían un régimen de tipos de cambios flotantes. Hungría permitía que su moneda fluctuase respecto al euro y Malta frente a la libra esterlina, ambas dentro de unas bandas del ± 15 por 100. Eslovenia presentaba un tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) en el que la paridad central era continuamente depreciada frente al euro. Bulgaria, Estonia y Lituania tenían fijadas rígidamente sus monedas al euro mediante una caja de conversión (*currency board*). Letonia vinculaba su moneda (*fixed peg*) respecto a los derechos especiales de giro del Fondo Monetario Internacional (FMI), mientras que Malta lo hacía con una cesta de monedas donde predominaba el euro, pero que también incluía otras divisas como el dólar estadounidense. Por último, Bulgaria y Croacia seguían una flotación controlada (*managed*

floating) sin relación declarada a ninguna moneda o cesta de monedas. En cuanto a los países candidatos, mientras que Montenegro ha optado por la eurización unilateral (no tiene moneda nacional de curso legal, utilizando el euro), en Serbia se sigue una flotación estrechamente controlada (con el euro como moneda de referencia), mientras que en la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Islandia y Turquía han adoptado objetivos de inflación con tipos de cambio flotantes. La gran variedad de esquemas cambiarios también se observa en las potenciales economías candidatas, presentando regímenes extremos desde la adopción unilateral del euro en Kosovo (la mayor aplicación de sistemas de tipos de cambios fijos) hasta la adopción de tipos de cambio de libre flotación como sucede en Albania. Mientras que en Bosnia y Herzegovina se aplica una caja de conversión cuya moneda de ancla es el euro.

Entre las evaluaciones preliminares de los regímenes cambiarios de los PECOM destacan Gulde, Kähkönen y Keller (2000) que, después de considerar los pros y los contras, consideran que las cajas de conversión pueden servir a estos países en transición durante todo el camino hasta la adopción del euro, si bien señalan que, para preservar la viabilidad de estos acuerdos cambiarios durante todo el proceso, estos países deben mantener una estricta disciplina política y estar preparados para hacer frente a elevadas entradas de capital y a los choques asimétricos. Sin embargo, Corker *et al.* (2000) advierten sobre la posibilidad de ataques especulativos en fechas próximas a la incorporación en la zona del euro. Por su parte, García Solanes y María-Dolores Pedrero (2005) concluyen que la elección óptima depende de las características institucionales y estructurales de cada país, así como de la fuente y naturaleza de las perturbaciones económicas a las que esté expuesto. Khan *et al.* (2013) ofrecen evidencia empírica a favor de la hipótesis de la neutralidad del régimen cambiario sobre la convergencia nominal y real necesaria para la integración en la UE. Señalan que el contexto histórico es clave para que un determinado régimen ▷

monetario sea efectivo. A modo de ejemplo, estos autores señalan que la caja de conversión es apropiada para Estonia porque se ajusta a su marco institucional e ideológico liberal, al igual que la política monetaria discrecional llevada a cabo por Polonia se caracteriza por su buena reputación. Destacan que las diferencias en materia de inflación, crecimiento y sus volatilidades son cada vez menos significativas entre el grupo de países que adoptan una caja de conversión y las economías que prefieren un objetivo de inflación, siendo el principal argumento el propio proceso de ampliación de la UE debido a la convergencia normativa y legal, así como las expectativas de los agentes económicos sobre la futura incorporación de nuevos Estados miembros. Bauer y Herz (2005) señalan que la mayor parte de los PECOM gozaban de una alta credibilidad en sus políticas cambiarias, si bien deberían redoblar esfuerzos para estabilizar sus monedas respecto al euro.

Frieden *et al.* (2010) no descartan los factores puramente económicos como la naturaleza de las perturbaciones, el nivel de apertura comercial o los objetivos de tasas de inflación como principales determinantes de la elección del sistema cambiario; sin embargo ponen de manifiesto que las transiciones de un régimen a otro dependen en gran medida de las preferencias y posiciones políticas. Estos autores afirman que los agentes económicos que se encuentran más expuestos internacionalmente se posicionan a favor de sistemas de tipos de cambios más rígidos, mientras que los productores comerciales prefieren adoptar una política cambiaria más flexible con la finalidad de poseer capacidad de maniobra para poder competir con sus potenciales competidores. Tras analizar veintiún países en transición de la Europa central y oriental, y en contra de la visión convencional, obtienen que cuanto mayor sean las transacciones comerciales con Alemania y con las economías de la zona del euro menor será la probabilidad de que los países de transición adopten un régimen cambiario fijo. Al igual que la autoridad monetaria seleccionará este sistema

