

00821

48-A



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

REGIMENES CAMBIARIOS EN COMPETENCIA
LA TEORÍA Y EL CASO BRASILEÑO EN 1999

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A :
YENISEY FARFAN NIETO

ASESOR DE TESIS: MTR. HUGO J. CONTRERAS SOSA



CD. UNIVERSITARIA, D. F.

2003

M-317477

A



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

**TESIS
FALLA
DE
ORIGEN**

En memoria de Juan M. Farfán Rojo
1919-2003

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Horizo a la Dirección General de Bibliotecas
UNAM a difundir en formato electrónico el im-
portante contenido de mi trabajo recepcio-
nario. Nombre: Talkin Nieto Yancy

FECHA: 22-Abril-2005

FIRMA: Juan M. Farfán Rojo NKRU

Agradecimientos y dedicatoria

Antes que nada quisiera manifestar mi cariño y agradecimiento sincero a la Universidad Nacional Autónoma de México y en especial a la Facultad de Economía, donde además de mi formación académica pude encontrar gente muy valiosa y son amigos entrañables como Rosy Castillo siempre preocupada por todo lo que pasaba a mi alrededor a Mario Humberto con quien compartí cosas mas allá de la economía, gracias por tu tiempo y tus valiosos comentarios, a Juan de Dios León por tu amistad incondicional . A René Sosa quien desde aquel octubre ha sido una parte muy importante en mi vida y a Jorge A. Pérez quien aunque lejos siempre estuvo muy al pendiente. A Ursula y Janette por su especial amistad.

A mis amigos esos de tantas batallas Oliver Rodríguez y Marco Antonio Delgado y en especial a Luis Castro por compartir conmigo momentos inigualables gracias sabes que te quiero siempre.

A mi entrañable prepa 5 "José Vasconcelos" donde pude encausar mi camino hacia la economía y orgullosamente forma parte de ella José Luis Gutiérrez Nieto y conocí a Charín Guerrero quien hasta ahora sigue a mi lado.

Al profesor Hugo J. Contreras Sosa por si inagotable paciencia.

A los oportunos y valiosos comentarios de los profesores Salustio García Juárez y Jorge R. Almanza.

A Omar Téllez por ser una parte importante en la conclusión de este trabajo así como a Omar Martínez.

En especial a Paul Cervantes quien ha dejado huellas imborrables en mi vida y quien siempre a pesar de todo a permanecido a mi lado, gracias por dejarme compartir mi vida contigo.

A mis abuelitos José Nieto y Sofía Velázquez por su cariño y sabiduría.

A mis primos que quiero tanto Pepito, Fanny, Ximena Aranza y Rodrigo sabes lo mucho que te quiero.

A mis tías quienes siendo tan distintas siempre me demostraron su cariño. A mi tía-comalle por su cariño inexpresable, a Marina por su amor desde hace tanto tiempo, a Tita por tu amor inagotable, tus consejos, por todo, jamás podría agradecerte lo que has hecho por mi a Marisol por tu confianza y compartir tus seños conmigo, a Ylena y César cuyas discusiones me encantaba tener.

A mi hermana por soportarme en los peores momentos, ya vez que si se puede acabar lo que alguna vez se empezó.

A mi sobrina a quien amo inmensamente y con quien la soledad dejo de estar tan presente.

A mi papá quien es el hombre que mas admiro y quiero, por estar conmigo siempre a pesar de la distancia.

A mi mamá a quien solo deseo agradecerle todo su amor su apoyo y confianza, sin ti esto hubiese sido imposible.

Finalmente a ese ser maravilloso quien siempre estuvo a mi lado Negro gracias por enseñarme tantas cosas, sería inexplicable escribir lo que siento por ti.

Gracias a todos los que de alguna manera formaron parte de este trabajo y que por mi falta de memoria deje de nombrar.

Yenisey Farfán Nieto

REGIMENES CAMBIARIOS EN COMPETENCIA LA TEORIA Y EL CASO BRASILEÑO EN 1999

| | Pp |
|--|-----------|
| Justificación..... | 3 |
| Objetivos generales y particulares..... | 4 |
| Hipótesis..... | 5 |
| Capítulo I. Paridades fijas y flexibles | |
| A. Esquemas cambiarios y equilibrio general..... | 7 |
| B. El modelo IS-LM en la economía abierta..... | 14 |
| C. Transición de regímenes y sobre-reacción cambiaria..... | 25 |
| Capítulo II. Consejo monetario y dolarización | |
| A. Regímenes cambiarios alternativos..... | 30 |
| B. Consejo monetario..... | 34 |
| C. Dolarización..... | 43 |
| Capítulo III. El caso brasileño | |
| A. El contraste con Argentina..... | 51 |
| B. El contraste con México..... | 73 |
| Conclusiones..... | 86 |
| Recomendaciones..... | 88 |
| Bibliohemerografía..... | 89 |

Justificación

Uno de los principales y más preocupantes temas en esta última década son los relacionados con los regímenes cambiarios en competencia.

Así, ante el espectro de alternativas que hoy en día tenemos, el tipo de postura y análisis que proponen y han estudiado con profundidad las diversas corrientes del pensamiento económico que nos proporcionarán a su vez su defensa respecto al tipo de régimen que deberíamos seguir.

Ergo el anterior debate en torno a los diversos enfoques nos ha proporcionado inmensas interrogantes, que hasta hoy en día se sigue teniendo incertidumbre acerca de que sería lo más conveniente en una determinada economía.

El anterior debate es nuestro objetivo central a analizar y estudiar con profundidad, e ira volcado principalmente a las experiencias vividas por algunos países.

Partiremos de los antecedentes, es decir, que pasaba con las monedas antes de que existieran los diversos regimenes cambiarios.

Por otra parte se analizara cuales son los pros y contras del tipo de cambio fijo, el tipo de cambio flexible; sin olvidar que existe uno intermedio.

Por todo lo anterior resulta de vital importancia analizar y conocer las diversa corrientes del pensamiento en torno al tema en cuestión.

Para finalizar concretamente en este estudio se pretende analizar básicamente las características inherentes a los diversos regimenes cambiarios en competencia, y a las diversas corrientes que han ido surgiendo, así como la aplicación y experiencias que se han tenido y las cuáles podrian ser las características ha tomar en cuenta para que la implementación de dichos regimenes sea viable y positiva.

El presente trabajo busca la presentación del fenómeno de la sobrereacción cambiaria, lo cual lo haremos a través de un modelo que fue presentado por primera vez por Dornbusch en 1976 y posteriormente mostraremos las evidencias empíricas de los casos mexicano y brasileño. Así como, analizaremos y pondremos bajo la lupa los diferentes regimenes cambiarios alternativos y aquí concretamente analizaremos el caso y evidencia empírica de Argentina y finalmente compararemos el comportamiento de las tres economías en cuestión.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Objetivo General

- Analizar el debate en torno a los diversos regímenes cambiarios en competencia que de acuerdo a las diferentes propuestas llevadas a cabo por las diferentes corrientes de la teoría monetaria.

Objetivos particulares

- Estudiar las diversas vertientes en torno a la defensa de los diversos regímenes.
- Observar y comparar tanto el tipo de paridades fijas, así como el tipo de paridades flexibles.
- Conocer las diferentes corrientes y opiniones en torno a los diversos regímenes.
- Estudiar las razones por las cuales los tipos de cambio deben ser analizadas.
- Observar cuál debería ser la postura de las autoridades monetarias nacionales.
- Conocer cuál es el tipo de política macroeconómica que conjuntamente con el tipo de régimen nos estabilidad, así, como evitar un desequilibrio en los pagos internacionales.
- Se analizará de acuerdo al tema que nos concierne el caso de Brasil, Argentina y México.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Hipótesis

Los regímenes cambiarios en nuestro país, ya sea el de paridad fija o el de paridad flexible sólo han saneado momentánea o parcialmente al sistema monetario, o es decir, ante los problemas que tenemos en la balanza de pagos, sólo se han implantado soluciones inmediatas dejando de lado la coherencia en relación que determinado régimen cambiario, debe tener con respecto a la política macroeconómica para lograr un ambiente de estabilidad económica, que a su vez traerá consigo el incremento ó la constancia del empleo y obviamente el equilibrio en la balanza de pagos.

CAPÍTULO I

· PARIDADES FIJAS Y FLEXIBLES

CAPÍTULO I PARIDADES FIJAS Y FLEXIBLES

Ni siquiera el amor ha enloquecido a tantos hombres como la reflexión sobre la naturaleza del dinero.

W. E. Gladstone en Samuelson (1997)

El dinero es el eje en torno al cual gira la ciencia económica, no porque se considere que el dinero o la riqueza material es la principal aspiración del esfuerzo del hombre, sino porque en este mundo nuestro es el mejor instrumento para medir sus motivaciones en gran escala.

Alfred Marshall, *Principles of Economics*, 8ª edición, 1912

A. Esquemas cambiarios y equilibrio general

La introducción del tema con la presentación de este capítulo no será una remembranza histórica del Sistema Monetario Internacional y de los esquemas cambiarios, si no más bien nos enfocaremos al análisis teórico de los diferentes esquemas cambiarios. Sin embargo partiremos de una breve reseña histórica de lo que fue el Sistema Monetario Internacional, el papel que desempeñó y debido a que se da la ruptura de dicho sistema.

Debido a que el acuerdo Bretton Woods se derrumbó en 1971 cuando se suspende la convertibilidad del dólar en oro —es decir, Estados Unidos no continuaría vendiendo oro automáticamente a gobiernos extranjeros a cambio de dólares— y modificó de manera unilateral el tipo de cambio del dólar respecto de las otras monedas internacionales.

Desde 1973, las principales monedas del mundo industrializado han estado operando bajo un esquema de tipo de cambio flotante manejado (el hecho de que esté manejado lo convierte en una flotación "sucía"). No obstante, desde la segunda mitad de los años ochenta, los gobiernos más importantes han intervenido con frecuencia en los mercados cambiarios para mantener sus monedas dentro de bandas informales preestablecidas.

Ergo, para la mayor parte de los países en desarrollo, el régimen de tipo de cambio fijo, en cualquiera de sus muchas variantes, es todavía el esquema predominante. Gran parte de los países de América Latina, Asia y África fijan sus monedas a una moneda extranjera o a una canasta de monedas. Como ya es bien sabido la lección más común es fijar la tasa respecto al dólar norteamericano sin que por esto no existan otros esquemas alternativos.

En el cuadro siguiente se muestra la frecuencia de los diversos esquemas cambiarios desde 1984 hasta 1990. En este se observa que una gran mayoría de países mantenía a fines de 1990 algún tipo de esquema de fijación, quedando sólo 48 de los

Además, 10 países pertenecen al esquema cooperativo del Sistema Monetario Europeo, en que las monedas europeas están ligadas entre sí a través de tasas cambiarias estables pero ajustables.

Por otra parte al mismo tiempo se abordarán los temas de los esquemas cambiarios y el equilibrio general, el modelo *IS-LM* en la economía abierta así como la transición de regímenes y la sobre-reacción cambiaria. Es conveniente mencionar que la mayor parte de este capítulo se apoya en el libro de macroeconomía de Sachs-Larrain (1994).

Así iniciaremos una de las discusiones más importantes que vinculan los esquemas cambiarios al equilibrio general. Dicho lo anterior analizaremos ahora el tipo de cambio fijo y después analizaremos de igual manera el tipo de cambio flexible. Respecto al sistema de tipo de cambio fijo, el banco central o la autoridad monetaria nacional que exista fija el precio relativo entre la moneda local y la moneda extranjera. Este precio fijo suele llamarse valor par de la moneda.

Un tipo de cambio fijo se usa con frecuencia para designar un precio entre monedas fijado en forma irrevocable, sin posibilidad de cambio. Un tipo de cambio ajustable (*pegged*) indica entonces que el precio lo establece el banco central pero, si cambian las circunstancias, puede modificarlo. En las operaciones de cambio, bajo un tipo de cambio fijo, el banco central convierte moneda local por moneda extranjera o viceversa a fin de estabilizar el tipo de cambio.

En lugar de incrementar o disminuir sus reservas de cualquier bien, aumenta o reduce sus reservas de activos externos intercambiando moneda local por moneda extranjera, por lo que las compras de reservas externas por el banco central llevarán a variaciones en la base monetaria. En otros términos, la oferta monetaria interna cambiará generalmente en un sentido u otro a medida que el banco central cambie moneda local por moneda extranjera a fin de mantener constante el tipo de cambio.

La manera de establecer un tipo de cambio en particular en un sistema de tipo de cambio fijo es dado que un país puede fijar su tipo de cambio ligando unilateralmente su moneda a la de otra nación y manifestándose dispuesto a comprar y vender la moneda extranjera a cambio de una moneda local al tipo de cambio escogido. O bien, puede haber un acuerdo conjunto entre los países cuyas monedas se fijarán recíprocamente.

Una fijación unilateral es típica de economías en desarrollo que fijan su moneda a la de un país industrializado—como es el caso de México, que fija su paridad respecto al dólar—en este caso el país local (México) asume la responsabilidad total de mantener el tipo de cambio al nivel que se ha comprometido. Si retomamos el ejemplo de México, un país relativamente grande que en varias ocasiones ha fijado su moneda, el peso, al dólar norteamericano.

El banco central de México asume la responsabilidad total de sostener el tipo de cambio que ha escogido, en tanto que la Reserva Federal Estadounidense por lo general no interviene para ayudar al gobierno mexicano a mantener estable el tipo de cambio. Si México decide poner término al esquema de tipo de cambio fijo o modificar el precio al que se ha establecido el tipo de cambio, esa es nuevamente una decisión unilateral que no requiere de la aprobación de Estados Unidos.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Es decir si habría una obligación formal de las autoridades mexicanas por ser un país miembro del FMI, de notificar la modificación del tipo de cambio y una obligación formal de evitar las modificaciones del tipo de cambio que pudieran impedir el ajuste efectivo de la balanza de pagos o conducir a una ventaja competitiva desleal sobre otros miembros del Fondo. Tal y como se establece en el artículo de los acuerdos del FMI.

Por otra parte, bajo un tipo de cambio flexible o flotante, la autoridad monetaria no tiene compromiso alguno de sostener una tasa dada. Por el contrario, todas las fluctuaciones en la demanda y la oferta de moneda extranjera se absorben mediante cambios en el precio de la moneda extranjera respecto a la moneda local. El banco central fija la oferta monetaria sin comprometerse con ningún tipo de cambio en particular y deja después que el tipo de cambio fluctúe en respuesta a las perturbaciones económicas.

Si el banco central no interviene en absoluto en los mercados de divisas mediante sus compras o ventas de moneda extranjera, se dice que la moneda local está en flotación limpia. La flotación sucia es cuando bajo un tipo de cambio flexible, las autoridades tratan de influir en el valor de su moneda mediante operaciones cambiarias. Llamaremos e al precio de la divisa, medido por el número de unidades de moneda local por unidad de moneda extranjera.

Una vez que tengamos un modelo teórico de la economía que determine los valores de equilibrio del nivel de precios (P), el tipo de cambio (e) y la cantidad de dinero (M), lo utilizaremos para evaluar los efectos de políticas específicas sobre estas variables. Como supuestos tenemos que el producto y el ingreso son siempre exógenos y están a su nivel de pleno empleo, existe un solo tipo de bienes.

Como se observa los supuestos no son muy realistas, pero también es conveniente partir de un modelo simple e ir añadiendo supuestos más realistas con características inertes de la abrumadora complejidad que existe en el ámbito económico. Aquí, introduciremos en nuestro modelo de equilibrio general dos elementos. La paridad del poder de compra y la paridad del interés, cuyos conceptos nos conducirán a relacionar los precios y las tasas de interés locales con los precios mundiales y las tasas de interés mundiales.

Como mencionamos anteriormente, el concepto de un régimen cambiario está estrechamente ligado a la paridad del poder de compra PPP (*purashing power parity*) y supone que, en un mercado unificado, todo producto tiene el mismo precio. "La ley de un solo precio necesita que dos precios sean iguales cuando se expresen en una moneda común. Por tanto, para aplicar la ley de un solo precio, necesitamos un tipo de cambio para convertir los precios externos a precios locales y viceversa" (Sachs y Larrain, 1994).

En cuanto al arbitraje es el proceso que asegura que la ley de un solo precio efectivamente se cumpla. Así, la ley de un solo precio sostiene que el precio interno P , y cuando este se expresa en moneda local es simplemente P^* multiplicado por el tipo de cambio. La relación expresada en la ecuación (1) si tomamos P^* como los precios de canastos de productos es la forma más simple de la paridad del poder de compra.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

$$P = eP^* \quad (1)$$

La doctrina de la paridad del poder de compra trata de extender la ley de un solo precio para productos individuales a una canasta de productos que determina el nivel de precios promedio de una economía. La PPP es un supuesto muy conveniente, sin embargo bajo ciertas condiciones es poco realista y no hay barreras naturales al intercambio, como costos de transporte, seguros; no hay barreras artificiales como aranceles, cuotas etc.

Técnicamente la siguiente ecuación es simplemente la relación en la ecuación (1) pero ahora se expresa en la forma de cambios a lo largo del tiempo.

$$(P - P_1) / P_1 = (eP^* - e_1 P^{*-1}) / e_1 P^{*-1} \quad (2)$$

para visualizar los tipos de discrepancias de precios que pueden producirse entre bienes que no se comercian fácilmente a través de las fronteras nacionales, consideraremos la amplia variación de los precios en algún bien x .

Donde los precios pueden ser muy variados dependiendo del país del que se trate, por lo que la ley de un solo precio ya no es aplicable, ya que aquí sí se tendría que considerar. Y es aquí donde se aplica una de las medidas de competitividad global de un país en los mercados internacionales y es el precio de los productos de ese país relacionado con el precio de los productos de los países competidores. Algunas veces se aplica el término de tipo de cambio real que se definirá como $e = EP/P^*$.

Y cuando e aumenta, los bienes externos se encarecen respecto a los nacionales y entonces hablamos de una depreciación del tipo de cambio real; o a la inversa, cuando e disminuye, hablamos de una apreciación del tipo de cambio real, manteniendo dentro de la paridad del poder de compra que es constante o, al menos casi constante a lo largo del tiempo.

Introduciendo el arbitraje internacional de la tasa de interés dentro del modelo se supondrá que hay un solo tipo de dinero interno, M , y un solo tipo de activos internos que devengan interés, un bono sin riesgo de incumplimiento, B . Por lo común la moneda extranjera M^* no es una forma de pago aceptable en la economía interna, como forma de depósito de riqueza, tiende a ser inferior a la mantención de activos que devengan interés.

Por simplicidad, entonces, supondremos que los agentes internos no poseen en absoluto moneda extranjera M^* , y que mantienen un solo tipo de activo que devenga interés con denominación en moneda extranjera, un bono que designaremos B^* . Bajo esta hipótesis, el valor nominal de la riqueza financiera de las familias es W :

$$W = M + B + eB^* \quad (3)$$

si M y B se miden en moneda local, B^* es el valor de los bonos externos con denominación en moneda extranjera.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

A fin de expresar el valor de B^* en moneda local, tenemos que multiplicar B^* por el tipo de cambio. El valor real de la riqueza es entonces:

$$W/P = M/P + B/P + e/P(B^*) \quad (4)$$

la ecuación que expresa el arbitraje de tasas de interés afirma que la tasa de interés local debe ser igual a la tasa de interés externa más la tasa de depreciación del tipo de cambio.

$$i = i^* + (e_1 - e)/e \quad (5)$$

Establecido lo anterior ahora estamos en condiciones de combinar las tres relaciones básicas que analizamos y entrar de lleno al modelo que estudiaremos. La condición de equilibrio monetario es:

$$M^D = PQ / V(i) = M \quad (6)$$

aquí M es la oferta de dinero y la demanda por dinero M^D esta dada por $PQ/V(i)$, en que $V(i)$ es la, velocidad del dinero que supone que es una función creciente de las tasas de interés.