cuanto mayor sea el nivel de democracia que exista en el país a diferencia de lo que predice la literatura. Por su parte Maurel (2004) afirma que la elección de la política cambiaria no se encuentra correlacionada con los fundamentos y asegura que los costes potenciales de abandonar la independencia de la política monetaria para formar parte de la zona del euro han sido sobrevalorados. En concreto, tras una fuerte integración financiera el coste de oportunidad asociado a renunciar a la política monetaria, para actuar ante perturbaciones específicas del país, disminuiría tanto que los potenciales costes de adoptar un sistema de tipos de cambio fijos dejarían de ser significativos. Precisamente tras analizar una gran variedad de PECOM investigando la hipótesis de Feldstein y Horioka (1980) de perfecta movilidad de capitales, la evidencia empírica presentada por esta autora sugiere que el aumento de la movilidad del capital ha ido acompañado de un avance hacia regímenes cambiarios fijos. Por último, Bénassy-Quéré y Coeuré (2000) aseguran que el objetivo a largo plazo de la unión monetaria es posible siempre y cuando la tendencia hacia unos regímenes intermedios observada en estos países venga acompañada de una política económica basada en la cooperación y coordinación.

3. El camino de los nuevos socios europeos hacia el euro

Con la puesta en marcha de la UEM el 1 de enero de 1999, se estableció el Mecanismo de Cambios e Intervención II (MCI-II) que constituye un acuerdo multilateral de tipos de cambio fijos, aunque ajustables, con un tipo central y un margen normal de fluctuación de ± 15 por 100¹. Las decisiones relativas a los tipos centrales y a los márgenes ▷

¹ Según el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN, 2000) los tres sistemas cambiarios inconsistentes con el MCI-II son los siguientes: cualquier esquema cambiario que no disponga de una paridad central de mutuo acuerdo con el euro, tipos de cambios deslizados y los sistemas fijos cuya moneda de ancla no sea el euro central nacional.

CUADRO 1
PARIDADES CENTRALES EN EL MCI-II

Fecha	Moneda	Límite superior	Paridad central	Límite inferior
Desde 1-1-99	Corona danesa (DKK)	7,62824	7,46038	7,29252
Desde 28-6-04 a 31-12-10	Corona estonia (EEK)	17,9936	15,6466	13,2996
Desde 28-6-04 a 31-12-14	Litas lituano (LTL)	3,97072	3,4528	2,93488
Desde 2-5-05	Lats letón (LVL)	0,808225	0,702804	0,597383
Desde 2-5-05 a 31-12-07	Libra chipriota (CYP)	0,673065	0,585274	0,497483
Desde 2-5-05 a 31-12-07	Lira maltesa (MTL)	0,493695	0,429300	0,364905
Desde 28-11-05 a 16-3-07	Corona eslovaca (SKK)	44,2233	38,4550	32,6868
Desde 19-3-07 a 28-5-08	Corona eslovaca (SKK)	40,7588	35,4424	30,1260
Desde 29-5-08 a 21-12-08	Corona eslovaca (SKK)	34,6449	30,1260	25,6071
Desde 28-6-04 a 31-12-06	Tolar esloveno (SIT)	275,586	239,640	203,694
Desde 1-1-99 a 15-1-00	Dracma griega (GRD)	406,075	353,109	300,143
Desde 17-1-00 a 31-12-00	Dracma griega (GRD)	391,863	340,750	289,638

Nota: moneda nacional por 1 euro (EUR).

Fuente: elaboración propia a partir de notas de prensa del BCE.

de fluctuación se toman de común acuerdo entre los ministros de la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) y los gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de los países implicados.

Numerosos trabajos teóricos han tratado de explicar el comportamiento de los tipos de cambio en un acuerdo institucional como el establecido por el MCI-II, dando lugar a los modelos de zonas objetivo (Krugman, 1991; Svensson, 1992; Klein y Lewis, 1993; y Kempa y Nelles, 1999). La idea básica es que, mientras sean creíbles, las bandas de fluctuación ejercen notables efectos estabilizadores sobre las expectativas que el mercado forma sobre la evolución futura del tipo de cambio, mientras que, si existen problemas de credibilidad, estas expectativas generarían efectos desestabilizadores cada vez más acusados.

La creación del MCI-II dio la oportunidad a los cuatro países que no adoptaron el euro para ir preparando su plena incorporación: Dinamarca y Grecia optaron por participar desde el principio en este MCI-II, mientras que Suecia y Reino Unido han permanecido fuera de dicho mecanismo. El Cuadro 1 muestra las sucesivas incorporaciones y reajustes registrados en el MCI-II. Como puede observarse, en junio de 2004, la corona estonia, la litas lituana y el tolar esloveno se incorporaron al MCI-II. Posteriormente, en mayo de

2005, la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa también adoptaron los compromisos de dicho mecanismo. Desde su incorporación sus respectivas paridades centrales se han mantenido estables y no han experimentado fluctuaciones severas según los Informes de convergencia de la Comisión Europea. Por último, la corona eslovaca se incorporó al MCI-II en noviembre de 2005. En marzo de 2007 se produjo el primer realineamiento del MCI-II, al revaluarse la paridad central de la corona eslovaca en un 8,5 por 100. El segundo realineamiento para esta misma moneda tuvo lugar el 29 de mayo de 2008, con una revaluación del 17,65 por 100 de la paridad central. En ambos casos, los realineamientos fueron el reflejo de unos fundamentos económicos sólidos. El primer y único realineamiento detectado en el MCI-II por la economía griega fue en enero de 2000 al devaluarse su paridad central desde 353,109 dracmas griegos/euro hasta 340,750 dracmas griegos/euro.

Los tratados rectores de la UE establecen un período transitorio obligatorio de dos años de pertenencia al MCI-II para aquellos Estados miembros que quieran incorporarse a la moneda única, transcurridos los cuales se evalúa su convergencia respecto a la zona del euro sobre la base de los mismos criterios que se utilizaron en su día para la incorporación de los países fundadores ▷

(los famosos requisitos de Maastricht)². De hecho Grecia en 2001, Eslovenia en 2007 y Chipre y Malta en 2008, tras permanecer dos años en el MCI-II y superar los requisitos de Maastricht, accedieron a la UEM. Eslovaquia adoptó el euro en enero de 2009, mientras que en enero de 2011, 2014 y 2015 lo hicieron Estonia, Letonia y Lituania, respectivamente.

De la experiencia del Sistema Monetario Europeo (SME), cuya pieza central era el MCI-I (precursor del MCI-II)³, y que desde marzo de 1979 a diciembre de 1998 facilitó la cooperación financiera y la estabilidad monetaria en la UE, se pueden extraer básicamente tres lecciones importantes que pueden ser de interés para los actuales y potenciales miembros del MCI-II (Ledesma-Rodríguez *et al.*, 2008 y Sosvilla-Rivero y Pérez-Bermejo, 2008). En primer lugar, que un sistema cambiario regional constituye una buena solución siempre y cuando los agentes económicos asignen una alta credibilidad a los compromisos derivados de su participación en este acuerdo cambiario. En segundo lugar, la estabilidad cambiaria no es suficiente por

sí misma para generar mejores perspectivas de crecimiento económico, necesitándose también llevar a cabo políticas macroeconómicas sensatas para resolver los desequilibrios estructurales, liberalizar los mercados de factores y productos y alcanzar la suficiente capitalización productiva y humana, al tiempo que se ha de procurar una comunicación eficaz y transparente con los operadores de forma que aumente la reputación de los responsables de dichas políticas. Por último, un sistema de tipos de cambio fijos sólo puede funcionar adecuadamente como un mecanismo transitorio hacia una plena integración monetaria.

Desde un principio se preveía que los nuevos socios europeos fuesen incorporando sus monedas al MCI-II, dado que desde su nacimiento la divisa común europea ha ido ganando una creciente importancia como moneda de referencia en los sistemas cambiarios de estos países. Asimismo, se esperaba que el MCI-II ejerciera un papel condicionante en el diseño y ejecución de las políticas económicas en los países participantes, ayudando activamente a la estabilización de sus economías (en especial en materia de precios y saneamiento de las cuentas públicas) y al aumento en la reputación de sus Gobiernos.