Como la tasa de interés nacional es igual a la tasa mundial i^* que tomaremos como fija, la velocidad del dinero que depende de la tasa de interés, por consiguiente también es fija:

$$i = i^* \quad (7)$$

si unimos estos elementos para encontrar la relación simple entre la oferta monetaria y el tipo de cambio, utilizando el equilibrio del mercado monetario en la ecuación (6), la paridad del poder de compra en la ecuación (1).

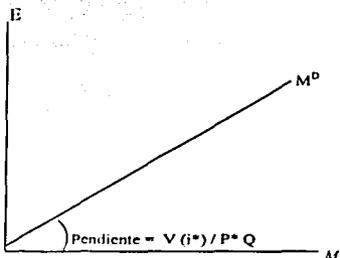
Y la expresión simplificada para el arbitraje del interés en la ecuación (7), encontramos la siguiente relación clave:

$$M V(i^*) = E P^* Q \quad (8)$$

la relación entre M y E se muestra en la gráfica I.A.1. se nota que cuando E sube, la demanda por dinero M también crece. Una depreciación, es decir un aumento, en E lleva a precios internos más altos y, por tanto a una mayor demanda de saldos monetarios.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Gráfica I.A.1. Relación de equilibrio entre M y E



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

La ecuación (8) se puede utilizar para describir M en función de E o, a la inversa, E en función de M . En el primer caso, tenemos $M = (E P^* Q) / V(i^*)$. En el caso inverso escribimos $E = [M V(i^*)] / (P^* Q)$. Visualizar la relación de la ecuación (8) como M en función de E o como E en función de M , dependerá del tipo de sistema cambiario que maneje el banco central.

Si el banco central fija el tipo de cambio, entonces la ecuación (8) debe reescribirse en la forma que muestra a M como función del nivel de E escogido por el banco central:

$$M = (e P^* Q) / V(i^*) \quad (9)$$

En términos técnicos si el banco central fija el tipo de cambio, entonces e pasa a ser una variable exógena en la ecuación (9), esto es, e está determinado por fuerzas ajenas al modelo (en este caso, por las preferencias de política del banco central). Por otra parte, M es una variable endógena, que está determinada por las condiciones de equilibrio de la economía.

Si el tipo de cambio es flexible entonces la ecuación (9) deberá reescribirse de modo que muestre el nivel de e que es consistente con el nivel de M escogido por el banco central:

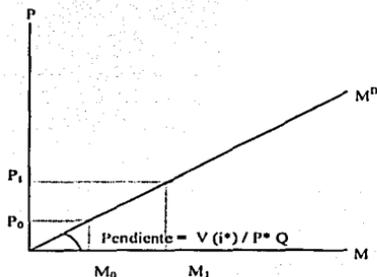
$$e = [M V(i^*)] / P^* Q \quad (10)$$

si el tipo de cambio flota, entonces e es una variable endógena en la ecuación (10) y M pasa a ser una variable exógena.

Como se observa en la gráfica I.A.2. para un producto y tasa de interés externa dados, hay una relación lineal positiva entre el dinero y los precios, tal como lo hay entre el dinero y el tipo de cambio. Una mayor cantidad de dinero va aparejada con un nivel de precios más altos en la economía. Cuando la oferta monetaria está al nivel M_0 ,

los precios están al nivel P_0 , cuando la oferta monetaria está a un nivel más alto M_1 , los precios también están a un nivel más alto P_1 .

Gráfica I.A.2. La relación de equilibrio entre M y P



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

B. El modelo IS-LM en economía abierta

A continuación presentaremos el modelo básico de análisis para una economía abierta, también conocido como Mundell-Fleming, el cual es una ampliación directa del ya conocido modelo *IS-LM*, involucrando la apertura de la economía por dos vías. La primera es que el precio relativo de bienes internos en términos de importables es un determinante de la descomposición del gasto y las exportaciones netas son un componente de la demanda interna.

La otra vía es la relación existente entre los dos tipos de interés en un mercado mundial integrado de capitales. Siendo esto, originalmente el modelo *IS-LM* considera dos mercados. El mercado de bienes y el de dinero, ahora involucraremos al mercado externo, compuesto por las relaciones de nuestra economía con el resto del mundo. Primero empezaremos por describir las curvas que integran al modelo, y la que estudiaremos a continuación será la curva *IS*.

Las propiedades de la curva *IS* son: que se desplaza hacia la derecha, es decir la demanda se expande, por cualquiera de las siguientes razones un aumento en el gasto G , una deducción de la balanza comercial T , y un aumento en PMK^E . La curva *IS* desplaza a la derecha cuando A^*/P sube por que significa que los extranjeros incrementarán su demanda de bienes nacionales y entonces crecerán las exportaciones.

Así, la introducción del sector externo alterará las condiciones de equilibrio del mercado de bienes de nueva producción. Algunos bienes serán demandados por el resto del mundo y otros bienes demandados por nuestra economía serán producidos en el sector externo. Considerando que la producción del así (Y), está compuesta por el

consumo privado (C), la inversión (I), el gasto del gobierno (G), las exportaciones del país (X) y las importaciones (M), podemos establecer la siguiente entidad.

$$Y = C + I + G + X - M \quad (11)$$

la cual podemos expresar de manera funcional como:

$$Y = C(Y) + I(i) + G + X(q, Y^*) - M(q, Y^*) \quad (12)$$

donde

$$q = p^*/p \quad (13)$$

lo que significa que el ingreso depende del consumo como función del mismo ingreso, la inversión depende de la tasa de interés (i), el gasto del gobierno como una variable exógena, las exportaciones que están en función del tipo de cambio real (q , el cual se compone del tipo de cambio, e , los precios externos, p^* , y los precios nacionales p) y del ingreso del resto del mundo (Y^*) y finalmente las importaciones que son una función del tipo de cambio real y del nivel de resto del mundo. Formalizando obtenemos:

$$Y = \alpha + \alpha Y + b - \gamma i + G + m + \phi q + \theta Y^* - \rho Y \quad (14)$$

Donde $\alpha, b, m, \alpha, \gamma, \phi, \theta, \rho$ son parámetros. Despejando Y podemos obtener:

$$Y = \lambda (d - \gamma i + G + \phi q + \theta Y^*) \quad (15)$$

donde:

$$\lambda = 1/1 - \alpha + \rho \quad (16)$$

y

$$d = \alpha + a + m \quad (17)$$

A partir de esta ecuación, manteniendo el nivel de ingreso del resto del mundo y el tipo de cambio constantes, obtenemos una curva IS con pendiente negativa. Por último la curva IS se desplaza a la derecha cuando eP^*/P sube, esto es, cuando el tipo de cambio real se deprecia, por que significa que la demanda se desplaza de bienes extranjeros a bienes nacionales. Si hay un cambio en eP^*/P .

Supongamos que la economía está operando bajo tipo de cambio fijo y las autoridades monetarias deciden devaluar—devaluación se refiere a un alza en e solo para una economía que opera bajo régimen de tipo de cambio fijo--.

Manteniendo fijos los precios internos—un supuesto clave de la curva IS —el tipo de cambio real se deprecia. Las exportaciones del país local se hacen más competitivas en los mercados mundiales, en tanto que se encarecen las importaciones. Como

resultado, la balanza comercial mejora y, a su vez, la demanda agregada aumenta para cualquier nivel de la tasa de interés. Por tanto, la curva IS se desplaza hacia la derecha.

En lo que respecta a la curva LM en el mercado monetario, además de considerar el dinero nacional y los bonos emitidos por el gobierno, como hacemos en una economía cerrada, también tendremos que considerar las divisas y los bonos extranjeros.

Los agentes podrán optar entre mantener divisas en lugar de dinero si el tipo de cambio esperado se depreciará en un futuro, alternativamente podrán elegir los bonos extranjeros si estos ofrecen un mayor rendimiento (dados por la tasa de interés del resto del mundo, i^*) que los bonos nacionales. Aunque prescindiremos de estos elementos para la simplificación del modelo y la segunda será incluyendo el supuesto de que existe perfecta movilidad de capitales y paridad en las tasas de interés.

Lo que se traduce en que la tasa de interés nacional será igual a la del resto del mundo ($i = i^*$). Así pues, al igual que en el caso de una economía cerrada, la condición de equilibrio en el mercado monetario vendrá dada por la igualdad entre la oferta y la demanda de dinero (H/P), que expresamos como una relación entre el nivel de ingreso y el tipo de interés:

$$H/P = L(Y, i) \quad (18)$$

alternativamente

$$H/P = L(Y, i^*) \quad (19)$$

Formalizando, podemos obtener:

$$H/P = \beta + \delta Y - \phi i^* \quad (20)$$

Donde β , δ , y ϕ son parámetros. Despejando para Y obtenemos la curva LM . Finalmente, consideremos el equilibrio en la balanza de pagos, formalmente, la balanza de pagos (BP) se compone de la balanza comercial (T) y la balanza de capitales (K), de manera que, la balanza comercial o exportaciones netas, se comportarán tal y como se describió para el mercado de bienes como función del tipo de cambio real, el nivel de ingreso del resto del mundo y el de nuestra economía.

Mientras que la balanza de capitales estará en función de la tasa de interés nacional, recordando que suponemos paridad en las tasas de interés, consideremos la tasa del resto del mundo. Entonces podemos expresar:

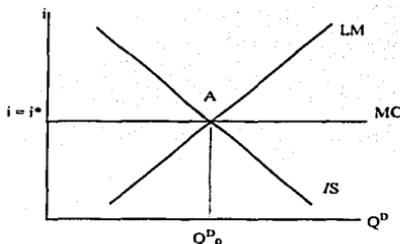
$$BP = T(q, Y^*, Y) + K(i^*) \quad (21)$$

Sin la necesidad de formalizar la inclusión de parámetros, podemos considerar que el equilibrio de la balanza de pagos, es decir, cuando su saldo es igual a cero, y éste se podrá representar para valores dados el tipo de cambio, niveles de ingreso nacionales y del resto del mundo y tasas de interés. Recordando al mismo tiempo que hemos supuesto perfecta movilidad de capitales.

Dadas las tres ecuaciones principales de nuestro modelo, podemos concluir que existirá equilibrio pleno de nuestra economía abierta cuando los tres mercados

satisfagan simultáneamente las condiciones parciales de equilibrio. Gráficamente será cuando las curvas *IS-LM-BP* intersectan en el mismo punto. Si esta condición se cumple, quedarán determinados los valores preestablecidos de las variables exógenas. Tal y como lo muestra el siguiente gráfico.

Gráfica I.B.3. Las curvas IS, LM, MC y el equilibrio de la demanda agregada en la economía abierta



**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Para finalizar esta breve introducción a lo que será nuestro modelo cabe mencionar que en la realidad, los esquemas suelen ser más complicados que los casos extremos de tipos de cambio puramente fijos o flexibles. Un caso típico que se presenta cuando se establece un tipo de cambio para las transacciones de la cuenta corriente y otro más depreciado para las operaciones de la cuenta de capitales.

En algunos casos, también hay diferentes tipos de cambio aplicados a diferentes formas de transacciones comerciales. Un esquema especial que se usa en varios países en desarrollo es el sistema de tipo de cambio reptante (*crawling peg*). Este sistema establece un tipo de cambio inicial fijo que se ajusta periódicamente de acuerdo a una tabla o fórmula predeterminada. Así el tipo de cambio reptante es un sistema de minidevaluaciones.

Ya entrando de lleno a nuestro modelo hay que mencionar que en cada régimen cambiario hay un distinto comportamiento de las variables relevantes del mismo. A continuación veremos las políticas macroeconómicas en la economía abierta en el caso de las paridades fijas y posteriormente el caso de las paridades flexibles. Para derivar el modelo *IS-LM* en una economía abierta bajo un tipo de cambio fijo, necesitamos dos supuestos básicos:

- Que las autoridades monetarias fijen el tipo de cambio E y,
- Tomaremos como dados los niveles de G , T , $[Q-T]^E$, PMK^E , A^*/P^* y P . Sobre esta base tendremos una relación negativa entre la tasa de interés i y el nivel de demanda local Q^D . Y así obtendremos la curva *IS* para la economía abierta que se muestra en la gráfica I.B.3.

Sin embargo, en un régimen de tipo de cambio fijo y movilidad de capitales, las autoridades monetarias no pueden seleccionar al mismo tiempo la oferta monetaria y el

tipo de cambio. Cuando las autoridades monetarias fijan E , las familias pueden convertir su dinero local en activos externos de acuerdo a su conveniencia. Con alta movilidad de capitales tipo de cambio fijo, la tasa de interés local debe ser siempre igual a la tasa de interés mundial.

La demanda de dinero de las familias está dada entonces por: $M/P = L(i, Q^D)$ y la oferta monetaria se ajusta a medida que las familias compren o vendan dinero local a cambio de activos externos, de modo que la oferta monetaria es igual a la demanda por dinero. Dado que estamos definiendo $IS-LM$ en la economía abierta y puesto que los países que analizaremos posteriormente, supondremos que inicialmente las curvas $IS-LM-MC$ se intersectan en el punto A en la gráfica I.B.3.

Concluimos entonces que, bajo tipo de cambio fijo y movilidad de capitales la posición de la curva LM se ajusta a medida que las familias venden y compran moneda extranjera al banco ventral. Con perfecta movilidad de capitales, la economía debe operar a la tasa de interés mundial, de modo que el equilibrio debe estar en un punto a lo largo de la línea MC (donde $i = i^*$) y la curva LM debe ajustarse para mantener la consistencia con la anterior.

Si la curva LM se desplaza hacia la derecha significa que las familias están vendiendo activos externos para incrementar su tenencia de dinero local, con lo que el banco central acumula reservas externas durante el proceso. Un desplazamiento de la curva LM hacia la izquierda significa que las familias están comprando activos externos para disminuir su tenencia de dinero local, de modo que el banco central pierde reservas externas durante el proceso.

También si la curva IS se desplaza hacia la derecha como esto podría resultar de un aumento en G , una reducción en T , un aumento en el ingreso futuro esperado o algún otro shock a la economía que expande la demanda interna. La tasa de interés debe permanecer en i^* . El nuevo equilibrio está en el punto C . Para resumir estos resultados, bajo el tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capitales el punto de equilibrio se encuentra en la intersección de la curva IS y la línea MC ($i = i^*$).

En cuanto a una expansión fiscal si suponemos que el gobierno inicia un programa de obras públicas que involucra un incremento significativo del gasto. A una tasa de interés dada, la demanda subirá en el mercado de bienes, como se muestra en la gráfica I.B.4., esto desplaza la curva IS hacia la derecha. En una economía abierta—que es nuestro tema de estudio—con tipo de cambio fijo y movilidad perfecta de capitales, el equilibrio debe estar en el punto C , a lo largo de la línea BP (donde $i = i^*$).

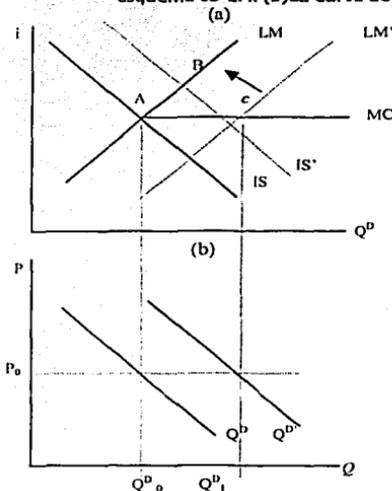
La oferta monetaria subirá endógenamente a medida que las familias convierten activos externos en dinero local para satisfacer su demanda de dinero en el nuevo equilibrio. El banco central interviendrá comprando divisas y vendiendo moneda local. En consecuencia, la curva LM se desplaza para intersectar la curva IS y la línea BP en el punto C .

Notemos que una expansión fiscal es muy efectiva para hacer subir la demanda agregada, porque no hay aumento para desplazar las tasas de interés para desplazar la inversión o el consumo cuando sube el gasto (G). Como resultado de la expansión fiscal, la demanda agregada crece de Q^D_0 a Q^D_1 , que es el desplazamiento en la curva de

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

demanda agregada hacia arriba y hacia la derecha que se observa también en la gráfica I.B.4.

Gráfica I.B.4. Efectos de una expansión fiscal bajo tipo de cambio fijo: (a) El esquema IS-LM. (b) La curva de demanda agregada.

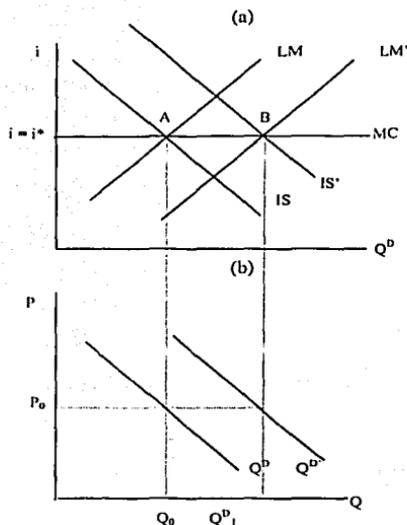


**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Por supuesto la gráfica también describe los efectos de otros choques en la economía. Una devaluación de la moneda local, una reducción tributaria, un incremento de la absorción externa o un aumento en el ingreso futuro esperado tendrían todos una representación similar. La curva *IS* se desplazaría hacia arriba y a la derecha, provocando un desplazamiento subsecuente la de la curva *LM* hacia la derecha.

Una devaluación también desplaza la curva *IS* hacia la derecha al mejorar la balanza comercial, con un efecto cualitativo similar al de la evasión fiscal. Por tanto, bajo un tipo de cambio fijo y movilidad de capitales, la política fiscal es muy efectiva para mover la demanda agregada, en tanto que la política monetaria es por completo inefectiva. Independientemente de la forma de la función de oferta agregada, es una expansión monetaria no afecta ni al producto ni a los precios. Para las economías grandes, sin embargo, los resultados no son tan extremos. Ver gráfica I.B.5.

Gráfica I.B.5. Efectos de una devaluación bajo movilidad perfecta de capitales(a)El esquema IS-LM. (b)La curva de demanda agregada.



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Como resultado, la demanda agregada se mueve a la derecha y el efecto final depende de la curva de oferta agregada. Por supuesto, en cada caso la magnitud específica del efecto será diferente, dependiendo de la magnitud del desplazamiento original de la curva IS . La naturaleza del efecto, sin embargo, es siempre la misma en todos los casos

En economías como la de Estados Unidos, Japón o la Comunidad Europea, tanto la política fiscal como la monetaria afectan las tasas de interés mundial. Por ejemplo, una expansión fiscal en Estados Unidos hará subir las tasas de interés tanto en esta nación como en el exterior.

En lo referente a una expansión monetaria si ahora suponemos que el banco central lleva a cabo una compra de bonos domésticos en el mercado abierto, operación que incrementa la cantidad de dinero en circulación. Los agentes económicos se encuentran con que sus portafolios han quedado fuera de equilibrio, esto es, a la tasa de interés oficial tiene demasiado dinero y muy pocos bonos.

Este exceso de oferta monetaria implica que la curva LM se desplace hasta LM' , como se muestra en la gráfica I.B.6. En cuanto a los efectos de una expansión monetaria y sin olvidar que nos encontramos bajo un tipo de cambio fijo y movilidad de capitales, las autoridades monetarias no pueden escoger a la vez la oferta monetaria y el tipo de cambio, pues las familias pueden convertir su dinero local a activos externos en la medida en que lo consideran conveniente.

Una expansión monetaria en este marco de referencia desplaza la curva LM hacia abajo, pero a medida que la tasa de interés interna tiende a caer, el capital sale del país, como se puede ver en la gráfica I.B.6. No obstante, como ni la curva IS ni la tasa de interés mundial varían, el equilibrio se mantiene en su punto inicial. En consecuencia, las familias con exceso de disponibilidad de dinero tratan de adquirir activos externos con el exceso de M .