Sin embargo, se reconocía también la existencia de problemas potenciales derivados de la participación en el MCI-II. Por una parte, en un contexto de flexibilidad limitada de los tipos de cambio y de creciente movilidad de capitales es probable que se registraran episodios de apreciación de las monedas de los nuevos socios como consecuencia de las entradas de capitales (especialmente en forma de inversión extranjera directa). Por otra parte, resultaba crucial tanto el grado de desarrollo de sus sistemas financieros (limitando la manipulación de los tipos de interés como mecanismo defensivo) como los niveles de inflación registrados en estos países, dado que ambos factores podrían presionar al alza los tipos de cambio reales que darían lugar a realineamientos continuados que afectarían negativamente a la credibilidad de los compromisos ▷

² Los requisitos económicos y jurídicos que los países deben cumplir un año antes de su incorporación a formar parte de la UEM para asegurar su convergencia son los siguientes:

a) Estabilidad de precios: una tasa de inflación que no excediese en más de 1,5 puntos porcentuales la del promedio de los tres Estados miembros de la UEM con menor inflación (excluyendo aquellos que registren deflación).

b) Evolución de los tipos de interés a largo plazo: un tipo de interés a largo plazo que no fuese superior en más de 2 puntos porcentuales al del promedio de los tres Estados miembros de la UEM con menor inflación.

c) Evolución de las finanzas públicas: la proporción entre el déficit público y el PIB no podría sobrepasar el 3 por 100, mientras que la proporción entre la deuda pública y el PIB no podía ser superior al 60 por 100.

d) Evolución de los tipos de cambio: participación en el MCI-II sin tensiones graves y durante por lo menos los dos años anteriores a la evaluación de la convergencia, en particular sin que se hayan producido realineamientos.

e) Independencia del banco central nacional.

³ El MCI establecía un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables en el que cada moneda participante tenía una paridad central frente a la Unidad Monetaria (ECU). Estas paridades centrales determinaban una parrilla de paridades bilaterales respecto a todas las demás monedas, y definían unas bandas dentro de las cuales podían fluctuar los tipos de cambio, existiendo un acuerdo colectivo expreso de apoyo mutuo para mantener las monedas dentro de las bandas de fluctuación. Ocasionalmente, se permitían cambios en las paridades centrales (denominados realineamientos) que intentaban reflejar las cambiantes condiciones económicas y la relativa evolución de los países participantes.

cambiaros adquiridos como consecuencia de la participación en el MCI-II.

Estos aspectos positivos y negativos derivados de la pertenencia al MCI-II podrían no haber pasado desapercibidos para algunos de los PECOM y podrían haber afectado significativamente su decisión de establecer, si no *de iure*, sí *de facto*, bandas implícitas en torno al euro.

4. Regímenes cambiarios *de iure* y *de facto*

La política cambiaria seguida *de facto* por numerosos Estados se ha revelado muy alejada de lo que *de iure* afirmaban sus autoridades. Así, se ha mostrado que la mayoría de los Gobiernos que declaran tener un régimen de flotación siguen en realidad otro sistema distinto, generalmente alguna forma de tipo de cambio fijo o semifijo, ya que muestran un considerable «miedo a la flotación» (Reinhart, 2000; Calvo y Reinhart, 2002 y Reinhart y Rogoff, 2004).

Una consecuencia de esta divergencia entre los «hechos» y las «palabras» de las autoridades monetarias (Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2005) ha sido la puesta en cuestión de la relevancia de la clasificación oficial (*de iure*) elaborada por el FMI a partir de lo declarado por dichas autoridades. Entre los trabajos pioneros en plantearse una clasificación alternativa que recogiese el verdadero comportamiento del tipo de cambio cabe resaltar el realizado por Calvo y Reinhart (2002) en el que se plantean si efectivamente tras la crisis financiera asiática y otras crisis de la década de los noventa⁴, la práctica de los países estaba siendo conducida hacia soluciones de esquina (regímenes cambiarios totalmente fijos o totalmente flexibles), obteniendo suficiente evidencia empírica para afirmar que la clasificación oficial no es la más adecuada. De hecho, estos autores detectan que los países que son etiquetados de

manera oficial como flotantes intervienen, en contra de lo esperado, activamente en el mercado, dado que tanto la variabilidad de las reservas como la del tipo de interés son superiores a las registradas en los regímenes de flexibilidad limitada. Además, la probabilidad de que la variación mensual del tipo de cambio se encuentre dentro de la banda estrecha, para el grupo de regímenes flotantes y de flotación controlada, se encuentra en términos medios por encima del 79 y 88 por 100 respectivamente. Este comportamiento por parte de las autoridades monetarias se justifica, desde el punto de estos autores, sobre la base de la falta de credibilidad y de la pérdida de acceso a los mercados de capital internacionales.

Teniendo en cuenta la evidencia empírica, queda suficientemente justificada la necesidad de implantar una nueva clasificación, la denominada *de facto*, en la que se recoja la política cambiaria que efectivamente están llevando a cabo las autoridades monetarias. Desde entonces han sido varias las aportaciones de los investigadores que han querido contribuir a una clasificación más fidedigna del comportamiento de los tipos de cambio. Una de las investigaciones pioneras fue el trabajo de Reinhart (2000), en el cual se adopta la perspectiva de analizar las intervenciones del banco central. Para obtener esa nueva clasificación se fundamenta en el comportamiento de la varianza de tres variables macroeconómicas: las reservas internacionales, el tipo de interés y el tipo de cambio. De esta manera, esta autora consigue deducir cuál es la política que realmente persiguen los responsables políticos, basándose en los principios generalmente aceptados en las clasificaciones de regímenes cambiarios. En concreto, los regímenes fijos se caracterizan por presentar de forma simultánea una baja volatilidad del tipo de cambio y una elevada volatilidad de las reservas. En cambio, los regímenes flotantes se pueden identificar por una fuerte volatilidad del tipo de cambio y una menor intervención de la autoridad monetaria. Para ello, toman determinadas monedas como referencia del escenario de flotación y, ▷

⁴ Entre ellas la crisis del SME (1992-1993), México (1994-1995), Rusia (1998), Brasil y Ecuador (1999) y Argentina junto con Turquía (2001).

a partir de ellas, evalúan el comportamiento del resto⁵.

A partir del trabajo de Reinhart (2000) se fueron desarrollando otras clasificaciones alternativas entre las que caben destacar las siguientes: Levy-Yeyati y Sturzenegger (2005), la clasificación de Reinhart y Rogoff (2004), Bubula y Otker-Robe (2002), Shambaugh (2004) y Coudert y Dubert (2005). A pesar de que los criterios empleados varían entre estas clasificaciones posibles, en todas se concluye la gran dicotomía entre lo que los países dicen que hacen y lo que efectivamente hacen.

Por ello, en la evaluación de los distintos regímenes cambiarios de los PECOM, se hace necesario analizar la posible existencia de regímenes cambiarios *de facto* que sustituya a la que *de iure* declaran sus autoridades y que hemos presentado en el apartado anterior.

En este sentido, Ledesma-Rodríguez, Pérez-Rodríguez y Sosvilla-Rivero (2009) utilizan un procedimiento secuencial basado en la dinámica del tipo de cambio para detectar regímenes de tipo de cambio implícitos en las monedas de los PECOM frente al euro, durante el período comprendido entre enero de 1997 y febrero de 2006. Sus resultados sugieren la existencia de bandas implícitas de fluctuación durante muchos subperíodos para casi todas las monedas de los PECOM que accedieron a la UE en 2004 o 2007. Estos autores, utilizando el marco teórico propuesto en los trabajos de Barro y Gordon (1983) y Giavazzi y Pagano (1988), interpretan las bandas implícitas detectadas como una forma de compromiso previo sobre la política macroeconómica que realizan los BCN de los PECOM para apropiarse de parte de la reputación antiinflacionaria del BCE.

Más recientemente, Ramos-Herrera (2014) ha aplicado tres métodos secuenciales⁶ para detectar

las bandas de fluctuación *de facto* de los tipos de cambio de los PECOM durante el período enero de 1999-diciembre de 2012. Los resultados sugieren la presencia de bandas implícitas de fluctuación de ± 2 por 100 y ± 1 por 100 en un elevado porcentaje del período muestral, llegando incluso a alcanzar el 100 por 100 en países tales como Bulgaria, Chipre y Eslovenia, entre otros. Sin embargo, al aplicar métodos para analizar la credibilidad de dichas bandas (el contraste simple de Svensson (1991), el método de ajuste a la deriva y modelos de elección discreta) se aprecia una importante falta de credibilidad para una gran parte de la muestra, lo que indicaría que los agentes económicos no se comportan como si dichas bandas estuvieran efectivamente en vigor a la hora de realizar sus planes financieros. Asimismo, esta autora identifica un patrón de comportamiento distinto entre el conjunto de los PECOM que forma parte de la UE y aquellos que son países candidatos. Salvo excepciones como Malta o Bulgaria (en los cuales los agentes económicos no se cuestionan el compromiso de la autoridad monetaria), se detecta para el resto de los PECOM pertenecientes a la UE períodos de ausencia de credibilidad, si bien se identifica una tendencia hacia una mayor credibilidad conforme se aproxima a la entrada *de iure* al MTC-II. Por el contrario, los países candidatos no muestran signos de mejora en la confianza depositada en las bandas de fluctuación conforme nos aproximamos al presente. De hecho, en países como Croacia (país candidato durante el período muestral analizado), la Antigua República Yugoslava de Macedonia y Turquía se obtiene una elevada volatilidad en la credibilidad a lo largo de todo el período analizado, mientras que para el resto de países candidatos se detectan amplias etapas de falta de credibilidad, acompañadas de una tendencia creciente en la probabilidad de realineamiento.