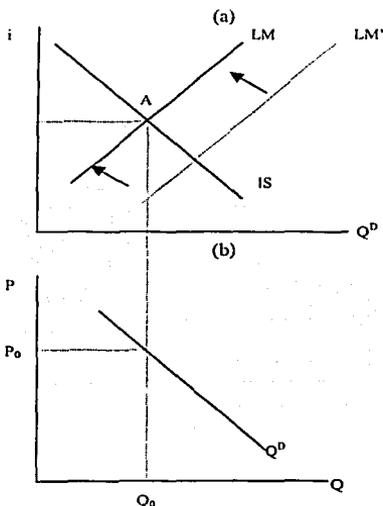
Con las familias tratando de comprar activos externos para reducir su tenencia de dinero, el tipo de cambio tenderá a depreciarse. El banco central interviene entonces, vendiendo divisas y absorbiendo dinero local. Esto significa que la curva LM retrocede hacia la izquierda al caer M y el banco central pierde reservas. En otras palabras, la expansión monetaria provoca una salida de capital, lo que a su vez revierte la expansión monetaria.

Este proceso no termina sino cuando la curva LM ha recorrido todo el camino de retorno hasta el equilibrio inicial. Esto implica que, en definitiva, la oferta monetaria no cambia, como tampoco lo hace la demanda agregada.

En conclusión, bajo un tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capitales, la política fiscal es muy efectiva para desplazar la demanda agregada pero la política monetaria es completamente inefectiva. Sin importar cuál sea la forma de la curva de oferta agregada, una expansión monetaria no afecta ni el producto ni los precios.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Gráfica I.B.6. Efectos de una expansión monetaria bajo libre movilidad de capitales:
(a) El esquema IS-LM. (b) La curva de demanda agregada.



TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

A continuación analizaremos como difieren las políticas macroeconómicas y sus efectos cuando el tipo de cambio es flexible. Consideremos en primer lugar los efectos de una política fiscal expansiva. Un incremento del gasto público desplaza la curva *IS* hacia la derecha. En la intersección de la nueva *IS* y la curva *LM*, la tasa de interés interna es más alta que la tasa de interés mundial, lo que provoca un flujo de entrada de capitales y una apreciación de la moneda.

La apreciación del tipo de cambio causa un deterioro en la balanza comercial y en la curva *IS* empieza a retroceder hacia la izquierda. Mientras la tasa de interés se mantenga por encima del nivel internacional, los flujos de entrada de capital seguirán apreciando el tipo de cambio. La curva *IS* seguirá moviéndose hacia la izquierda. El equilibrio final se alcanza en el punto *A* de la gráfica I.B.7.a, donde la curva *IS* retorna a su posición original.

La demanda agregada se mantiene inalterada y, de hecho, la curva de demanda agregada no se mueve de *Q^D* en la gráfica I.B.7-b. Así, bajo un tipo de cambio fijo, la expansión fiscal provocaba un incremento endógeno de la oferta monetaria. Aquí, por el

contrario, la expansión fiscal causa una apreciación de la moneda local, que compensa exactamente el efecto expansivo sobre la demanda que resulta del mayor gasto público.

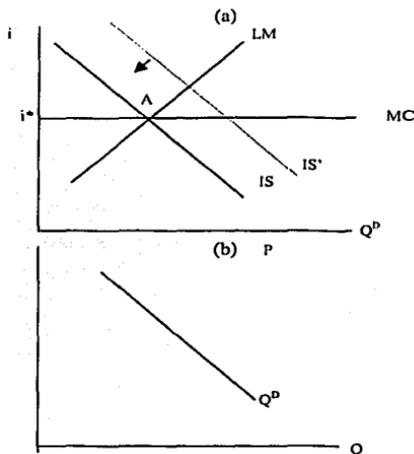
Por lo tanto, la demanda agregada se mantiene justo donde estaba originalmente. Este resultado es notable: la política fiscal es totalmente desplazada por una declinación de las exportaciones netas. En otras palabras, como $Q^p = C + I + G + BC$, el aumento de G se compensa con la caída de BC . La balanza comercial se deteriora exactamente en el monto que se aumentó el gasto público.

En la economía abierta con un tipo de cambio flexible y movilidad de capitales, la tasa de interés no puede subir; el desplazamiento se produce respecto de las exportaciones netas y no de la inversión. Un caso interesante de expansión fiscal bajo tipo de cambio flexible ocurrió en Estados Unidos a principios de los 80, durante el período presidencial de Ronald Reagan.

Ante la combinación de un incremento en el gasto militar y una reducción en las tasas de impuesto al ingreso, se produjo un abrupto aumento en el déficit fiscal. A su vez el crecimiento del déficit hizo subir la tasa de interés local, lo que atrajo capitales del exterior y apreció el dólar. Esto perjudicó las exportaciones y produjo un deterioro en la balanza comercial, todo conforme a lo esperado. Sin embargo, el caso estadounidense debe analizarse con más detalle, en el contexto de un país grande, ya que las decisiones fiscales de Estados Unidos tuvieron efectos muy importantes sobre la tasa de interés mundial.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Gráfica I.B.7. Efectos de una expansión fiscal bajo tipo de cambio flexible: (a) El esquema IS-LM. (b) La curva de demanda agregada.



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Ahora examinaremos lo que ocurre cuando el banco central incrementa la oferta monetaria a través de una compra de mercado abierto de bonos domésticos. Esta acción desplaza la curva LM hacia abajo en la gráfica I.B.8-a. La declinación incipiente de la tasa de interés doméstica provoca un flujo de salida de capitales del país, puesto que los inversionistas responden a la brecha entre la tasa de interés interna y la tasa de interés internacional.

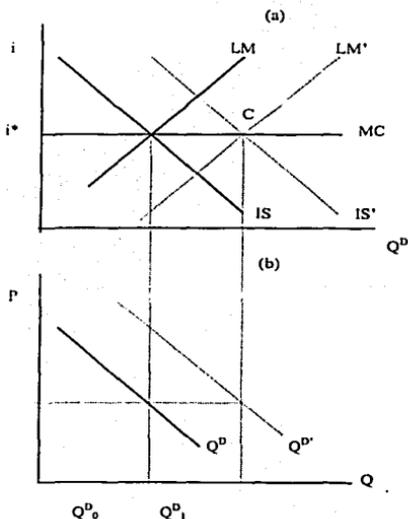
Este flujo de salida de capitales deprecia el tipo de cambio, lo que mejora la balanza comercial, induciendo así un desplazamiento endógeno de la curva IS hacia la derecha. Mientras la tasa de interés local se mantiene por debajo de los niveles mundiales, continúa la presión sobre el tipo de cambio y esto hace que la curva IS siga desplazándose hacia la derecha.

El nuevo equilibrio está en el punto C , en la intersección de la línea MC (donde $i = i^*$) y la curva LM' . La curva IS se ha movido endógenamente hasta la intersección desde el equilibrio original, vía depreciación de la moneda. En el nuevo equilibrio la tasa de interés no ha variado. La demanda agregada, sin embargo, aumentó de Q^D_0 a Q^D_1 en la gráfica I.B.8-a. Este incremento en la demanda proviene de un crecimiento de las exportaciones netas debido a la depreciación de la moneda.

Por tanto, para una economía pequeña y abierta con alta movilidad de capitales y tipo de cambio flexible, la política monetaria actúa a través de su efecto sobre el tipo de cambio y no a través de un efecto sobre la tasa de interés como sucedería en una

economía cerrada. Con $Q^D = C + I + G + BC$, la política monetaria bajo un tipo de cambio fijo (en una economía pequeña, abierta y con movilidad de capitales) actúa a través de sus efectos sobre BC , no sobre $C + I$. Como las curvas $IS-LM$ se dibujan para un nivel de precios dado, esto implica que la curva de demanda agregada se desplace a la derecha en la gráfica I.B.8.

Gráfica I.B.8. Efectos de una expansión monetaria bajo tipo de cambio flexible:
(a) El esquema IS-LM. (b) La curva de demanda agregada



TELLO CON
 FALLA DE ORIGEN

C. Transición de regímenes y sobre-reacción cambiaria

La sobre-reacción cambiaria en términos generales es un aumento inicial en la oferta monetaria, que provoca que la tasa de cambio spot en el corto plazo, sobre-reaccione, es decir sobrepase su nivel de equilibrio de largo plazo. La tasa de cambio spot diverge de su nivel de largo plazo, y la sobre-reacción de la tasa de cambio se debe a que las expectativas de una depreciación aumentan.

El análisis, para comprender el fenómeno de la sobre-reacción cambiaria, supone, como al principio, que el valor del tipo de cambio en el corto plazo está determinado en el mercado de activos. Suponemos, para el análisis, una economía pequeña y abierta en

condiciones de equilibrio en el mercado monetario, de igual manera suponemos que los agentes forman sus expectativas de manera racional, esto es que no cometen errores de manera sistemática ya que toman en cuenta toda la información para su comportamiento.

Los supuestos que introduciremos en el modelo simplificado, a continuación son:

- Mercado de activos
- Movilidad de capital
- Expectativas racionales
- Diferencias en el ajuste
- El mercado de activos se ajusta rápidamente
- El mercado de bienes se ajusta lentamente
- País pequeño
- Perfecta movilidad de capital
- Sustitución perfecta de activo domésticos y foráneos

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Entonces formalizamos para encontrar la conexión entre la política monetaria y la depreciación del tipo de cambio. Si utilizamos el postulado fuerte del enfoque de la *paridad del poder de compra* en donde el tipo de cambio (e) = p/p^* donde p y p^* son respectivamente los niveles de precios nacionales y externos; y la oferta monetaria real (m/p), es igual a una función $L(i, Y)$, intuitivamente si e depende tanto de p y p^* y éstos a su vez son una función de la oferta monetaria, interna y externa, entonces el tipo de cambio de e es una función de la oferta monetaria, $e = e(m)$.

$$r = r^* + x \quad \text{Perfecta movilidad de capital} \quad (1)$$

Donde r y r^* son iguales a la tasa de interés interna y externa respectivamente y x es igual a la tasa de depreciación esperada, mejor dicho, la expectativa del tipo de cambio; entonces, nuestra tasa de interés en este momento ya no es necesariamente igual a la tasa externa. Lo siguiente es expresar la formulación de las expectativas sobre el tipo de cambio. Los agentes esperan que el tipo de cambio se modifique en proporción a la diferencia entre el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo \bar{e} , y el tipo de cambio vigente e .

$$x = \theta (\bar{e} - e) \quad \text{Previsión perfecta} \quad (2)$$

Siendo θ el coeficiente de ajuste: Aquí consideramos que los agentes formulan expectativas de manera racional, es decir, conocen el valor exacto de \bar{e} . Para esta siguiente ecuación resumimos que si los agentes tienen certeza acerca del valor exacto de \bar{e} y la esperanza de su error de previsión (ϵ) es decir $E(\epsilon) = 0$, por lo tanto, el parámetro θ será el correcto. Ahora, tomando en cuenta la ecuación de la tasa de interés (2), la expectativa de evolución del tipo de cambio con la ecuación de demanda de dinero (saldos reales) es la siguiente:

$$m - p = -\lambda r + \phi y \quad \text{Equilibrio monetario } Ms = Md \quad (3)$$

Donde e es el nivel de producto, m la oferta monetaria, p el nivel de precios y λ y ϕ los coeficientes paramétricos. Las combinamos y resolvemos para la condición de equilibrio del mercado de activos:

$$p - m = -\phi y + \lambda r^* + \lambda \theta (\dot{e} - e) \quad \text{Equilibrio con expectativas (4)}$$

Esta condición de equilibrio supone el cumplimiento de tres condiciones. Que la demanda de dinero sea igual a la oferta, que los tipos de interés, una vez tomada en cuenta la tasa de depreciación, se igualan internacionalmente y que las expectativas se forman de acuerdo a la ecuación (2). Podemos expresar esta ecuación en términos de desviaciones del equilibrio en el largo plazo de la siguiente forma:

$$p - m = \lambda r^* - \theta y \quad (5)$$

donde consideramos la cantidad de dinero, el tipo de interés externo y el nivel de producto como dados. Resultado que en un estado de crecimiento sostenido la depreciación esperada y verdadera se suponen que son iguales a cero. Restando la ecuación (5) de (4), obtenemos:

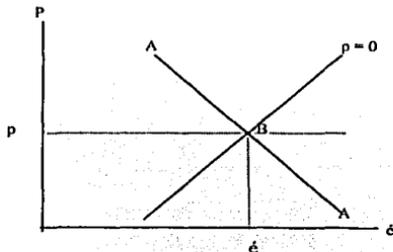
$$p - \bar{p} = \lambda \theta (\bar{e} - e) \quad (6)$$

o

$$e = \bar{e} - (1/\lambda \theta)(p - \bar{p}) \quad (6a)$$

La ecuación (6a) se dibuja en la gráfica I.C.9 como la función AA. Ésta muestra que cuando el nivel de precios se encuentra por encima de su nivel de equilibrio en el largo plazo, el tipo de cambio será menor que el nivel de tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo. En este caso la expectativa de la tasa de equilibrio en el tipo de cambio será de depreciación, caso contrario si la expectativa es de apreciación, el tipo de cambio *spot* deberá estar por encima de su nivel de equilibrio en el largo plazo.

Gráfica I.C.9. Equilibrio en el mercado de activos



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

La curva de la función $p = 0$ implica el equilibrio no inflacionista de largo plazo en el mercado de bienes. En donde se supone que un incremento del nivel de precios crea un exceso de oferta y un incremento en la tasa de interés. Para restablecer el equilibrio,

el tipo de cambio debe depreciarse más en proporción al impacto deflacionista de mayores tasas de interés.

Hasta aquí hemos analizado el equilibrio en el mercado de activos en el corto plazo con el tipo de cambio y el nivel de precios. Podemos ahora hacer un análisis sobre el ajuste que este mercado realiza ante un incremento repentino de la oferta monetaria. Ante este aumento, los agentes podrán esperar que el tipo de cambio y el nivel de precios de equilibrio en el largo plazo se mantendrá como constante debido a que en el largo plazo el dinero es neutral.

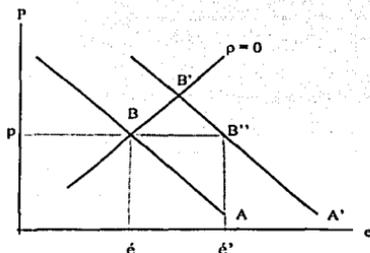
En términos gráficos (ver la gráfica I.C.10), se considera que la economía pasa del punto B al B' debido a que los precios en el mercado de bienes se ajustan con menos dinamismo, es decir, más lentamente. Entonces, este incremento en la oferta monetaria (de A a A') en el corto plazo equivale a un incremento en los saldos reales de dinero, disminuyendo con ello la tasa de interés, impactando al tipo de cambio en el corto plazo hacia una depreciación debido a que se deduce de la ecuación (6a) que el tipo de cambio y el nivel de precios de equilibrio en el largo plazo se incrementarán.

La magnitud en la que el tipo de cambio se depreciará será:

$$de/dm = 1 + (1/\lambda) \quad \text{La sobre-reacción} \quad (7)$$

teniendo en cuenta que $de = dp = dm$ debido a la neutralidad del dinero en el largo plazo.

Gráfica I.C.10. Equilibrio en el mercado de activos, con un incremento en la oferta monetaria



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

En consecuencia, el tipo de cambio de corto plazo se sobre-reaccionará, por encima del incremento en el tipo de cambio a largo plazo. Como en el corto plazo, el nivel de precios se ajusta más lentamente podemos decir que este nivel está dado, entonces para equilibrar el mercado de activos el tipo de cambio debe depreciarse hasta el punto B'' que es el nivel hasta donde llega el sobreajuste.

Entonces para obtener una expectativa de apreciación, el tipo de cambio *spot* tiene que ser mayor que el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo. Esa apreciación se realizará de manera tal que al mismo tiempo el nivel de precios en el corto plazo vaya incrementándose hasta alcanzar su nivel de equilibrio en el largo plazo.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CAPÍTULO II CONSEJO MONETARIO Y DOLARIZACION

A su término podrían aguardarnos la racionalidad, la igualdad y la creatividad en armonía y los hombres podrían vivir en libertad. Aspirar a esto es el auténtico desafío.

Herman Van Der Wee, *Historia Económica Mundial del siglo XX Prosperidad y crisis, reconstrucción, crecimiento y cambio, 1945-1980*. Ed, Crítica, Barcelona, España, 1986.

Vengan escritores y críticos
que profetizan con su pluma
y mantengan abiertos los ojos.
Nunca volverán a tener otra oportunidad
Y no se precipiten
pues la rueda todavía esta girando
pues los tiempos están cambiando...

Bob Dylan

Una moneda incierta y desordenada es una deficiencia vital de la sociedad, porque se hace sentir profundamente en toda la vida económica.

Carl Menger en Samuelson (1997)

A. REGÍMENES CAMBIARIOS ALTERNATIVOS

En este capítulo analizaremos tanto el tipo de cambio fijo como el flexible, cuáles han sido sus logros y sus fracasos. Así de acuerdo a la nueva ordenación económica desencadenada a partir de la segunda posguerra, concretamente, con la confrontación y ulterior consolidación del Fondo Monetario Internacional (FMI) como el mecanismo institucional para regular el sistema financiero internacional y el régimen cambiario, la discusión en torno a la regulación de los sistemas monetarios se insertó en las mesas de discusión tanto académicas, como políticas.

Recordemos cómo los diversos esfuerzos por estabilizar un sistema monetario internacional literalmente desquiciado por los embrollos de la guerra, y el rompimiento de un esquema económico ligado comercialmente al librecambismo y en sus repercusiones productivas al fordismo, vinieron a crear un patrón ligado al dólar como la moneda "dura" *par excellence*.

Y es aquí donde nos detendremos brevemente para analizar el acuerdo de Bretton Woods, dicho régimen, proponía tipos de cambio relativamente fijos. Así mantener un tipo de cambio fijo con respecto a otra moneda, quiere decir que se está dispuesto a intercambiar una cierta cantidad ilimitada de dinero nacional por activos denominados

en divisas a dicho tipo de cambio, para poder fijarlo el banco central debe de intervenir en el mercado de divisas en cualquier momento que sea necesario, esto con el fin de evitar que se produzca un exceso en la oferta o en la demanda de activos denominados en su moneda.

El compromiso de mantener fijo el tipo de cambio obliga al banco central a sacrificar su capacidad de utilizar política monetaria para estabilizar su economía, y por su parte una política fiscal expansiva no causa a corto plazo una apreciación real, que tenga un efecto de desplazamiento en la demanda agregada, lo que obliga al banco central a comparar activos externos y a incrementar su oferta monetaria.

A largo plazo la política fiscal expansiva origina una apreciación real de la moneda, un incremento de la oferta monetaria y un aumento en el nivel de precios internos, mientras que una devaluación hace que los niveles de oferta monetaria y precios a largo plazo aumenten en proporción al tipo de cambio. Así una crisis de balanza de pagos se produce cuando los participantes en el mercado esperan que el banco central modifique el tipo de cambio.

Por otra parte cuando en un sistema mundial de tipo de cambio fijo, en que los países vinculan el precio de su moneda a una divisa de reserva, esto implica una sorprendente asimetría, en donde el país emisor de la divisa reserva, que no tiene que fijar ningún tipo de cambio, puede influir en la actividad económica, tanto interna como externa, mediante la política monetaria, lo que refleja el hecho de que el país emisor de dicha divisa no contribuye a la carga de financiar su balanza de pagos.

En general el sistema de tipos de cambio fijos funciona como ya se menciono anteriormente y a pesar de que este funcionó casi una década—de 1950 a 1960— este empezó a experimentar dificultades, y la caída definitiva del régimen Bretton Woods se da en marzo de 1973 y representó un cambio fundamental de un sistema ajustable a un amplio régimen de tipo de cambio flexible.

Luego, con la fractura de Bretton Woods a principios de los setentas, la flotación de las diversas monedas se implementó como el mecanismo más adecuado para que se diversificara el sistema monetario internacional. Aquí podemos reconocer a los procesos embrionarios de una globalización que erosiona a partir de la segunda posguerra. Y podemos reconocer igualmente otro rasgo el "renacimiento" de Europa como espacio importante por sí mismo.

Y a partir de la década de los setenta cuando comienza a desligarse de la égida que Estados Unidos había querido imponer en el viejo continente; así, la globalización de las monedas también aparece, ya que las monedas fuertes de Europa, como el marco, la libra y el franco, se desligaron del patrón dólar y comienzan a cotejarse, equipararse con otras—entre ellas y con el ascendente poder del yen japonés—.

Así, aunque no se sigue un patrón dólar, si se da aún una tácita adherencia natural a éste, con salvedad de una libre flotación. Empero, a partir de fines de los setentas y principios de los ochentas, surgen diversas opciones sobre la discusión del tipo de cambio: ¿por qué? Pues porque en términos teóricos, se había validado ya en ese entonces el neoliberalismo económico promovido por Friederich August von Hayek y

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Milton Friedman principalmente, con el paradigma monetarista como bandera de las cuestiones financieras.

Ahora pues, analizaremos cómo funciona el tipo de cambio flexibles. Un sistema de cambios flexibles es aquel en el que el tipo de cambio es determinado por las fuerzas de mercado de la oferta y la demanda. "Es decir, en un sistema de tipos de cambios flexibles, los precios relativos de las monedas son determinados por las compras y ventas entre los individuos, las empresas y los estados" (Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus, 1997).

Dentro de la clase de sistemas de tipo de cambio flexibles, cabe distinguir dos casos importantes: el sistema de fluctuación libre y el de fluctuación controlada. La diferencia entre las dos depende del grado de intervención del Estado. Si el Estado interviene en los tipos de cambio cuando compra o vende su propia moneda u otras para influir en los tipos de cambio, los gobiernos generalmente suelen intervenir mucho cuando creen que el tipo de cambio de su país sí es más alto de lo deseable.

En un sistema de tipos de cambio libremente fluctuantes, los precios son determinados por las fuerzas de la oferta y la demanda, es decir deja que el mercado de divisas determine el valor del dólar. En la realidad pocos países dejan que su moneda fluctúe libremente, dirigen sus tipos de cambio, interviniendo para impedir que experimente grandes fluctuaciones o incluso para mantener una paridad o tipo de cambio objetivo con respecto a otros países.

En general, la defensa de la flexibilidad de los tipos de cambio se argumentó ya que proponía mayor autonomía monetaria y simetría y que dichos tipos de cambio darían a los responsables de las políticas macroeconómicas nacionales una mayor autonomía para dirigir sus economías, así como también se predijo que los tipos de cambio flotantes eliminarían rápidamente los desequilibrios fundamentales, que habían conducido a los cambios de paridad y a los ataques especulativos bajo tipo de cambios.

Pero, por otra parte, estaban los críticos de los tipos de cambio flexibles, ya que algunos temían que la flotación fomentara los excesos monetarios y fiscales, y las políticas de empobrecimiento. Otros críticos mantenían que los tipos de cambio flexibles estarían sujetos a especulaciones desestabilizadoras, y que la incertidumbre sobre los tipos de cambio perjudicaría el comercio y la inversión internacionales.

Finalmente, algunos economistas se preguntaban si los países estarían dispuestos, en la práctica, a no hacer caso a los tipos de cambio al formular tanto sus políticas monetarias como sus políticas fiscales. Pensaban que el tipo de cambio era suficientemente importante como para convertirse en un objetivo de la política económica por sí mismo.

En 1991, se cumplieron dos decenios desde la introducción de los tipos de cambio flexibles y muchos economistas han coincidido en señalar "teníamos grandes esperanzas de que los tipos de cambio flexibles permitieran a nuestras economías adaptarse a las variaciones de las condiciones económicas nacionales sin producir ciclos económicos o fluctuaciones monetarias inaceptables. Pero al dejar las monedas al libre mercado, éstas han vagado como una pandilla de marineros borrachos. Debemos controlar de alguna

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

manera estos discoloros tipos de cambio" (Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus, 1997).

En este contexto, es muy importante la contribución de Friedman. De aquí en adelante me referiré al tema de los regímenes cambiarios en la contemporáneo. Así, retomando a Friedman, es claro que para éste existe una franca adhesión al tipo de cambio flexible. El argumento friedmaniano para defender el tipo de cambio flexible es que bajo el escenario del libre mercado, si un país tiene superávit (entradas de divisas externas) o sea, un exceso de demanda local de divisas externas, luego entonces el tipo de cambio subirá.

Si hay un superávit, los tenedores de moneda local especularán con ésta vendiéndola para comprar otra divisa, así habrá mayor cantidad de moneda local y crecerán las reservas para absorber el superávit. Si el caso es déficit, aquellos tenedores comprarán moneda local ayudando a subsanar el déficit.

Este punto es sumamente importante, ya que, en estos tiempos en que el mercado plenamente desregulado se erige como el espacio único de relaciones económicas, las condiciones impelen a los diversos países por conseguir un nicho en dicho mercado, luego entonces, si asumimos verdadera a la competitividad como la llave para acceder a las bondades del mercado mundial, tener un tipo de cambio que favorezca la competitividad es una condición muy importante.

En consecuencia, a decir del gurú del monetarismo, "el tipo de cambio es, por consiguiente, un precio en potencia extremadamente sensitivo. Las modificaciones en el tipo de cambio se producen automáticamente, y continuamente, y de este modo tienden a producir movimientos correctivos antes de que se acumulen tensiones que originen más crisis" (M. Friedman, 1967). Es claro ya que la visión de Friedman, toda medida para resolver las crisis como la mexicana del 94 y otros casos, consiste en la libre flotación de la moneda, es decir, en un tipo de cambio flexible.

Regresando al tema de la competitividad, un tipo de cambio flexible es adecuado en tanto se inserta en un ambiente de vaguedad, flexible, abierto y en constante variación que no soportaría un esquema de tipo monetario internacional, en donde la información fluye con tal vértigo, y las telecomunicaciones permiten transferir sumas exorbitantes de dinero de un lugar al polo opuesto, que un régimen fijo reventaría a la brevedad.

Por tal causa, bajo un régimen flexible, consideremos que si un país devalúa su moneda con respecto a otra, abarata sus exportaciones y encarece las importaciones, ya que el tipo de cambio real no es otra cosa que el costo real de las importaciones. En este caso, la economía externa paga "menos" a la economía doméstica, y por otro lado sus mercancías, para ser importadas, requieren de un pago mayor. El tipo de cambio, al ser el costo real de las importaciones, actúa como catalizador en la balanza comercial, como un artillugio de equilibrio.

Es éste precisamente el efecto conocido como de "absorción", consistente en la especulación llevada a cabo por los tenedores de moneda doméstica para cubrir, ya sea un déficit o aligerar el superávit en las entradas de divisas extranjeras. Así, "si se considera, por ejemplo, que el alza del tipo de cambio será sólo temporal, los tenedores

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

de la moneda de esos países tendrán el incentivo de vender o comprarla a un precio más bajo" (M. Friedman, 1967).

Actuando de esa manera, proporcionan la cantidad de moneda nacional necesaria para absorber el exceso de demanda que ha ocasionado la subida inicial del tipo de cambio; esto es, absorber parte de lo que hubieran sido entradas del superávit de divisas al tipo de cambio anterior. Inversamente, si se considera que la baja será temporal existirá un incentivo para comprar moneda nacional con el objetivo de revenderla a un precio más alto.

Evidentemente, el paradigma friedmaniano se trata de un enfoque validado por los tipos de cambio flexibles, desafiados a la lógica del mercado libre. La absorción de déficit o superávit está en relación directa a la óptica lucrativa de aquellos tenedores de moneda local, acelerando ya sea el alza o la baja de cambio hasta lograr el vanagloriado equilibrio. Las condiciones contemporáneas de la economía planetaria impelen a la búsqueda de mecanismos adecuados para acometer la laxitud de un sistema monetario desregulado e inestable.

Estos mecanismos deben ser precisamente relajados para adecuarse a las características mismas de este sistema. Así, en el corto plazo, un tipo de cambio flexible es pertinente para ir acorde a las tendencias mundiales, pero un tipo de cambio mixto a largo plazo es una alternativa a considerar a nivel mayoritario para que pueda ser efectivo, no obstante dependerá del consenso y los acuerdos institucionales pertinentes.

Insistimos, mientras la vaguedad, la incertidumbre, el vértigo continúe, no podrá ajustarse un sistema monetario equilibrado en el tiempo que quede exento a las variaciones tan frecuentes que cada día soportamos con mayor cercanía y que han sido signados en los países periféricos con nombres tan folclóricos como efectos "tequila", "vodka", "dragón", "samba" y "tango".

Por otro lado, debemos recordar que la globalización no se basa ni puede basarse enteramente en el tipo de cambio y sus manipulaciones. Recordando al célebre economista chileno Fernando Fajzylber, la competitividad basada en los artilugios monetarios resulta una competitividad espúrea, mientras que la competitividad real, sólo puede encontrarse en los incrementos derivados de la producción.

B. CONSEJO MONETARIO

En este apartado y el siguiente analizaremos cómo debido a la crisis financiera internacional que comenzó en nuestro país en 1994-1995 y más recientemente sacudió el sudeste asiático, Rusia y Brasil ha suscitado serios interrogantes sobre la viabilidad del orden monetario actual. "Por ello es que el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Robert Rubin, insiste en una "nueva arquitectura financiera global". La verdadera disyuntiva es si el gobierno o el mercado debe ser el centro del nuevo universo monetario" (Dorn, 1999).

El sistema monetario de caja de conversión es un mecanismo extremo de fijación del tipo de cambio cuya característica es el respaldo del 100% de la base monetaria con

una moneda de reserva. Sus orígenes se remontan a 1849, cuando fue implementado por primera vez en Mauritania, una pequeña isla de la colonia británica. Las cajas de conversión se desarrollan lentamente en países pequeños, hasta alcanzar su pico en los años cincuenta, cuando fueron bruscamente abandonadas, acusadas de ser un vértigo del colonialismo.

Décadas más tarde, y a medida que el sistema de bancos centrales se volvía incapaz de proveer estabilidad económica a las pequeñas economías del tercer mundo, las cajas de conversión volvieron a ser una alternativa atractiva. Hong Kong, Argentina y muchos otros países han implementado este sistema en las dos últimas décadas, y su éxito ha sido catalogado por algunos como "milagroso" (Cavallo, 1998). Aunque ahora con la situación actual de Argentina y la salida de la caja de conversión su éxito aún es cuestionable.

El modelo de consejo monetario implica reconvertir el actual sistema monetario en una especie de patrón dólar, es decir, un sistema monetario donde toda la masa monetaria esté totalmente respaldada por reservas en dólares. Este sistema se basa en tres elementos: un tipo de cambio fijo a una paridad realista, total convertibilidad de la moneda nacional con la moneda "ancla", y una ley monetaria a nivel constitucional que prohíba al banco central (o consejo monetario) aumentar la base monetaria más allá de las reservas "líquidas" disponibles en divisas o metales preciosos.

Bajo este sistema la estabilidad del sistema monetario no depende de juicios discretionales, sino de reglas bien definidas. En un consejo monetario, el señoríaje se deriva de las ganancias en intereses sobre el monto de reservas disponibles. En países de baja inflación el señoríaje representa un 1% del PIB. El análisis de costo-beneficio debe medir esta pérdida con relación a las ganancias en crecimiento de una baja dramática en las tasas de interés. Bajo este esquema, el banco central es sustituido por un consejo monetario cuyo único objetivo es mantener la estabilidad de la moneda.

Para ello se determina una moneda internacional que será usada como reserva principal y se establece un tipo de cambio fijo en relación a la moneda escogida a la reserva. Para asegurar la convertibilidad de la moneda, se establece como regla inquebrantable que la base monetaria (que corresponde a la cantidad de dinero en poder del público y a los depósitos de los bancos comerciales en el banco central) debe estar respaldada en al menos un 100% por las reservas de la moneda escogida.

De esta forma, el país que adopta este esquema "importa" la credibilidad del banco central cuya moneda ha escogido como reserva. El consejo monetario tiene control limitado sobre la cantidad de dinero que circulará en la economía, y por lo mismo su influencia sobre las tasas de interés será prácticamente nula. Adicionalmente, el consejo monetario no actúa como prestamista de última instancia ni regula la actuación de los bancos comerciales.

"Esto es relevante porque al no haber un prestamista de última instancia, los bancos comerciales están más dispuestos a enfrentar corridas que amenacen su existencia, sobre todo si no mantienen una posición sólida. Usualmente, un consejo monetario tampoco recibe depósitos de los bancos comerciales, por lo que son estos

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

bancos los responsables de tener reservas suficientes para garantizar los depósitos del público¹ ”.

Una característica importante es que el consejo monetario no puede, en teoría, prestarle al gobierno para financiar su déficit, además de que está más protegido a la presión política que pudiera ejercerse sobre él. De la misma forma, y en teoría, un consejo monetario no puede crear inflación por que no controla la cantidad de dinero en circulación.

El señoríaje que obtiene (que es la ganancia por emitir una moneda) proviene sólo de la diferencia entre la tasa de interés que recibe por sus activos y los gastos de operación, ya que sus pasivos (papel moneda) no pagan intereses. El señoríaje por inflación que actualmente obtiene un banco central y que es usualmente considerable, no se obtiene en un consejo monetario.

Bajo este esquema de tipo de cambio fijo y tasas de interés influidas exógenamente, los ajustes en la cantidad de dinero están determinados por la variación de las reservas internacionales, que son el resultado de la balanza de pagos del país, y su impacto es directo sobre la actividad económica. Para instrumentar con éxito un consejo monetario se requiere que se cumplan ciertas condiciones de tal forma que es necesario, un periodo de transición donde dichas condiciones se establecen.

En su forma más general, los pasos para la instrumentación de un consejo monetario son los siguientes² :

- a) Delegar a otras instituciones las funciones del banco central diferentes de proveer la base monetaria; es decir, todo lo relacionado con supervisión, investigación, generación de información económica, etc. De especial importancia es definir qué se hará con la función de prestador de última instancia.
- b) Permitir un periodo breve de flotación completamente libre del tipo de cambio. Dado que el tipo de cambio se va a fijar de manera permanente, es muy importante que el nivel en el que se fije sea muy cercano al nivel de equilibrio, ya que de lo contrario se inducen distorsiones graves en la economía y en el funcionamiento de los mercados. De acuerdo a Hanke, permitir una flotación completamente libre por un periodo de 90 días es suficiente para que el mercado ubique al tipo de cambio en su nivel de equilibrio. Para permitir una flotación realmente libre, hay que eliminar todas las regulaciones cambiarias vigentes.
- c) Hacer transparentes y predecibles las acciones del banco central. Para ello, el banco central deberá publicar toda la información importante, sobre todo respecto a su balance, y deberá evitar acciones de política que desconcierten o desestabilicen en los mercados. También es muy recomendable que comience

¹ A menos que se consiga que el banco emisor de la moneda escogida como reserva esté dispuesto a ser prestamista de última instancia.

² De acuerdo a Steve Hanke, que es uno de los principales promotores del esquema de consejo monetario.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

a observarse una correspondencia entre la base monetaria y el monto de reservas internacionales.

- d) Convertir parte de las reservas de los bancos comerciales en billetes y monedas del consejo monetario o en activos internacionales. Cancelar la parte restante de las reservas de los bancos en poder del banco central para evitar que esto genere inflación, lo que quiere decir destruir la cantidad de billetes y monedas anteriores en poder del banco central.
- e) Al mismo tiempo, el consejo monetario se asegurará de contar con el mínimo necesario (por lo menos 100%) para respaldar su base monetaria con reservas internacionales.
- f) Referir los activos y pasivos restantes del banco central al consejo monetario, el cual comienza a operar. El banco central dejará de existir.

De acuerdo a Hanke (1990), un período de 120 días es suficiente para implementar un consejo monetario en términos generales. Ahora bien, existen varios problemas que deben resolverse para la implementación del consejo monetario. Uno de estos problemas es la elección de la moneda extranjera que se utilizará como reserva internacional.

Dada la formación de grandes bloques comerciales, la elección de la moneda que será utilizada como reserva es relativamente simple ya que basta con ver si el comercio del país se encuentra en la esfera de influencia del dólar, del euro o del yen japonés. Otro problema es determinar la cantidad mínima de reservas internacionales que se requerirán para respaldar la base monetaria, y que dependerán no sólo del tamaño de la base, sino de la cantidad de depósito de los bancos comerciales en el banco central y de otras consideraciones.

También es relevante la cuestión de cómo se obtendrán, en dado caso de que no se cuenten con ellas, las reservas internacionales para respaldar la base monetaria. Finalmente es muy importante anticipar las consecuencias inmediatas de la adopción de un esquema de consejo monetario, lo que dependerá en gran medida de la situación en que se encuentra la economía.

Si, por ejemplo, se implantara un consejo monetario en una situación de fuertes desequilibrios macroeconómicos (como un déficit fiscal o un déficit en cuenta corriente elevados), los efectos de su aplicación pueden resultar traumáticos para el desempeño de la economía, ya que esto se tendría que ajustar abruptamente a las nuevas condiciones de liquidez que regirán bajo el nuevo esquema, y pudiera resultar incluso insostenible.

Como ya mencionamos anteriormente en este régimen las reservas son iguales al 100% o más de los billetes y monedas en circulación, de acuerdo a la ley. Este régimen genera ganancias (señoraje) de la diferencia entre el interés ganado de sus reservas de activos (moneda de respaldo extranjera) y el gasto de mantener sus pasivos (billetes y monedas en circulación). Una caja de conversión ortodoxa no tiene control discrecional

sobre la cantidad de billetes, monedas y depósitos que provee, ya que las fuerzas determinan el dinero en circulación.

Las características de la caja de conversión son:

- a) **Convertibilidad:** el sistema de cajas de conversión es un sistema de tipo de cambio fijo. Una caja intercambia billetes y monedas por un activo de reserva externo y viceversa a una tasa fija. La mayoría de las cajas de conversión emplearon *securities* denominados en moneda extranjera como su activo de reserva, es decir a la moneda de respaldo. La caja de conversión cobra una pequeña cuota para cubrir los costos de las transacciones de intercambio, pero no necesariamente, ya que sus intereses ganados podrían exceder por mucho a sus gastos.

El sistema de caja de conversión permite la completa convertibilidad de sus billetes en la moneda de respaldo. Ya que los depósitos bancarios son convertibles a los billetes y monedas de la caja a una tasa fija, los depósitos igualmente son convertibles a la moneda de respaldo. Sin embargo, la caja de conversión no tiene la responsabilidad de convertir los depósitos en billetes y monedas. Los bancos deben de mantener las reservas necesarias de billetes y monedas emitidos por la caja para satisfacer la demanda de los depósitos de los consumidores.

Generalmente, la caja de conversión no es el único poseedor de moneda de reserva en un sistema de caja de conversión: los bancos comerciales también cuentan con esa facultad. Las personas que desean convertir los depósitos de moneda local a extranjera, pueden hacerlo directamente, intercambiando depósitos en moneda local por moneda extranjera en su banco o pueden hacerlo indirectamente transformando en efectivo los depósitos por notas emitidas e intercambiando estas notas por moneda extranjera en la caja.

Por último, el término de convertibilidad ilimitado en la moneda de respaldo, esto implica que el sistema de caja de conversión ortodoxo, no existe restricciones en las transacciones de cuenta corriente (compra-venta de bienes y servicios) y de cuenta de capital (compra-venta de activos financieros como bonos extranjeros).