Así pues, de la evidencia empírica disponible parece desprenderse una amplia variedad de estrategias en los PECOM a la hora de vincularse *de facto* al MCI-II para intentar, por una parte, ▷

⁵ Utilizan el tipo de cambio dólar estadounidense/yen japonés y el dólar estadounidense/marco alemán como referencias de las monedas con mayor varianza en términos de tipo de cambio y bajos niveles en relación a las reservas.

⁶ El método de Reinhart y Rogoff (2004), el procedimiento de Ledesma-Rodríguez *et al.* (2005a) y la metodología de Ledesma-Rodríguez *et al.* (2005b).

captar las ventajas de su participación (ayudando activamente a la estabilización de sus economías —en especial en materia de precios y saneamiento de las cuentas públicas— y al aumento en la reputación de sus Gobiernos) y, por otra, suavizando en cierta medida los problemas potenciales derivados de la participación formal (*de iure*) en el MCI-II (en especial la posibilidad de episodios de apreciación de sus monedas como consecuencia de las entradas de capitales, principalmente en forma de inversión extranjera directa).

5. Consideraciones finales

Desde su incorporación a la Unión Europea, se requiere a los nuevos Estados miembros que se comprometan a realizar todos los esfuerzos necesarios para su posterior adopción del euro, una vez cumplan los criterios de convergencia establecidos en los tratados constitutivos.

Este trabajo pone de manifiesto la amplia casuística de regímenes cambiarios adoptados por los países de la Europa central, oriental y mediterránea con la finalidad de proporcionar credibilidad a la política cambiaria y fomentar una mayor disciplina que permita controlar la inflación e impulsar el crecimiento económico de estos países. Como consecuencia de la crisis económico-financiera de la década de los noventa, en la Europa del Centro y del Este se identificó una tendencia bipolar respecto a los esquemas cambiarios para hacer frente a la inestabilidad cambiaria y a las elevadas tasas de inflación. Por una parte, se encuentran países dispuestos a renunciar a la autonomía de la política monetaria estableciendo cajas de conversión o esquemas de tipos de cambio rígidos con el fin de importar la disciplina y credibilidad necesaria. Bulgaria, Estonia y Lituania adoptaron cajas de conversión, mientras que, por el contrario, las autoridades de países como Polonia, República Checa, Rumanía y Hungría consideraron que el objetivo de la inflación con tipos de cambio flotantes podría lograr el mismo resultado

sin la necesidad de abandonar la posibilidad de reaccionar ante posibles perturbaciones. A medida que el proceso de adhesión a la Unión Europea se ha ido expandiendo, las diferencias entre estos dos regímenes extremos son inapreciables. Sin embargo, a pesar de que no existe ningún consenso sobre cuál es el régimen más apropiado para conseguir los objetivos comentados previamente, numerosos investigadores coinciden en que no sólo hay que considerar aspectos económicos, sino también es preciso tener presente el contexto histórico y factores de naturaleza política e institucional.

Respecto a los países candidatos, también se observa una amplia variedad de políticas cambiarias, desde la eurización unilateral de Montenegro hasta la elección en Serbia de una flotación estrechamente controlada o los casos de la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Islandia y Turquía en los cuales se han adoptado objetivos de inflación con tipos de cambio flotantes. Este comportamiento se aprecia también en las potenciales economías candidatas (Kosovo y Bosnia y Herzegovina).