- b) **Moneda de respaldo:** la moneda de respaldo es la que se elige por su estabilidad y por la aceptación internacional que tiene. Para la mayoría de las cajas de conversión que existen, las monedas de respaldo son generalmente la libra esterlina y el dólar americano. El país que emite la moneda de respaldo se le denomina país de respaldo.
- c) **Política monetaria:** una caja de conversión carece de poderes discrecionales; es decir el banco central no utiliza la oferta monetaria como herramienta correctiva. Al fijarse el tipo de cambio, el stock de dinero en la economía se ajusta automáticamente. Las operaciones en una caja de conversión son completamente pasivas y automáticas. La única función de una caja es intercambiar billetes y monedas por la moneda de respaldo a una tasa fija. A diferencia de un banco central, una caja de conversión ortodoxa no le presta al

gobierno, a bancos locales o a empresas. En este sistema, el gobierno puede financiar su gasto sólo con impuestos o préstamos externos

- d) Reservas: una caja de conversión cuenta con activos externos iguales al menos al 100% de los billetes y monedas en circulación. Los activos pueden ser *commodities* (los cuales son externos en el sentido de que el sistema financiero no los crea), moneda extranjera, o más frecuentemente, *securities* emitidos en el extranjero denominados en la moneda de respaldo. El 100% de activos externos garantiza que si todos los poseedores de billetes y monedas quisieran convertirlos en monedas de respaldo, la caja de conversión cuenta con la capacidad de hacerlo.

La caja de conversión cuenta con una proporción de reservas en forma líquida, como depósitos bancarios en el país de respaldo. Si las condiciones lo permiten, la caja también puede hacer algunas reservas en formas líquidas pero más productivas, como *securities* de largo plazo. Es por eso que comúnmente, las cajas de conversión mantienen reservas de 105 o 110% de sus pasivos, es decir, para tener un margen de protección por si estas inversiones menos líquidas pierden su protección.

- e) Inflación y tasa de interés: una caja de conversión no trata de influir en la tasa de interés, ya que establece una tasa de descuento como un típico banco central. El tipo de cambio fijo con la moneda de respaldo alienta al arbitraje que tiende a mantener las tasas de interés y la inflación en el país igual que en el país de respaldo. Sin embargo, ocurren excepciones en países que reemplazan a bancos centrales altamente inflacionarios por cajas de conversión.

En estos casos, los precios de los bienes son bajos (inicialmente) en términos de la moneda de respaldo, ya que la moneda local carece de confianza. Con una moneda suave ocurre un período de incremento de precio; la inflación es más baja y es mayor que en el país de respaldo. Esto es normal y no crea presiones económicas para devaluar la moneda: el precio aumenta gradualmente y la inflación anual cae a un dígito, como sucedió en Argentina.

- f) Señoriaje: el señoriaje es por definición el ingreso que percibe el gobierno como resultado de su poder monopólico de emisión de moneda. Al imprimir moneda el costo es muy bajo y los billetes y monedas pueden cambiarse por bienes y servicios. Por lo tanto, el señoriaje puede medirse por el poder adquisitivo del dinero que se pone en circulación en un período determinado. A diferencia de los bonos o la mayoría de los depósitos bancarios, los billetes y monedas no pagan interés; ya que son como un préstamo libre de interés para las personas que lo posean.

El flujo anual del señoriaje es simplemente el incremento en el volumen de la moneda doméstica, asumiendo que no hay remuneración de requerimientos de reservas de los bancos. Como contraparte de la emisión de moneda, el banco central adquiere activos que pagan interés, como las monedas extranjeras, bonos del gobierno y préstamos a los bancos privados. En un consejo monetario (caja de conversión) por ejemplo, el banco central debe adquirir reservas externas en una cantidad igual a la emisión de moneda doméstica.

Como resultado de la emisión de deuda que no genera interés (moneda) y el stock de activos que ganan interés (reservas extranjeras), el banco central percibe beneficios, los cuales, generalmente, son llamados señoría (incremento en volumen de moneda doméstica) y el resultado de la ganancia del banco central puede crear alguna confusión. De acuerdo a Guidotti (1992) es útil mostrar, entonces que estas dos cantidades son equivalentes en valor presente. Para el consejo monetario, puede hacerse de la siguiente manera. Primero, el valor presente del incremento anual de la moneda es igual a:

$$S_1 = M_t - M_{t-1} + [M_{t+1} - M_t / (1+i)] + [M_{t+2} - M_{t+1} / (1+i)^2] + \dots \quad (1)$$

Segundo, los beneficios del banco central son el interés ganado de las reservas (este en divisa) en el cual el valor presente es igual a:

$$S_2 = [iM_t / (1+i)] + [iM_{t+1} / (1+i)^2] + [iM_{t+2} / (1+i)^3] + \dots \quad (2)$$

Recordando del lado derecho de la ecuación (1) tenemos:

$$S_1 = -M_{t-1} + [iM_t / (1+i)] + [iM_{t+1} / (1+i)^2] + [iM_{t+2} / (1+i)^3] + \dots = S_2 - M_{t-1} \quad (3)$$

Así se muestra que las dos medidas son equivalentes en valor presente, excepto por el stock inicial de dinero M_{t-1} . Aquí la ganancia del emisor va hacer igual al interés ganado sobre las reservas menos el gasto de colocar billetes y monedas en circulación. Los gastos generalmente son inferiores al 1% anual de los activos. Adicionalmente, si los billetes y monedas se destruyen, la ganancia neta del emisor aumenta, ya que los pasivos se ven reducidos pero los activos no. Típicamente, la ganancia de una caja de conversión es aproximadamente el 1% del PIB por año —como ya se mencionó al inicio del capítulo—. Poseer una caja de conversión e vez de utilizar directamente moneda extranjera (dolarización) captura directamente el señoría para el gobierno local.

Ahora daremos algunas de las ventajas que se tendrían al adoptar un consejo monetario y es que³ si se hace bien y se escoge una moneda internacional sólida como reserva, la economía mostrará también una gran estabilidad, observándose una reducción casi instantánea en la inflación y en las tasas de interés. Desde luego, el valor de la moneda de un consejo monetario resulta de una gran solidez.

Adicionalmente, al reducirse la inflación y mantenerse la paridad cambiaria, la incertidumbre se reduce de forma significativa y con ello se promueve la inversión y el crecimiento económico. La principal ventaja es que, bajo este esquema, el gobierno no puede crear inflación para financiarse, lo que induce una mayor inestabilidad en la economía. El punto es que este esquema obliga a una mayor congruencia en la política económica. La política monetaria no financia a la política fiscal, por lo que esta última es limitada.

Si bien es cierto que contar con una moneda estable que conserve su valor es una condición que ayude extraordinariamente al buen desempeño de la economía, no es la única condición que debe cumplirse para ello. Además, el esquema de un consejo

³ Es decir, si se escoge una moneda que se mantendrá estable, si se calcula bien la cantidad de reservas internacionales necesarias, si se resuelven primero los problemas del sector financiero y si el tipo de cambio se fija muy cerca de su nivel de equilibrio de largo plazo.

monetario no es suficiente por sí solo para garantizar la estabilidad de la moneda. Una gran desventaja en este esquema es que elimina dos de los principales mecanismos de ajuste de la economía ante choques externos (los precios y el tipo de cambio).

A la vez limita el funcionamiento de las tasas de interés como mecanismo de ajuste, por lo que todo el impacto de estos choques se transmite a la actividad productiva, al crecimiento económico y al empleo. Adicionalmente, al mantenerse un tipo de cambio fijo se evita que los ajustes en los precios relativos de la economía se realicen libremente, lo que significa la existencia de importantes distorsiones en el funcionamiento de los mercados.

Si existiesen desequilibrios importantes en la economía (como un déficit fiscal elevado o un déficit importante en la cuenta corriente) a la hora de la aplicación del consejo monetario, entonces el ajuste de la economía puede resultar traumático para la actividad económica y el empleo. De la misma forma, si el sistema financiero no se encuentra en una posición sólida y saludable y no se hace nada previo para remediar esta situación, la aplicación de este esquema podría implicar la quiebra del sistema de pagos del país.

El consejo monetario no es sustituto de políticas económicas sanas. Es posible, por ejemplo, que aún con esquema de consejo monetario se genere una gran inflación, por ejemplo, si la moneda escogida como reserva se deprecia significativamente respecto a otras monedas; así como es posible que el desempeño de la economía no sea el adecuado, si por ejemplo se buscara aplicar una política fiscal sumamente expansiva e ineficiente, lo que desplazaría a la inversión productiva y reduciría las posibilidades de crecimiento y empleo.

Adicionalmente, la regla general establece que es la base monetaria la que debe estar respaldada al 100% en reservas internacionales, pero dependiendo de diversos factores de la economía (como la cantidad de pagos que no se realizan en efectivo), podría resultar conveniente que no sea sólo la base monetaria la que debe de estar respaldada por reservas internacionales, sino que tendrían que ser agregados monetarios más amplios los que estuvieran respaldados.

Por último, bajo este esquema se cede el control de la política monetaria al banco emisor de la moneda escogida como reserva, lo que representa una pérdida de soberanía y tiene el problema de que dicho banco emisor no tiene ningún incentivo y ninguna responsabilidad para determinar una política monetaria congruente para el país que adopta el esquema del consejo monetario.

Esto, más que un argumento nacionalista, representa una falla grave en la concepción del esquema, ya que el objetivo de mantener la estabilidad de la moneda y de la economía se confía a una institución que no tiene estas metas como propósitos, y que tampoco tiene ningún compromiso ni responsabilidad con el país que adopta el consejo monetario.

En cuanto a las posibilidades e implicaciones que tendría para México aplicar un esquema de consejo monetario o caja de conversión tendría que resolverse antes una serie de cuestiones importantes, especialmente en lo que se refiere a las múltiples funciones que realiza el Banco de México hoy día. De especial importancia sería definir

la cuestión del prestamista de última instancia para el respaldo del sistema financiero, ya que, tendrían que hacerse cambios orientados a una mejor supervisión por parte de las autoridades para evitar prácticas riesgosas (moral *hazard*).

Por parte de los bancos, para asegurar los depósitos del público, tendría que adecuarse la ley de quiebras y definirse un esquema nuevo de seguros de depósitos. Además, primero tendría que fortalecerse considerablemente la salud del sistema financiero mexicano, ya que, bajo las condiciones actuales, difícilmente podrían los bancos hacer frente a corridas importantes, sin el apoyo de un prestamista de última instancia.

Dado que la mayor parte del comercio de México se hace con Estados Unidos, y que la Reserva Federal ha mantenido un muy favorable *record* de actuación, si se aplicara un esquema de consejo monetario en nuestro país, la moneda escogida como reserva internacional sería el dólar estadounidense. Ahora bien, la base monetaria al cierre de 1998 fue de 131, 528 millones de pesos, lo que equivale a 13, 291 millones de dólares al tipo de cambio al cierre del año.

También al cierre de 1998, los activos internacionales netos sumaron 23, 480 millones de dólares, lo que quiere decir que las reservas actuales alcanzan para aplicar el esquema. Sin embargo, si la regla de respaldo no se aplicara sólo sobre la base monetaria, sino sobre agregados monetarios mas amplios, tendríamos que el M1 al cierre de 1998 fue de 35, 929 millones de dólares; y el M4 fue de 186, 222 millones de dólares. Si fuera el M1 el que tuviera que respaldarse al 100% con reservas, entonces habría que hacer un esfuerzo adicional importante para captar las divisas necesarias. Respalda el M4 no sería viable.

Ahora bien ¿por qué debería respaldarse el M1 y no sólo la base monetaria con reservas? En México, las cuentas de cheques representan el doble de la cantidad de billetes y monedas, lo que indica que una gran parte de las transacciones no se realizan con efectivo. En Argentina⁴ se realizan muchas transacciones directamente con dólares, además de que tenían un déficit en cuenta corriente bastante menor al que tenemos nosotros.

Además de la situación del sistema bancario, deben tenerse en cuenta los vencimientos de la deuda de corto plazo denominada en dólares y el déficit en cuenta corriente que tiene nuestro país, lo que requeriría un monto de reservas bastante mayor a la base monetaria. Argentina se liga al dólar pero la mayor parte de su comercio es con otros países diferentes a Estados Unidos, aunque su comercio con este país es importante. Esto significa que no hay ni una demanda ni una oferta de dólares tan importantes como en México, en donde más del 80% de las transacciones de comercio se realiza en dólares.

Esto tiene también implicaciones estructurales ya que Argentina tiene un comercio más diversificado, por lo que las necesidades de competitividad estructural para sostener un tipo de cambio fijo son menos exigentes que para México. Por otra parte, nuestro país tiene un gran comercio con el resto del mundo, especialmente con Estados Unidos.

⁴ Se hacen algunas comparaciones con Argentina porque es el país más parecido al nuestro y que aparte es nuestro tema de estudio y cuenta con el esquema de consejo monetario.

De hecho, el comercio internacional de México representó el 59.7% del PIB estimado en dólares durante 1998.

Argentina, en cambio, tiene un comercio de poco menos del 20% del PIB. Al tener el comercio una gran participación en la actividad productiva, es importante que el tipo de cambio refleje fielmente los movimientos de los precios relativos, ya que éstos generan cambios en la asignación de los recursos en la economía. Al fijarse el tipo de cambio, aún pensando que se fija en su nivel de equilibrio real de largo plazo, se elimina el funcionamiento del tipo de cambio como indicador de la rentabilidad relativa de los sectores, y por lo mismo, se interfiere con el funcionamiento eficiente de la economía, lo que reduciría en el tiempo el bienestar que pueda alcanzar la población.

Desde el punto de vista político es altamente improbable que se acepte un esquema de esta naturaleza, ya que hacerlo mina fuertemente el poder del estado sobre la economía, para bien o para mal. Adicionalmente, en México es intocable el tema de la soberanía. Es por ello que un esquema como éste puede encontrar una gran oposición para su instrumentación.

C. DOLARIZACIÓN

El tema de dolarización ha sido muy debatido, generalmente se han suscitado críticas acerca de su implantación. Aunque la crítica más fuerte en contra de ésta no es económica sino política. El proceso de elección entre regímenes monetarios alternativos siempre comprende aspectos políticos. Para ser más concisos presentaremos los inconvenientes que se dieron en Argentina ante la posibilidad de instrumentar la dolarización.

Y aunque para algún sector de la población la dolarización atenta contra su soberanía nacional, sin embargo los países dolarizados no consideran que esta limite su independencia o que una moneda sea esencial para preservar su soberanía. La dolarización no debe de considerarse como una bofetada al orgullo nacional, sino más bien hay que entenderla como una extensión lógica de los principios que inspiraron la Ley de Convertibilidad.

En una caja de conversión, el país renuncia a la política monetaria soberana, al igual que con la dolarización. Al comparar con una unión monetaria la gran ventaja de una caja de conversión o la dolarización es que la soberanía política no se pierde, debido a que se entra y sale de tales sistemas de manera voluntaria. En la práctica, con la unión monetaria esto no ocurre, una vez que el país ingresa a la unión monetaria, se entrega la soberanía, ya que es casi imposible salirse unilateralmente de está.

La crítica más severa en contra de la dolarización Argentina es que algunos afirman que con esta la privaría de cierta flexibilidad en su política monetaria, sin embargo otros afirman que la dolarización le quitaría los medios de hacer frente a los choques externos, ya que las autoridades monetaria carecerían de la flexibilidad y la discrecionalidad necesarias para poder implementar, y esta inconformidad teóricamente es cierta, pero la realidad claramente lo desmiente.

Sin flexibilidad monetaria las tasas de crecimiento de los países en desarrollo fueron 50% mayores que la de los países con bancos centrales y flexibilidad monetaria entre 1950 y 1993 (Hanke, 1999). Otro aspecto en contra de la dolarización es que Argentina se vería perjudicada si el dólar llegará a ser una moneda inestable con alta inflación, pero una posible solución a ese problema es extender que los argentinos podrían usar cualquier moneda, aunque el dólar sería la moneda más usada inicialmente.

Ahora formalizaremos al considerar un bien de la economía en el cual el dinero se usa como moneda extranjera para realizar transacciones. La siguiente ecuación maximiza el tiempo de vida de utilidad de dicha función:

$$U = \int_0^{\infty} u(c_t) e^{-\rho t} dt \quad (1)$$

donde c_t expresa consumo en el tiempo t . Se asume que una proporción, c_{mt} , del total de consumo es sujeto a dinero doméstico y la proporción restante denota c_n , este es sujeto a dinero externo. Formalmente se tiene:

$$m_t = \alpha c_{mt}, c^{mt} \geq \bar{c}_{mt} \quad (2)$$

$$f_t = \alpha c_{ft} \quad (3)$$

$$c_t = c_{int} + c_{ft} \quad (4)$$

La idea de este esquema es adoptar una moneda extranjera que sustituya a la moneda nacional, eliminando la emisión de moneda y sustituyendo al banco central por un organismo que se encargue sólo de regular al sistema de pagos del país. En este caso, la cantidad de dinero en la economía, se determina por las condiciones de los mercados internos y por la política monetaria que dicta el banco central que emita la moneda escogida para sustituir a la moneda nacional, y varía conforme lo hagan las reservas internacionales en la balanza de pagos.

De esta forma se renuncia a utilizar la política monetaria para influir sobre la economía. Cabe notar que el tema de la dolarización prácticamente no se ha abordado en el ámbito teórico, y en la práctica existen sólo algunos ejemplos actuales de economías dolarizadas, entre las que destacan el caso de Panamá. Es por ello que la discusión que existe sobre el tema está basada más bien en ideas generales de los que la proponen, que en estudios empíricos o teóricos rigurosos.

La principal razón para pedir que una economía se dolarice es que el banco central ha sido incompetente para mantener una moneda sólida que cumpla adecuadamente las funciones del dinero. De acuerdo a la propuesta de Kurt Schuler³, la dolarización puede hacerse de golpe, si se cuenta con la cantidad necesaria de reservas internacionales; o gradualmente, conforme se vayan acumulando dichas reservas.

Adicionalmente, la dolarización comprende dos partes importantes: 1) la dolarización del sistema financiero y 2) la dolarización del banco central. Para la

³ Kurt Schuler ha hecho una propuesta concreta para dolarizar algún país, en este caso, Indonesia.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

dolarización del sistema financiero se requiere sólo un paso: declarar la moneda elegida como moneda de curso legal, con todos los privilegios que tiene la moneda doméstica. La iniciativa individual hará lo restante, es decir, los agentes económicos buscarán cambiar su dinero viejo por la nueva moneda. Los bancos comerciales comenzarán a captar en dólares y a constituir sus reservas en dólares también.

Para la dolarización del banco central se requieren varios pasos. En primer lugar se necesita determinar la cantidad de los pasivos del banco central que se va a dolarizar, que por lo menos debe de incluir la cantidad de billetes y monedas en poder del público más las cuentas de cheques que se tienen en los bancos. Acto seguido se calcula la posición del banco central con el gobierno (es decir, el saldo deudor o acreedor) para determinar que tan rápido puede efectuarse la dolarización.

La cantidad de dólares necesaria dependerá, por un lado, del monto de los pasivos del banco central, del tipo de cambio y de las posibilidades que tenga el gobierno para pedir prestado en el exterior. Como siguiente medida se permite que el tipo de cambio flote libremente por un breve periodo de tiempo y pre-anunciado, esto con la intención de ajustar el tipo de cambio y permitir que el mercado lo conduzca a su nivel de equilibrio.

En este periodo la flotación, que podría ser menor a 30 días de acuerdo a Schuler, el banco central deberá estar impedido a aumentar sus pasivos a menos que obtenga las reservas internacionales para respaldar al 100% dicho aumento. A continuación, se fija el tipo de cambio al dólar en un nivel cercano al de la flotación y se declara al dólar como moneda de curso legal.

En este momento, se anuncia que los activos y pasivos denominados en la moneda doméstica se conviertan en activos y pasivos denominados en dólares al tipo de cambio fijado, y se anuncia un periodo de transición (no mayor a 90 días según Schuler) para cambiar los precios y los salarios. Los bancos no deberán cobrar ninguna comisión por hacer este ajuste.

También en esta etapa deberán de ajustarse las condiciones de los activos y los pasivos, especialmente en lo que se refiere a las tasas de interés que se cobrarán y se pagarán en el nuevo esquema. Finalmente se congelarán los pasivos del banco central y se dolarizan los pasivos determinados en un paso previo, reorganizando la estructura del banco central. También se trata entonces el problema de las monedas en circulación, que se convertirán a dólares acercando su valor a la unidad monetaria más cercana en dólares, ya que en muchos casos no habrá una equivalencia exacta.

"En México y América Latina, una palabra con "d" (devaluación) ha sido sustituida por otra palabra con "d" (dolarización)" (Salinas-León, 1999). El colapso cambiario en Brasil y los temores de una ola de contagio regional han impulsado intensos debates populares sobre los pros y los contra de la reforma monetaria integral, la unión monetaria desde Seattle hasta Santiago, la viabilidad de los consejos monetarios o cajas de conversión o la adopción unilateral del dólar como medio de intercambio.

El entusiasmo de la dolarización obedece a la inquietud de cómo eliminar el fenómeno de riesgo cambiario, y con ello mejorar un sistema monetario devastado por un ciclo interminable de inflación, devaluación y promesas incumplidas. Asimismo, la

idea de adoptar una unión monetaria en el continente norteamericano, o de "dolarizar" la economía mexicana, ha ganado aceptación como un corolario natural de marco comercial establecido bajo el TLC.

La idea se ha popularizado entre la comunidad empresarial especialmente a la luz de los "shocks" de volatilidad cambiarios, así como a la falta de determinación en las tasas de interés. Por otra parte la globalización de los mercados ha propiciado el uso de variables como la tasa de inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio, como instrumentos de apoyo a la apertura de las fronteras.

La polémica alrededor de la dolarización es transnacional. El debate ha surgido no tan sólo en países como México y Argentina, sino también en El Salvador, Guatemala, Costa Rica, Venezuela, Ecuador, Perú e incluso Canadá. Sin embargo, las reacciones a la propuesta son encontradas, y frecuentemente reflejos de una disyuntiva que va desde un optimismo simplista hasta un pesimismo y pesimismo exagerado.

La propuesta, sin embargo, no es nueva las voces que reclaman diversos esquemas de dolarización, diferentes modalidades de una reforma monetaria integral, también encuentran algunos simpatizantes en círculos oficiales. El caso principal detrás de la dolarización se puede resumir en: Simplificar, en una zona dólar se eliminan las distorsiones financieras y comerciales asociados con los movimientos bruscos e inesperados de la paridad, es decir se elimina el síndrome de la tan temida devaluación de la moneda.

Asimismo, especialistas como Robert Mundell y Hebert Grubel señalan que una unión monetaria o dolarización, haría una eventual "homologación" de las tasas de interés y de inflación, por lo cual las diferencias en precios de bienes similares serían simples reflejos en los niveles de productividad. Entre las propuestas que se han formulado existen las siguientes modalidades: el economista estadounidense Allan Meltzer sugiere que las tres zonas monetarias del mundo adopten una regla de 0% de inflación.

Siempre y cuando este margen de inflación se adopte como mandato institucional, y que estas monedas puedan circular como recurso legal en países de baja credibilidad en sus instituciones monetarias. En América latina, esto equivaldría a un mecanismo para poder dolarizar sus economías. Otro economista destacado Sebastián Edwards, chileno, quien simpatiza con la idea de una reforma monetaria integral, advierte que el tremendo entusiasmo alrededor de la dolarización es un espejismo.

El propio Alan Greenspan ha sugerido que "es cuestionable si una nación soberana, inclinada hacia la borrachera de políticas de dinero fácil, pueda curar su estado de ebriedad por medio de la dolarización". Sin embargo, los beneficios de una reforma monetaria radical como la dolarización son extraordinariamente atractivos: Baja inflación, ya que la dolarización acabaría con la trampa de la inflación-devaluación, y permitiría a la convergencia del sistema de precios a los niveles actuales a la "zona dólar".

Otro beneficio sería la baja en las tasas de interés. La desinflación permitiría una baja sustancial en el costo del capital y con ello mayores facilidades para la intermediación financiera. Y los diferenciales en las tasas de interés no se darían en

función del riesgo cambiario, sino en función del marco institucional, la política fiscal, y las leyes financieras. Asimismo la convergencia de las tasas de interés mejoraría y con ello la disponibilidad de flujos de inversión. Y la meta de un crecimiento sostenido, y crecimiento con estabilidad de precios, sería factible.

También la dolarización eliminaría el riesgo de confiscación cambiaria, los controles de capital, o el uso del tipo de cambio como instrumento de discrecionalidad monetaria. La transparencia del sistema monetario darían estímulo a la reforma fiscal y a la reforma estructural, ya que un error de política económica—altos déficits fiscales— ya no podrían maquillarse o esconderse con medidas monetarias—aumentos artificiales en los medios de pago—. Con ello la dolarización incentivaría la reforma estructural.

Ergo las objeciones de una reforma monetaria—como la dolarización—también existen y se pueden dividir en tres categorías. La primera es una objeción política: la tan conocida pérdida de soberanía, a la par de renunciar a la política monetaria “independiente”. La segunda objeción es que la dolarización implica renunciar a las ventajas de flexibilidad presentes en una política doméstica discrecional, y con ello perder un importante amortiguador ante choques externos.

La tercera objeción es relativa a la práctica, los obstáculos técnicos y financieros se deben librar para hacer funcionar dicha reforma y entre ellos encontramos: Al señoriaje, ya que las ganancias derivadas de la emisión de una moneda local se pierden en un entorno de dolarización; el rol de banco central como prestamista de última instancia se pierde también bajo un esquema de dolarización, ya que el reto para evitar un riesgo sistemático, es lograr que el sistema bancario disponga de las líneas de crédito suficientes de parte de otras fuentes para contrarrestar la desconfianza que exista.

Los efectos de los choques externos recaerían en su totalidad sobre la economía real, por lo cual habría más desempleo y fuertes distorsiones en los mercados laborales. Ese mismo argumento se puede usar para exigir que se acompañe la reforma monetaria con una reforma laboral que permita mayor flexibilidad en los mercados. “ No corregir la deficiencia cardiaca monetaria porque el paciente sufre obesidad laboral es más un argumento para poner todo el cuerpo en orden, no para seguir creyéndose el mito que el sobrepeso amortigua los dolores estacionales” (Salinas-León, 1999).

Ahora la cuestión es ¿por qué el dólar? Por que necesitamos proteger nuestro patrimonio o refugiar nuestros ahorros en una moneda sana o menos mala que la nuestra. Sin olvidar que la mayoría de los países siempre han sufrido una pérdida de su valor con respecto al dólar, y la depreciación en algunos casos en promedio ha sido arriba del 70%, y también la mala calidad del dinero en un país como el nuestro nos obliga a buscar un medio de mayor calidad o menores dolores de cabeza y que mejor que la moneda de nuestro país vecino, el dólar.

Para resumir dentro de las desventajas cabe mencionar que la soberanía se vería severamente agraviada al no poder emitir una moneda propia y al pagar el señoriaje al país emisor de la moneda elegida, lo que si bien no es una consideración puramente económica, sí es una consideración política de peso. Vale la pena notar que el ceder los instrumentos que afectan a la población de nuestro país a autoridades extranjeras es muy grave.

Adicionalmente, la estabilidad económica del país queda en buena parte en manos del banco central extranjero que tiene intereses completamente independientes de los intereses nacionales. Además, la estabilidad económica no queda garantizada mas que en la medida en la que el banco central continúe actuando convenientemente. Por otra parte, la economía queda más expuesta a los choques externos, especialmente a los provenientes del país emisor de la moneda escogida. Nuestro comercio exterior con otros países podría verse afectado negativamente, ya que nuestros productos exportables tendrían precios determinados por las condiciones imperantes en el país emisor de la moneda.

Dentro de las ventajas de un esquema de dolarización exitoso es que, si la moneda que se elige es sólida, la estabilidad de la economía también será sólida, lo que implicaría una baja abrupta en la inflación y en las tasas de interés, que tenderían a los niveles que se registran en el país emisor de la moneda elegida. A diferencia del esquema del consejo monetario, en donde el tipo de cambio fijo podría inducir distorsiones en los precios relativos de la economía, en este caso no se presenta ese problema debido a que todos los precios se fijarán en dólares.

Al haber una mayor estabilidad y una mayor credibilidad en la moneda (lo que supone que la moneda elegida continuará siendo estable), se propicia un mejor funcionamiento de la economía, mayores niveles de inversión, de crecimiento económico y de empleo. Con la dolarización se elimina la prima de riesgo cambiario que se pide por invertir en la moneda doméstica, lo que ayuda a reducir las tasas de interés.

Adicionalmente, el gobierno queda restringido a financiar su déficit en los mercados, por lo que ve forzado a mantener una política fiscal más saludable. De la misma forma, los bancos se ven forzados a utilizar prácticas más sanas, ya que al no haber el prestamista de última instancia deben de obtener sus recursos en el mercado, el cual pondría un castigo importante a los bancos que no se encuentren en una posición sólida.

En cuanto a las posibilidades e implicaciones para nuestro país, hay que empezar por subrayar que el tema de la dolarización no se ha explorado con profundidad ni desde el punto de vista teórico ni desde el punto de vista práctico, y por lo mismo, no hay puntos de consenso en cuanto a sus posibles implicaciones. La discusión entonces, está basada en consideraciones generales y juicios a priori.

Para finalizar presentaremos un cuadro resumen de los diversos regímenes monetarios:

| | Banco central y tipo de cambio libre | Consejo monetario | Dolarización |
|--------------------------------|---|---|---|
| Principales Características | El banco central determina su política monetaria y funciona como prestamista de última instancia para el sector financiero. | Tipo de cambio fijo. Base monetaria respaldada por un 100% en reservas de la moneda elegida. No hay prestamista de última instancia. | La moneda doméstica se sustituye por una moneda extranjera. La política monetaria es dictada por el banco central extranjero cuya moneda se eligió. |
| Ventajas | Es el esquema más exitoso (del dólar, el marco alemán y el yen). Se mantiene el control de la política monetaria. | El gobierno no puede financiarse con inflación. La inflación y las tasas de interés convergen hacia los niveles que muestran en el país emisor. | El gobierno no puede financiarse con inflación. Baja en tasas de interés y de inflación. Posible impacto favorable por flujo de capitales. |
| Desventajas | El mal uso de la política monetaria o la falta de independencia con el gobierno pueden propiciar inestabilidad. | Los choques externos se transmiten con mayor intensidad a la actividad económica. Pérdida de soberanía. El sector financiero puede enfrentar serios problemas. Distorsiones en la economía por tipo de cambio fijo. | El sector real es vulnerable a choque externos. Se pierde soberanía. La estabilidad de la economía depende de un banco central extranjero. El sector financiero podría tener importantes problemas. |
| Condiciones para su aplicación | Ninguna (esquema actual). | Un sector financiero sano y fuerte. Un tipo de cambio en equilibrio. Suficientes reservas internacionales. | Contar con suficientes reservas internacionales. Sanear al sector financiero. |
| Viabilidad en México | Esquema actual. | Primero habría que sanear al sector financiero y acumular reservas suficientes. | Casi nula. Política inaceptable. |

Fuente: tomado de grupo financiero inverlat. *Esquemas de política monetaria/cambiaria*. Marzo, 1999.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

CAPÍTULO III

EL CASO BRASILEÑO

CAPÍTULO III EL CASO BRASILEÑO

Si Brasil no cambia ha reformar y ahorrar , el Plan Real no será mas que otro plan tramposo y populista.

Rudiger Dornbusch, *Brazil's incomplete stabilization and reform.*

Veamos primero el desempeño macroeconómico comparativo de las economías en cuestión, así en los dos apartados siguientes analizaremos algunos de los indicadores más importantes y su repercusión dentro de la actividad económica, así como, algunas de las interpretaciones más relevantes que se dieron en torno a estos países.

A. EL CONTRASTE CON ARGENTINA

Como antecedentes, tenemos que Brasil contaba con un funcionamiento extraordinario durante las dos décadas anteriores a los setentas. El modelo económico había sido acertado y no presentó ninguna muestra de haber sido ejecutado al vapor. El país había dominado la vida con inflación y la sustitución de importaciones. El modelo económico mezclado con un sector público muy dinámico era una estrategia acertada del crecimiento. Este alto crecimiento contuvo los problemas de la distribución de ingresos.

Aunque la experiencia de Brasil de los últimos 15 años es contrastante con el crecimiento sostenido en las décadas precedentes, ya que es bien sabido que siempre mantenía ciertos niveles de inflación pero nunca niveles tan extremos como los que se sostuvieron al final de la década de los ochentas donde se sobrepasaba el 50%. E incluso en años tumultuosos como 1964-65 la inflación estaba debajo del 100%. De hecho en el período de 1950-80, se tuvo un crecimiento real de 7.1% anual. Con un crecimiento de la población de 2.7% en ese entonces, el PIB real casi se cuadruplicó.

De esta manera, en los años ochenta, Brasil era la economía emergente más prometedora, con un ritmo de continuo crecimiento y una promesa excepcionalmente fuerte. Como se observa en la realidad ninguno de estos 2 se ha materializado en los últimos 15 años, pero después del desilusionamiento de la última década, la conclusión de la reforma y la estabilización ofrecen la oportunidad de regresar a un buen funcionamiento.

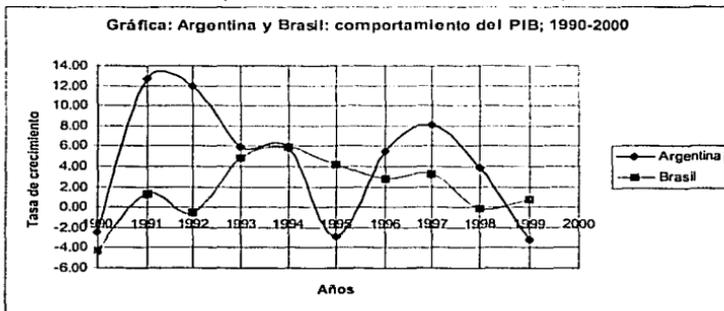
Por su parte la economía Argentina desde 1989 estuvo en bamboleo. Durante décadas la inflación hizo estragos en la economía argentina. Comenzó en los años cuarenta y estalló en la hiperinflación de 1989. Desde 1952 se aplicaron planes de estabilización cada vez más frecuentes y menos exitosos. Finalmente, en 1991, Argentina se embarcó en una reestructuración económica total basada en cuatro pilares. La apertura de la economía, desregulación y reforma impositiva, las privatizaciones y la eliminación de la inflación.

Tratemos primero de establecer el desempeño macroeconómico comparativo, para establecer la evolución reciente de las economías a la luz de un ejercicio muy simple en términos comparativos. Veamos primero los dos indicadores que hoy por hoy constituyen el principal foco de atención para tal propósito.

El comportamiento del PIB para Brasil ha sido el que se muestra en el cuadro destacando el año de 1991 el PIB crece 1.30 %, alcanzando 5.9 % en 1994, año en que precisamente se inicia el plan de estabilización pero en 1999 año de la sobre-reacción cambiaría sólo se alcanzó un crecimiento en el PIB de 0.8 %. Por su parte Argentina en 1990 tan solo crecía 2.4 % y en 1991 año en que se inicia el plan de convertibilidad, se crece a una tasa de 12.6 %.

| | PIB | | Inflación | |
|------|----------------------|--------|-----------|---------|
| | Tasas de crecimiento | | Argentina | Brasil |
| | Argentina | Brasil | | |
| 1990 | -2.40 | -4.30 | 2325.45 | |
| 1991 | 12.67 | 1.30 | 171.67 | 432.78 |
| 1992 | 11.94 | 0.50 | 24.90 | 951.65 |
| 1993 | 5.91 | 4.90 | 10.61 | 1927.95 |
| 1994 | 5.84 | 5.90 | 4.18 | 2075.89 |
| 1995 | -2.85 | 4.20 | 3.38 | 66.01 |
| 1996 | 5.53 | 2.80 | 0.16 | 15.76 |
| 1997 | 8.11 | 3.20 | 0.53 | 6.93 |
| 1998 | 3.88 | 0.10 | 0.92 | 3.20 |
| 1999 | -3.21 | 0.80 | -1.17 | 4.86 |
| 2000 | | | -0.94 | 7.04 |

Fuente: Banco mundial, *Global Development Finance*, 2000.
FMI, *International Financial Statistics Yearbook*, 2000.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

En Brasil, se inicia un sistema de indexación comprensiva y eficaz que se extendía del mercado de trabajo a los precios del sector público. Esto aseguró un

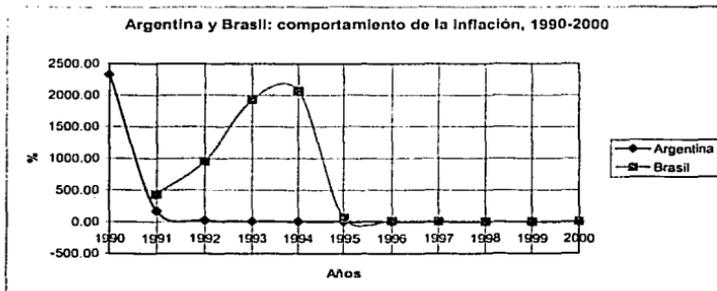
**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

sistema donde estaba relativamente estable la inflación y los mercados financieros podrían funcionar de modo que el dinero no saliera fuera del país (Dornbusch, 1997).

Pero esta situación cambió radicalmente en la década de los setenta con el *shock* petrolero, ya que la indexación doméstica completa de salarios de tipo de cambio con los aumentos del precio del petróleo se convirtieron en aumentos salariales que llegaron a ser superiores o incluso iguales a los niveles de inflación en retrospectión, la tasa de inflación se aceleró y la estabilidad del proceso inflacionario de los años setentas se perdió, y antes de 1985 la inflación ya se había movido hasta 200%.

Llegando a 432 % en 1991, pero a partir de 1998 la inflación se reduce drásticamente a 3.2 %, manteniéndose en un dígito de 7.4 % en el 2000. La situación de Argentina, en cuanto a la inflación se refiere, es muy distinta ya que su aspecto más visible fue la Ley de Convertibilidad, base de la reforma, que estableció una caja de conversión bimonetaria a partir del primero de abril de 1991. Los resultados han sido impresionantes.

La inflación se redujo drásticamente pasando de 2325.49 % en 1990 a valores inferiores al 1% anual en 1999. El crecimiento acumulado entre 1991 y 1997 fue del 52%, como se observa en el cuadro. El *boom* inicial se convirtió hacia 1994 en un sano patrón de crecimiento basado en la inversión extranjera y las exportaciones. Los niveles de pobreza decayeron significativamente al tiempo que entre 1990 y 1996 el comercio exterior casi se triplicó.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

Después del punto de partida que fue el análisis del PIB de Brasil y con ello una valoración profunda del desacuerdo que hubo en los años ochenta, y la euforia del comienzo del Plan Real en 1994. El siguiente paso es entender que la sobrevaluación de la moneda—una cosa controversial de afirmar hasta el colapso reciente y mucho más obvio hoy en día—junto con un vasto déficit y la entrada de la privatización crearon un *boom* artificial en los estándares de producción y de vida.