A pesar de la presencia de regímenes cambiarios declarados *de iure* por las autoridades monetarias tan heterogéneos, tal y como ha quedado constatado en este trabajo, en ocasiones las políticas implementadas *de facto* difieren de lo anunciado por los bancos centrales. Hemos revisado diversos estudios en los cuales se evidencia la existencia de sistemas cambiarios fijos *de facto* a lo largo de una gran cantidad de subperíodos para distintas monedas, incluso llegando a presentar una evolución consistente con la existencia de bandas de fluctuación muy estrechas frente al euro. Sin embargo, al aplicar métodos para analizar la credibilidad de dichas bandas se detecta una importante falta de credibilidad, lo que indicaría que los agentes económicos no se comportan como si dichas bandas estuvieran efectivamente en vigor a la hora de realizar sus planes financieros. En el caso particular de los países candidatos no se observan signos de mejora ▷

en la confianza depositada en las bandas de fluctuación a medida que transcurren los años. Sin embargo el patrón de comportamiento de la mayoría de los países de la Europa central, oriental y mediterránea que forman parte de la Unión Europea es el opuesto, incrementándose la credibilidad conforme se aproxima su entrada *de iure* al Mecanismo de Cambios e Intervención II que regula las relaciones entre los tipos de cambio del euro y de los países de la Unión Europea que no pertenecen a la zona euro. Este comportamiento refuerza la hipótesis de que la participación en este mecanismo contribuye a que los países orienten sus políticas hacia la estabilidad y fomenten la convergencia, coadyuvando decididamente en sus esfuerzos por adoptar el euro.

Bibliografía

- [1] BAJO RUBIO, O. (2002). «Crisis cambiarias: teoría y evidencia», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, vol. 802, pp. 195-208.
- [2] BAJO RUBIO, O. y SOSVILLA RIVERO, S. (1993). «Teorías del tipo de cambio: una panorámica», *Revista de Economía Aplicada*, nº 1, pp. 175-205.
- [3] BARRO, R. J. y GORDON D. B. (1983). «A positive theory of monetary policy in a natural rate model», *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 589-610.
- [4] BAUER, C. y HERZ, N. (2005). «How credible are the Exchange rate regimes of the new EU countries?», *Eastern European Economics*, vol. 43, pp. 55-77.
- [5] BÉNASSY-QUÉRÉ, A. y COEURÉ, B. (2000). «Big and small currencies: the regional connection», *Working Paper*, 10. Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales.
- [6] BUBULA, A. y OTKER-ROBE, I. (2002). «The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from *de facto* policies», *Working Paper* 02-155. Washington: International Monetary Fund.
- [7] CALVO, G. A. y REINHART, C. M. (2002). «Fear of floating», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, pp. 379-408.
- [8] CORKER, R.; BEAUMONT, C.; VAN ELKAN, R. y IAKOVA, D. (2000). «Exchange rate regimes in selected advanced transition economies: coping with transition, capital inflows and EU Accession», *Policy Discussion Paper* 00/3.
- [9] COUDERT, V. y DUBERT, M. (2005). «Does exchange rate regime explain differences in economic results for Asian countries?», *Journal of Asian Economics*, vol. 16, pp. 874-895.
- [10] DE GRAUWE, P. y SCHNABL, G. (2004). «Exchange rates regimes and macroeconomic stability in Central and Eastern Europe», *Working Paper* 1182. Munich: CESifo.
- [11] DELL'ARICCIA, G. (1999). «Exchange rate fluctuations and trade flows: evidence from the European Union», *IMF Staff Papers*, vol. 46, pp. 315-334.
- [12] DORNBUSCH, R. (2001). «Fewer monies better monies: discussion on exchange rates and the choice of monetary-policy regimes», *The American Economic Review*, vol. 91, pp. 238-242.
- [13] ECOFIN Council (2000). *Ecofin Council conclusions on exchange rate strategies for accession countries*. Brussels: Council of the European Union.
- [14] FELDSTEIN, M. y HORIOKA, C. (1980). «Domestic saving and international capital flows», *The Economic Journal*, vol. 90, pp. 314-329.
- [15] FRANKEL, J. A. (1999). «No single currency regime is right for all countries or at all times», *Working Paper* 7338. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- [16] FRIEDEN, J.; LEBLANG, D. A. y VALEY, N. T. (2010). «The political economy of exchange rate regimes in transition economies», *Review of International Organizations*, vol. 5, pp. 1-25.
- [17] GARCÍA SOLANES, J. y MARÍA DOLORES PEDRERO, R. (2005). «Exchange rate regimes for the New Member States of the European Union», *Moneda y Crédito*, nº 220, pp. 155-196.
- [18] GIAVAZZI, F. y PAGANO, M. (1988). «The advantage of tying one's hands: EMS discipline and Central Bank credibility», *European Economic Review*, Vol. 32, pp. 1055-1075.
- [19] GÓMEZ-PUIG, M. (2006). «Los tipos de cambio fijos y la intervención en los mercados de divisas», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, nº 829, pp. 189-204.
- [20] GULDE, A. M.; KÄHKÖNEN, J. y KELLER, P. (2000). «Pros and cons of currency board arrangements in the lead-up to EU accession ▢»