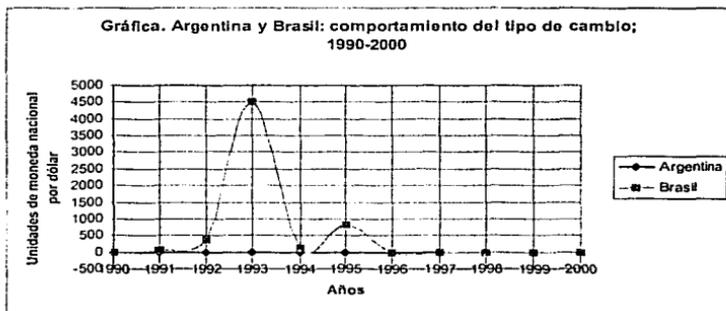
El tipo de cambio tuvo un comportamiento bastante drástico ya que a principios de la década de los noventa sólo se pagaban 4.13 reales por un dólar, llegando a su

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

máximo histórico en 1993 pagándose 4504.55 reales por un dólar, ya después de que en 1994 se instauró el Plan real, se observa claramente cómo el comportamiento del tipo de cambio baja significativamente, teniéndose que pagar sólo 118.51 reales por un dólar. En contraste Argentina no tuvo los sobresaltos que experimentó Brasil respecto a esta variable, ya que Argentina, como bien se sabe, desde 1991, debido al plan de convertibilidad, su moneda se mantuvo casi a la misma paridad del dólar.

| Tipo de cambio(e) | | |
|---------------------------------------|-----------|---------|
| Unidades de moneda nacional por dólar | | |
| Años | Argentina | Brasil |
| 1990 | 0 1795 | 4 13 |
| 1991 | 0 5585 | 64 39 |
| 1992 | 0 9985 | 388 65 |
| 1993 | 1 | 4504 55 |
| 1994 | 1 | 118 51 |
| 1995 | 1 | 8 46 |
| 1996 | 1 | 0 973 |
| 1997 | 1 | 1 0394 |
| 1998 | 1 | 1 1164 |
| 1999 | 1 | 1 2087 |
| 2000 | 1 | 1 2087 |

Fuente: Banco mundial, *Global Development France*, 2000.
FMI, *International Financial Statistics Yearbook*, 2000.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

Por su parte los economistas brasileños han reconocido que la indexación no era una respuesta satisfactoria a la inflación por lo que en 1986 se diseñó el Plan Cruzado. Este plan dió lugar central a una política de ingresos coordinada. Hemos mencionado al Plan Cruzado porque destaca el concepto básico de la inflación en Brasil. Los años siguientes se distinguieron por los intentos, en vano, de parar la inflación, como se observa claramente en la gráfica de la página anterior.

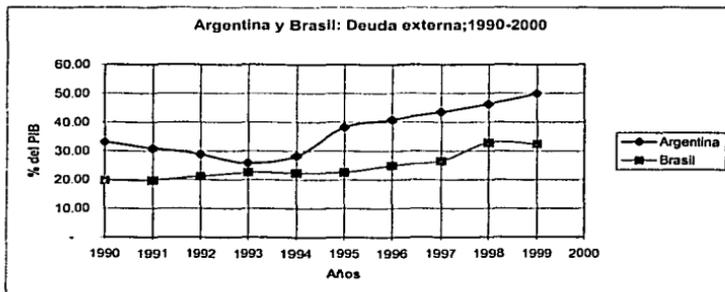
TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

"Cada plan era especial y cada uno tenía su nombre e introdujo una nueva moneda o le quitaba por lo menos algunos ceros: Cruzado, Cruzado 2, Plan Bresser, Plan de Verano, y finalmente el Plan Real (nombrado así después de la nueva moneda, el *Real*). El Plan Real no utilizó ni controles de salario-precio, ni la incautación de activos. Obviamente, en el contexto brasileño, una contracción sostenida de la demanda fue excluida igualmente" (Dornbusch, 1997).

Con la introducción del Plan Real, la deuda interna ha crecido a su más alto nivel y en suma, este contribuyó a la más rápida introducción de la privatización. Si los brasileños querían el Plan Real no había sorpresa en esto desde que se constituyó como un experimento popular masivo. La inflación fue suprimida por sobrevaluación, el gasto en exceso de ingresos fue financiado mediante préstamos y la venta de activos. Por su parte la deuda externa de Brasil como porcentaje del PIB en 1991 era de 19.86 %, llegando a 32.5 % en el año 2000. En cuanto la deuda externa para Argentina en 1991 era de 33.8 %, llegando a 49.9 como porcentaje del PIB.

| Años | Deuda Externa % del PIB | |
|------|----------------------------|--------|
| | Argentina | Brasil |
| 1990 | 33.09 | 19.86 |
| 1991 | 30.87 | 19.78 |
| 1992 | 28.81 | 21.16 |
| 1993 | 25.76 | 22.54 |
| 1994 | 28.26 | 22.38 |
| 1995 | 38.25 | 22.59 |
| 1996 | 40.88 | 25.02 |
| 1997 | 43.58 | 26.58 |
| 1998 | 46.24 | 32.81 |
| 1999 | 49.91 | 32.52 |
| 2000 | | |

Fuente: Banco mundial, *Global Development France, 2000*.
FMI, *International Financial Statistics Yearbook, 2000*.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

Pero en diciembre de 1994, se anunció la devaluación del peso mexicano. Inmediatamente la economía Argentina, muy asociada por los inversores con la mexicana, entró nuevamente en crisis. Hubo fuertes caídas en los mercados de capitales y corridas contra el peso y los bancos. Como resultado el PIB cayó 4.4% en 1995. A diferencia de la fugaz crisis de 1992, el pánico cambiario se trasladó a los bancos y hubo una gran desconfianza en el sistema financiero local. Como consecuencia, no sólo cayeron los depósitos en peso sino también en dólares.

El shock externo que sufrió la Argentina tuvo cuatro etapas diferentes (Hanke, 1995). La primera fase inició el 20 de diciembre de 1994 y duró hasta febrero de 1995. Las reservas líquidas del banco central cayeron de unos 16 mil millones en diciembre de 1994 a 13 mil millones en febrero del año siguiente. Esto es consistente con la caída en las tenencias de pesos en efectivo y depósitos (M3), que pasó de 32 mil millones en diciembre a 29 mil en febrero.

En cuanto a los depósitos, los denominados en pesos cayeron un 7.3% de diciembre a febrero, al tiempo que los depósitos en dólares mantuvieron relativamente constantes, cayendo sólo un 1.5% en igual período (incluso llegaron a incrementarse levemente entre diciembre y enero). Algo parecido ocurrió con las tasas de interés. Las tasas de interés activas en pesos aumentaron de 13.56% a 19.06% anual, es decir, 550 puntos básicos, mientras las tasas en dólares pasaron de un 9.8% a un 12.11%, tan sólo 231 puntos básicos más. Esto demuestra que la primer etapa de la crisis fue principalmente cambiaria, por miedo a una devaluación del peso.

La segunda comprende desde el 27 febrero hasta fines de marzo. Se inició cuando las casas matrices de los bancos internacionales decidieron cortar las líneas de crédito a sus sucursales locales. El resultado fue dramático. Las tasas de interés interbancarias en pesos se incrementaron de un 20% a más del 50% en pesos. Las reservas del banco central cayeron otros 2000 millones.

Los depósitos en pesos se redujeron un 10% variación que también sufrieron los depósitos en dólares. Las tasas de interés activas en pesos alcanzaron hasta un 22.66% en marzo. A diferencia de la primera fase, la caída en los depósitos en dólares y la tasa de interés en esa moneda refleja la creciente desconfianza en el sistema financiero local, ya que los bancos internacionales habían negado su ayuda.

El 14 de marzo el gobierno anunció un paquete de medidas extremas, adicionales a las que se venían implementando desde el comienzo de la crisis. Se incluían una aceleración de las privatizaciones, una reducción del gasto público, un incremento de los impuestos (principalmente del IVA) y la emisión de un bono "patriótico" a tres años. El éxito del gobierno al colocarlo dió el puntapié inicial para revertir la tendencia del mercado.

Entre esto se observa la extensa privatización, los programas de deregulación de energía, telecomunicaciones, minería, puertos, y la reducción de los precios relativos de los insumos clave y el incremento de su oferta en cantidad y calidad. Sin embargo, la trayectoria tuvo un revés con el estallido de la crisis mexicana el 20 de diciembre de 1994, el cual tuvo un severo efecto contagioso en Argentina, donde el sistema bancario perdió el 18% de sus depósitos en tan sólo tres meses, se contrajo un crédito y se incrementó el desempleo, ver cuadro.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

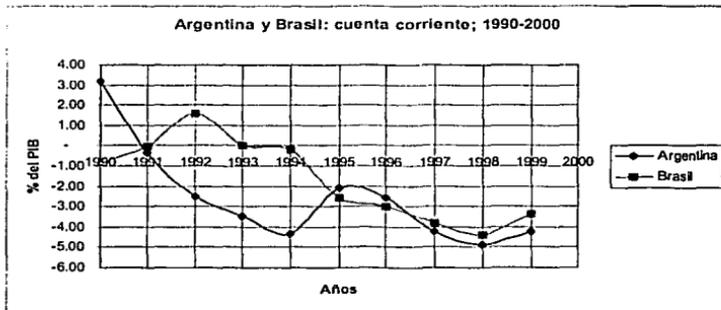
Lentamente la economía argentina comenzó a recuperarse. La fase tres, que comprende desde abril hasta las elecciones presidenciales de mayo, evidenció una leve caída en las tasas de interés y un ligero aumento de los depósitos en pesos. La reelección de Menem brindó confianza en la continuidad del programa económico y así se inició la cuarta etapa, que duró hasta fin de año, en la cual la economía recuperó sus niveles previos a la crisis.

La experiencia del efecto "tequila" demuestra que el bimonetarismo es un elemento necesario pero no suficiente para mantener la estabilidad en un sistema de caja de conversión. Un sistema financiero endeble puede poner en peligro al sistema, y dado que los dólares no reingresan al sistema bancario, la ventaja que otorga el bimonetarismo sobre el crédito es anulada.

Así la tras la crisis mexicana de 1995 y los coletazos del efecto "tequila", el programa de reforma en Argentina perdió impulso. Aún cuando el país logró evadir la situación y el PIB siguió creciendo a razón del 7% en el período de 1996-1997, el programa de reforma no recuperó su energía anterior.

Ahora daremos un balance preliminar para Brasil donde su elevado déficit fiscal y externo hicieron a la economía brasileña altamente vulnerable a las turbulencias internacionales en 1998. Las severas medidas de ajuste aplicadas por el gobierno enfriaron a sólo 0.5% la expansión del producto, con lo que el PIB por habitante retrocedió 0.8%. Así la situación en la cuenta corriente pasaba de tener un déficit de 2.42 % a 4.03 % en el 2000 y por su parte la cuenta corriente pasaba de 0.01 % en 1990 hasta que en el año 2000 llegó a 0.05 %.

En cuanto a la cuenta corriente Argentina en 1990 tenía un 2.3 %, en 1991 redujo su déficit en dicha cuenta a 0.31 %, pero en 1999 alcanzó 4.3 %. La cuenta de capital alcanzó 0.09 % en 1991, llegando a 5.10 % en 1999. Es importante notar cómo en el año de 1991 la situación de cualquiera de los indicadores se comporta de manera muy distinta a como se comportaba sólo un año antes, esto debido al plan de convertibilidad.

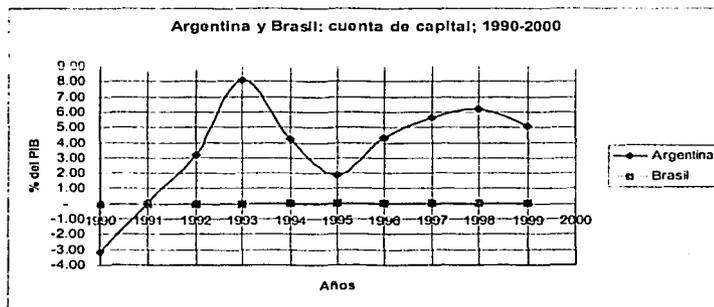


Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

| Años | Cuenta corriente % del PIB | | Cuenta de capital % del PIB | |
|------|-------------------------------|--------|--------------------------------|--------|
| | Argentina | Brasil | Argentina | Brasil |
| 1990 | 2.42 | - 0.63 | - 3.13 | 0.01 |
| 1991 | - 0.31 | - 0.24 | 0.09 | 0.01 |
| 1992 | - 2.42 | 1.00 | 3.22 | 0.01 |
| 1993 | - 3.28 | 0.00 | 6.12 | 0.01 |
| 1994 | - 4.22 | - 0.17 | 4.27 | 0.03 |
| 1995 | - 2.05 | - 2.58 | 1.90 | 0.05 |
| 1996 | - 2.55 | - 3.21 | 4.33 | 0.07 |
| 1997 | - 4.22 | - 4.08 | 5.67 | 0.06 |
| 1998 | - 4.75 | - 4.53 | 6.20 | 0.05 |
| 1999 | - 4.63 | - 3.38 | 5.10 | 0.05 |
| 2000 | | | | |

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

El colapso de la economía rusa en agosto reeditó la situación suscitada algunos meses antes por la crisis asiática, con un masivo éxodo de capitales y la interrupción del acceso al financiamiento internacional, provocando intensas fluctuaciones en el mercado cambiario brasileño. Para honrar el compromiso de mantener la política cambiaria, las autoridades volvieron a recurrir a espectaculares incrementos en las tasas de interés, las que en términos anualizados subieron a más de 35% real.

En de 1998, la acelerada pérdida de reservas manteniendo sólo 32488.30 millones de dólares en el año 2000 y la incertidumbre imperante en los mercados crediticios internacionales obligaron a la adopción de un paquete de medidas, en el marco de un acuerdo con el FMI que permitiría una asistencia financiera por 41.5 mil

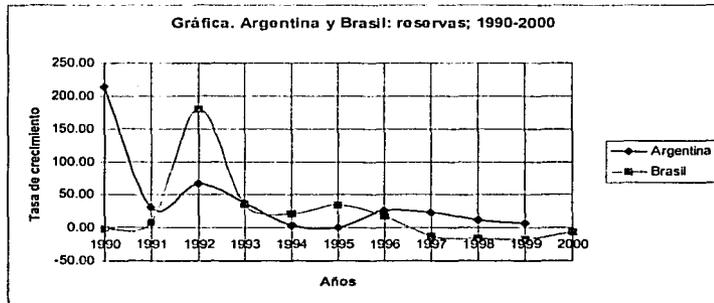
millones de dólares, proveniente de organismos multilaterales y de varios países industrializados. Mientras que la base monetaria variaba 1853.3 % respecto a 1989, pasando a 495.6% respecto a 1990 y llegando a variar en tan sólo 7.8 5 respecto a 1998.

En contraparte la base monetaria para Argentina varió 116.7 5 respecto a 1990 – tres veces menos que Brasil—llegando a 0.8 % respecto a 1998. En cuanto a las reservas en 1990 Argentina tenía 4592.34 millones de dólares, y en el 2000 tiene 25146.9 millones de dólares.

| Años | Base monetaria (Variación porcentual respecto al año anterior) | | Reservas Millones de dólares | | Reservas Tasa de crecimiento | |
|------|---|--------|---------------------------------|--------|---------------------------------|----------|
| | Argentina | Brasil | Argentina | Brasil | Argentina | Brasil |
| 1990 | 588.70 | 1835.3 | 4592.34 | 213.83 | -1.26 | 7440.63 |
| 1991 | 116.30 | 495.6 | 6004.65 | 30.75 | 7.96 | 8032.95 |
| 1992 | 40.70 | 1148.2 | 9989.73 | 66.37 | 180.36 | 22521.40 |
| 1993 | 36.1 | 2424.4 | 13791.10 | 38.05 | 35.89 | 30603.90 |
| 1994 | 8.5 | 2241.7 | 14326.90 | 3.85 | 21.13 | 37069.50 |
| 1995 | -15.4 | 11.9 | 14287.80 | -0.27 | 34.09 | 49708.00 |
| 1996 | 2.10 | 22.8 | 18103.90 | 26.71 | 17.33 | 58322.90 |
| 1997 | 13.60 | 34.2 | 22319.80 | 23.29 | -12.85 | 50826.50 |
| 1998 | 2.60 | -11.1 | 24752.10 | 10.90 | -16.23 | 42579.80 |
| 1999 | 0.8 | 7.8 | 26252.10 | 6.06 | -18.28 | 34796.00 |
| 2000 | 8.8 | | 25146.9 | | -6.63 | 32488.30 |

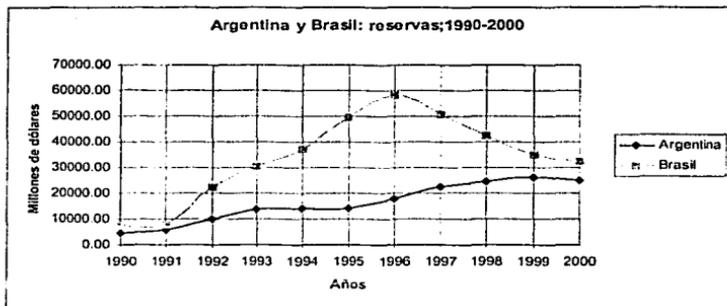
Fuente: Banco mundial, Global Development Finance, 2000.

FMI, International Financial Statistics Yearbook, 2000.

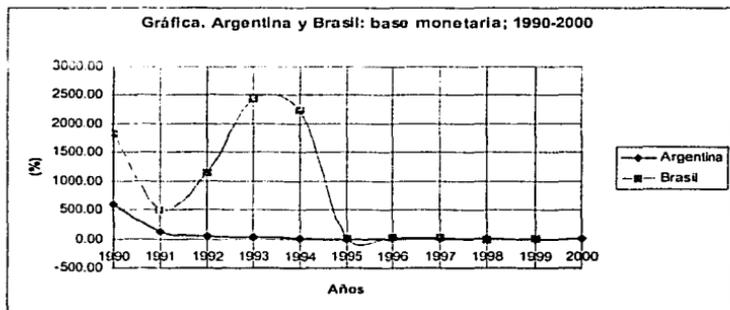


Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

**TRABAJO CON
FALLA DE ORIGEN**



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.



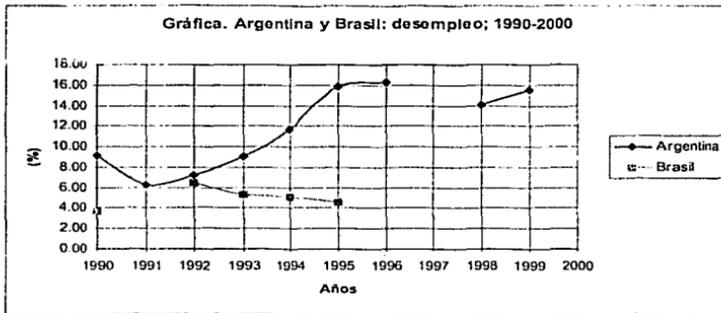
Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

Las políticas de ajuste afianzaron el proceso de estabilización, al punto que el nivel de precios subió apenas 3%. Las cifras sobre actividad, empleo, salarios y sector externo, resultaron en cambio, decepcionantes. Las proyecciones para el año en su conjunto anticipan que el producto industrial declinará más del 2%, la tasa del desempleo subirá a 5.10.% en 1994; y los salarios reales se estancarán. El cuantioso déficit en la cuenta de capital fue desfavorable. Mientras que en Argentina como evidencia el cuadro el desempleo alcanzó su nivel más bajo en 1991 con 6.3 %, pero en 1999 fue 15.5 %.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

| Años | Desempleo (%) | |
|------|---------------|--------|
| | Argentina | Brasil |
| 1990 | 9.20 | 3.70 |
| 1991 | 6.30 | |
| 1992 | 7.20 | 6.50 |
| 1993 | 9.10 | 5.30 |
| 1994 | 11.70 | 5.10 |
| 1995 | 15.90 | 4.60 |
| 1996 | 16.30 | |
| 1997 | | |
| 1998 | 14.10 | |
| 1999 | 15.50 | |
| 2000 | | |

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

Para Brasil la mayor presión de los gastos financieros se sumó a las dificultades para conseguir mejores resultados primarios en los diferentes niveles del aparato estatal. En el ámbito federal hubo mejoras, pero insuficientes para cubrir el mayor déficit de la seguridad social por lo que se estima que, al cierre del año, la deuda pública neta total representará el 42% del PIB.