- and participation in the Euro Zone», *Policy Discussion Paper* 00/1. Washington: International Monetary Fund.
- [21] KAN, M.; KEBEWAR, M. y NENOVSKY, N. (2013). «Inflation uncertainty, output growth uncertainty and macroeconomic performance comparing alternative exchange rate regimes in Eastern Europe». *EconStor Preprint* 73689. Munich: German National Library of Economics.
- [22] KEMPA, B. y NELLES, M. (1999). «The theory of exchange rate target zones», *Journal of Economic Surveys*, vol. 13, pp. 173-210.
- [23] KLEIN, M. y LEWIS, K. (1993). «Learning about intervention target zones», *Journal of International Economics*, vol. 35, pp. 275-295.
- [24] KRUGMAN, P. (1991). «Target zones and exchange rate dynamics», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, pp. 669-682.
- [25] LEDESMA-RODRÍGUEZ, F.; NAVARRO-IBÁÑEZ, M.; PÉREZ-RODRÍGUEZ, J. y SOSVILLA-RIVERO, S. (2005a). «Assessing the credibility of a target zone: evidence from the EMS», *Applied Economics*, vol. 37, pp. 2265-2287.
- [26] LEDESMA-RODRÍGUEZ, F.; NAVARRO-IBÁÑEZ, M.; PÉREZ-RODRÍGUEZ, J. y SOSVILLA-RIVERO, S. (2005b). «Regímenes cambiarios de facto y de iure. Una aplicación al tipo de cambio yen/dólar», *Moneda y Crédito*, vol. 221, pp. 37-68.
- [27] LEDESMA-RODRÍGUEZ, F.; NAVARRO-IBÁÑEZ, M.; PÉREZ-RODRÍGUEZ, J. y SOSVILLA-RIVERO, S. (2008). «The credibility of the European Monetary System: a review», *Cuadernos de Economía*, vol. 31, pp. 5-34.
- [28] LEDESMA-RODRÍGUEZ, F.; PÉREZ-RODRÍGUEZ, J. y SOSVILLA-RIVERO, S. (2009). «Implicit exchange regimes in Central and Eastern Europe: a first exploration», *International Economics and Economic Policy*, vol. 6, pp. 179-206.
- [29] LEVY-YEYATI, E. y STURZENEGGER, F. (2005). «Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words», *European Economic Review*, vol. 49, pp. 1603-1635.
- [30] MAUREL, M. (2004). «Financial integration, exchange rate regimes in CEECS and joining the EMU: Just do it», *Working Paper* 650. Ann Arbor, MI: William Davidson Institute.
- [31] MUNDELL, R. A. (1960). «The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 74, pp. 227-257.
- [32] MUNDELL, R. A. (1961). «A theory of optimum currency areas», *The American Economic Review*, vol. 51, pp. 657-665.
- [33] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (1995). «The mirage of fixed exchange rates», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, pp. 73-96.
- [34] RAMOS-HERRERA, M.C. (2014). *Ensayos sobre macroeconomía internacional*, Tesis Doctoral de la Universidad Complutense de Madrid.
- [35] REINHART, C. M. (2000). «The mirage of floating exchange rates», *American Economic Review*, vol. 90, pp. 65-70.
- [36] REINHART, C.M. y ROGOFF, K.S. (2004). «The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, pp. 1-48.
- [37] ROSE, A. K. y VAN WINCOOP, E. (2001). «National money as a barrier to international trade: the real case for currency union», *American Economic Review*, vol. 91, pp. 386-390.
- [38] SHAMBAUGH, J. C. (2004). «The effect of fixed exchange rates on monetary policy», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, pp. 300-351.
- [39] SOSVILLA-RIVERO, S. y PÉREZ-BERMEJO, F. (2008). «Political and institutional factors in regime changes in the ERM: an application of duration analysis», *The World Economy*, vol. 31, pp. 1049-1077.
- [40] SVENSSON, L. E. O. (1991). «The simplest test of target zone credibility», *IMF Staff Papers*, vol. 38, pp. 655-665.
- [41] SVENSSON, L. E. O. (1992). «An interpretation of recent research on exchange rate target zones», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, pp. 119-144.