La política económica procuró sucesivamente tres objetivos en el transcurso de 1998. de enero a abril, la implementación de medidas monetarias y fiscales para conjurar los efectos de la crisis asiática, de mayo a agosto, la aplicación de estímulos para inducir un repunte del nivel de actividad, y desde septiembre, una respuesta a la

crisis rusa y el diseño de un paquete de medidas fiscales y de ayuda externa para, en medio de la especulación mundial, evitar el colapso de la economía brasileña.

En el primer período, luego de la reanudación de los flujos de capitales externos, el banco central promovió un pausado descenso de la tasa de interés. En febrero comenzaron a reconstruirse las reservas internacionales, alcanzándose en mayo un máximo de 73.8 mil millones de dólares. La tasa de interés por un día, que a fines de 1997 se había acercado a 3% mensual, bajo a 1.63 en mayo.

Para fortalecer sus cuentas, el gobierno puso en vigencia las nuevas reglas de impuesto sobre la renta para activos financieros, redujo los límites establecidos en materia de gasto por el presupuesto 1998 e intensificó sus esfuerzos por contener el endeudamiento de los gobiernos estatales y municipales. Al hacerse patente en el cuatrimestre mayo-agosto.

El impacto de las medidas restrictivas sobre el nivel de actividad, con caídas en la producción industrial tasas de desempleo sin precedentes, se rebajó de 15 a menos de 6% el impuesto sobre operaciones financieras y se redujo en cinco puntos porcentuales el impuesto y sobre la producción de vehículos, al tiempo que se restablecían parcialmente los límites presupuestarios.

Dada la estabilización de los flujos de capitales y de las reservas internacionales, el banco central preservó, aunque a menor ritmo antes, en el recorte de la tasa de interés, y este conjunto de medidas hicieron posible un repunte en el nivel actual de actividad. En agosto, se desató de nuevo un masivo éxodo de capitales. Las reservas internacionales cayeron en 24 mil millones de dólares, por la salida de recursos de corto plazo y la no-renovación de operaciones en bonos.

El banco central volvió a incrementar, ahora a 49%, la tasa máxima de interés de sus operaciones. Para aumentar la credibilidad del compromiso fiscal, se establecieron por ley las metas de resultado primario del gobierno central y se redujeron en 20% los límites presupuestarios. La persistencia del éxodo de capitales obligó en octubre a diseñar un ajuste fiscal más drástico, a suscribir un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y a buscar ayuda de países industrializados para el restablecimiento de las líneas de crédito.

A fines de octubre, el gobierno presentó al congreso un paquete fiscal, con el objetivo de incrementar en casi 26 mil millones de reales el resultado primario. Consultaba aumentos, de 0.2% a 0.38%, en el aporte a la seguridad social por parte de los funcionarios públicos, incluso para los jubilados del gobierno federal. Asimismo, la propuesta presupuestaria para 1999 fue de un nuevo recorte, esta vez de 8.9 mil millones de reales.

Las reformas constitucionales acerca de la administración pública aprobadas a fines del primer semestre, y la reforma sobre la previsión social, en noviembre, no redundaron en un ahorro fiscal inmediato, pero introdujeron mayor flexibilidad en el manejo de las finanzas públicas, por lo que parecen congruentes con las medidas estipuladas en el paquete de ajuste.

En julio, alrededor de 19 millones de dólares fueron transferidos al control del sistema telefónico estatal Telebrás, en lo que constituye la mayor privatización realizada

en América Latina. Además se continuó con la venta de activos o concesiones en las áreas de energía eléctrica y puertos. También los gobiernos estatales siguieron adelante con sus privatizaciones.

En sí, el nivel de actividad se vió afectado por las elevadas tasas de interés. El colapso ruso frenó el tímido proceso de expansión que se insinuaba en el segundo trimestre. La industria manufacturera fue la más perjudicada por las medidas monetarias. El sector de bienes de consumo se contrajo, especialmente en el caso de los bienes durables.

La atonía de los sectores productivos y el enfriamiento de la demanda aliviaron las presiones inflacionarias, de modo que el IPC subió apenas un 2.77 % en 1994. La tendencia a incrementos menores y hasta caídas de precios en los servicios se fortaleció, lo que muestra la flexibilidad de los precios a partir del Plan Real. Los trabajadores en la industria disminuían considerablemente de 7.1% a 4.6% y de esta forma la tasa de desempleo subió a casi 8%.

Para evitar un mayor deterioro del mercado ocupacional, se adoptó un sistema de "dimensión temporal", orientado a reducir las indemnizaciones; se reglamentaron los contratos de tiempo parcial y temporal, se flexibilizó la jornada de trabajo, de modo de abatir los costos por concepto de horas extras, se ampliaron los beneficios del seguro de desempleo para trabajadores de mayor experiencia y se introdujeron mejoras al sistema de entrenamiento y capacitación.

Por su parte, en Argentina, en 1999, a medida que se acercaban las elecciones presidenciales, estaba claro que la segunda administración de Menem perdía altitud rápidamente. Peor aún, la economía argentina estaba en plena etapa contractiva, a raíz de la crisis brasileña de 1999.

Fue en ese marco en que muchos dieron un suspiro de alivio cuando Fernando de la Rúa asumió la presidencia en Diciembre de 1999. Muchos pensaron que un nuevo equipo económico restablecería la confianza y sacaría a la economía del marasmo en que se encontraba, pero no fue así. El gobierno de la Rúa era una débil coalición de izquierda que a poco andar demostró ser incapaz de reformar la oferta económica y de imponer orden en el ámbito fiscal. Así las cosas, la crisis se profundizó.

Eventualmente, de la Rúa se vió obligado a llamar a Domingo Cavallo como ministro de economía con plenos poderes, en lo que a simple vista parecía una buena idea. A fin de cuentas, Cavallo había diseñado el sistema de convertibilidad y había sido capaz de sortear la crisis de 1995. Pero Cavallo ha dado una serie de pasos en falso que han hecho pasar a Argentina de una crisis a un pánico financiero.

"E irónicamente, los errores que ha cometido Cavallo han estado ligados, al sistema de convertibilidad, que el mismo diseñó. En junio pasado Cavallo inyectó al sistema dos nuevas desviaciones: en primer lugar, introdujo un régimen monetario híbrido, en el cual las exportaciones (salvo el petróleo) se efectúan con un peso devaluado, en tanto que las importaciones se hacen con un peso reajustado. Todas las demás operaciones se realizan al cambio peso-dólar de uno por uno" (Hanke, 2001).

En segundo lugar, promulgó una ley que cambia la divisa de referencia a una canasta compuesta por euros y dólares en partes iguales, la que entrará en efecto una vez

que el dólar alcance la paridad con el euro. El mercado interpretó estas medidas como preparativos para el eventual abandono de la convertibilidad. El 9 de julio el propio Cavallo alentó esta impresión, expresando a la agencia *France Presse* que, "efectivamente, un día el cambio fijo quedaría atrás".

Los especuladores concluyeron que Argentina se estaba metiendo en terreno pantanoso y no pasó mucho tiempo antes de que los mercados empezaran a azotar al peso argentino. Se produjo el pánico y las tasas de interés se dispararon a las nubes, en prevención del término de la convertibilidad y de una posible devaluación. Todo lo anterior lleva a pensar en que Argentina deberá o no retirarse. "Obviamente, Cavallo no ha leído con suficiente atención la historia monetaria. Cuando se está en medio de una crisis, el hecho de plantear la posibilidad de abandonar un régimen duro es jugar con dinamita. Y de hecho el pasado julio hizo explosión" (Hanke, 2001)

Por su parte Brasil, mediante su sector externo evidenciaba una aguda vulnerabilidad atribuible a la envergadura del déficit en la cuanta corriente, incentivada por el "Plan Real", en julio de 1994, se experimenta el tipo de cambio real. La política de devaluación controlada ha sido uno de los pilares de la política económica. Sin embargo, la infima inflación y la devaluación del dólar norteamericano en relación a varias monedas internacionales permitieron reducir 3% esa sobrevaluación.

Con todo lo dicho anteriormente, es obvio el fracaso del rescate de Brasil por parte del FMI y ofrece a los gobiernos alrededor del mundo una oportunidad de aprender aunque los costos a pagar sean bastante caros y en algunos casos catastróficos. La caída del real brasileño debiera de enterrar de una vez por todas la idea de que el FMI puede impedir las crisis financieras rescatando a los países antes de que explote la conmoción.

Tal idea ha sido totalmente desacreditada a raíz de la devaluación del rublo, pocas semanas después de que el FMI aprobara un paquete de 22.600 millones de dólares de ayuda a Rusia, pero no impidió que el FMI le concediera 41.500 millones de dólares al gobierno brasileño, bajo esa misma teoría. Es más, el año pasado el presidente Clinton insistió que el FMI instancionalizará esa política, aunque *Mr. Clinton* no especificó cómo el FMI determinaría la manera en que los países calificarían para recibir asistencia ni por qué ese tipo de acción preventiva no había funcionado ni en Rusia ni en Indonesia.

Por su parte, hasta hace poco, los argentinos estaban cambiando pesos por dólares, en lo que constituye un tortuoso proceso de dolarización voluntario en la economía. En efecto, los especuladores están masivamente escasos de pesos argentinos que todavía no llegan a su poder, el peso se transa con fuerte castigo en los mercados de futuro, y la rentabilidad implícita anualizada en instrumentos en pesos a 30 días alcanza 90%.

Antes de pasar al inciso siguiente es pertinente hacer algunas precisiones respecto a Argentina y al plan de convertibilidad y caja de conversión que evidentemente para el caso de Brasil, no se abordarán por obvias razones.

Es necesario destacar que la convertibilidad de Argentina no es una caja de conversión ortodoxa---como se mencionó en el capítulo anterior---.Ciertos elementos la diferencian del esquema clásico, entre los cuales destacan:

- El banco central está obligado a vender divisas a la paridad establecida de 1 dólar = a un peso.
- El banco central puede comprar divisas en el mercado, pero no está obligado. Esto permite que en algún momento el peso puede revaluarse.
- Se elimina la indexación, es decir, el ajuste contable por inflación de los contratos.
- El banco central está obligado a mantener reservas en oro y divisas de libre disponibilidad equivalentes a por lo menos el 100% de la base monetaria (moneda en circulación más los encajes de los bancos comerciales en el banco central). Un 33% de las mismas pueden estar integradas con títulos públicos emitidos en moneda extranjera. Las reservas no pueden utilizarse con ningún otro fin puesto que son inembargables y pertenecen a los tenedores de pesos.
- Se mantiene la vigencia de un banco central, independiente y regulado por su propia ley orgánica.
- Se otorga libertad total a los ciudadanos de elegir la moneda con la cual realizan transacciones comerciales y financieras. La caja de conversión es bimonetaria. El dólar tiene exactamente las mismas propiedades que el peso. En particular, se legaliza la intermediación financiera en dólares.

Los últimos tres puntos difieren considerablemente del esquema clásico de cajas de conversión. La cláusula que permita al banco central respaldar hasta en un 33% de la base monetaria en dólares (originalmente era un 20%) dió gran flexibilidad al sistema durante el efecto "tequila". La existencia del banco central es otro aspecto criticado por los defensores del esquema ortodoxo. Finalmente, más importante que todo, la característica bimonetaria de la caja de conversión otorgó un elemento extra que es sin duda una de las razones principales de su "éxito".

Estos tres elementos fueron instrumentos para el suceso de convertibilidad. En particular, permitió la extensión de maduración de activos financieros, eliminando la amenaza de la deuda de corto plazo⁶.

El uso de ambas monedas es un resultado natural del proceso inflacionario de los años ochenta. Si bien el dólar no era de curso legal, los argentinos se habían acostumbrado a usarlo como referencia en sus transacciones y contratos. Los bienes se transaban en australes pero las magnitudes se pensaban en dólares, pues era la única referencia estable. Se calcula que circulaban en la economía aproximadamente 20 mil millones de dólares en billetes. De las tres propiedades típicas de una moneda, el austral había dejado de ser una reserva en valor y una unidad de cuenta, para ser únicamente medio de pago para transacciones pequeñas.

La resolución que tuvo el banco central en 1989 autorizó a los bancos comerciales a recibir depósitos en dólares. A partir de la Ley de convertibilidad, esta

⁶ la amenaza de la deuda de corto plazo puede ser seriamente desestabilizadora, como el caso de la experiencia mexicana en 1994.

modalidad se amplió definitivamente, otorgando a los argentinos la libertad de elegir la moneda que usan. La gente puede abrir cuentas en dólares o en pesos y los bancos pueden utilizar estos recursos para prestar en dólares o en pesos. Las obligaciones que tienen los bancos en materia de encaje legal son las mismas para ambas monedas. Lo único que no pueden hacer es tomar el riesgo de convertir depósitos en pesos en préstamos en dólares o viceversa, es decir, deben llevar la intermediación financiera en la moneda que eligió el depositante.

Así el 11 de noviembre de 1992, por primera vez desde la promulgación de la Ley de Convertibilidad, el banco central tuvo que convertir masivamente pesos a dólares, perdiendo gran cantidad de sus reservas. El ataque especulativo tuvo sus raíces en un infundado rumor sobre una posible devaluación del peso argentino. Por primera vez, el funcionamiento de la caja de conversión argentina era puesto seriamente a prueba.

A medida que los pesos eran convertidos a dólares, las tasas de interés de los depósitos de corto plazo en pesos aumentaron de un 15% a un 45% anual, mientras las tasas en dólares se mantuvieron en el orden del 7% (Hanke, 1995). La base monetaria, que llegó el 11 de noviembre a un pico, cayó durante todo el mes a unos 1000 millones. Los depósitos en pesos crecieron durante los primeros días del mes y llegaron a su máximo el día 11.

La crisis especulativa duró muy poco tiempo. Inmediatamente el gobierno anunció una serie de medidas tendientes a reforzar el bimonetarismo. Los inversores recuperaron su confianza, la gente volvió a comprar pesos y la situación se normalizó rápidamente. Esta experiencia resulta útil para demostrar que la capacidad del sistema financiero de captar los dólares que han sido convertidos reduce significativamente el crédito. En este caso, a pesar de que el crédito en pesos se redujo, el crédito en dólares aumentó aún más. Fue una manera exitosa de demostrar al mundo el excelente funcionamiento del nuevo sistema monetario argentino. La caja de conversión bimonetaria.

Según Hanke si se quiere detener el pánico financiero se debería decretar la dolarización y la parte medular de la propuesta de dolarización para Argentina queda contenida en el siguiente proyecto de ley:

1. El banco central de la República de Argentina deja de emitir pesos y retira de circulación toda la base monetaria argentina, reemplazándola con su equivalente en dólares al cambio de 1 dólar = a un peso. De preferencia el banco central efectuará el grueso de dicho retiro en el lapso de 30 días de la entrada en vigor de la ley de dolarización. El banco central y el estado argentino recibirán pesos para canje a dólares a partir de la entrada en vigor de la ley por un período máximo de cinco años, al cabo del cual el Ejecutivo decretará la desmonetización de los pesos circulantes.
2. Los sueldos, precios, activos y pasivos en pesos se convertirán a dólares al cambio de 1 dólar = 1 peso. Transcurridos 30 días de la entrada en vigor de la ley de dolarización, los sueldos y precios dejarán de cotizarse en pesos.

3. Las tasas de interés y demás referentes financieros mantendrán su valor anterior en pesos. Además, se mantendrá sin alteración la fecha de vencimiento de los créditos y demás obligaciones financieras.
4. El Ejecutivo designará a una comisión de expertos a fin de someter a estudio los aspectos técnicos relacionados con la ley de dolarización y formular las recomendaciones de tipo regulatorio que se estimen pertinentes.
5. Lo dispuesto en la ley de dolarización no impedirá las partes que concurren a una transacción el uso de cualquier moneda de cambio que puedan convenir de mutuo acuerdo, pero cuando ésta no se especifique, se entenderá por defecto el dólar de los Estados Unidos.
6. Quedan sin efecto todas las disposiciones anteriores que no se ajusten a lo dispuesto en la ley de dolarización.
7. La ley de dolarización surtirá efecto de inmediato

Al dolarizar oficialmente la economía, Argentina quedará en disposición oficial de recibir la medicina fiscal que han prescrito los médicos. Y si se le agrega un fuerte antídoto contra la corrupción Argentina podrían volver por sus fueros muy rápidamente. En cuanto a una estrategia bursátil, para el especulador existen tres grandes supuestos a evaluar:

1. Convertibilidad. Se mantiene el sistema de convertibilidad. Bajo este supuesto que sigue siendo el más probable—el pánico disminuye paulatinamente y Argentina se sume en una crisis, la que eventualmente llegará a su fin, todo ello en el marco de un proceso lento y prolongado. Mantener la convertibilidad garantizaría el predominio de las posiciones largas en pesos. A los niveles actuales, los instrumentos de tasas flotantes son también atractivos porque lo más probable es que Argentina no se vea forzada a suspender los pagos.
2. Dolarización oficial. De continuar la dolarización voluntaria, las autoridades podrían optar por el camino mucho más lógico de abandonar la convertibilidad y dolarizarse oficialmente. Bajo este supuesto—que es mucho menos probable que el anterior—por definición predominarían las posiciones largas en pesos e instrumentos de la Reserva Federal.
3. Devaluación. Aunque en los mercados de futuro ya se considera esta posibilidad, se trata de una alternativa prácticamente impensable. Una devaluación precipitaría a Argentina al caos financiero. Entre otras consecuencias, el país se vería imposibilitado de recurrir al mercado para reunir los fondos que necesita para cubrir sus necesidades de refinanciación para el año 2002. Más aún, lo más seguro es que suspendería el pago de la deuda soberana, valorizada en un 90% en divisas extranjeras. Bajo este poco probable supuesto las mayores pérdidas las sufrirían quienes hayan tomado posiciones largas en pesos e instrumentos en la Reserva Federal.

Una vez que hemos abordado el desempeño macroeconómico comparativo de estos dos países pasemos ahora a la cuestión de las interpretaciones relevantes en cada caso.

Como ya se mencionó en el capítulo anterior la discusión de los regímenes cambiarios en el desarrollo de los países ha jugado un papel determinante en el desarrollo de la actividad económica, pero la implementación de estos puede ser extremadamente compleja y algunas veces absolutamente exóticas. La mejor manera de entender el papel que juegan los regímenes de divisas en el desarrollo de los países es utilizando ejemplos actuales como los que trataremos de analizar en este capítulo.

Partiremos con el caso de Brasil y analizaremos que fue lo que sucedió con la economía brasileña y que es lo que se está debatiendo actualmente. Desde que fue iniciado el *Plan Real* en julio de 1994, después de una década de estabilizaciones fallidas, Brasil ha tenido un progreso dramático; la inflación se ha tenido bajo control y la reforma ha comenzado definitivamente.

En esta parte daremos un esbozo de lo que opinan las personalidades conocedoras acerca tanto de la situación de Brasil como la de Argentina. Y como en el inciso anterior partiremos con el caso de Brasil y después Argentina. De acuerdo a ⁷Paul Krugman lo sucedido en Brasil comenzó por el incansable intento de las autoridades brasileñas de mantener la flotación del real.

Uno puede comprender el apuro que tuvo el presidente Cardoso al intentar hacer las cosas bien y recibir poca recompensa, pero un error en la deuda, un regreso a la inflación, o una recesión catastrófica harán más lejano que Brasil regrese a un toque de queda temporal, con fuga de capitales; y aquellos empiezan a aparecer como alternativas.

El principio de mercados libres no debe incluir no hacer nada cuando los inversionistas se están pisoteando, no mencionar una economía nacional, en una precipitación para la salida de capitales. Invertir en Brasil sería seguro y provechoso sin riesgo de una crisis. Lo que nos dice que los inversionistas no están asustados de lo que el gobierno pudiera hacer, sino de lo que otros inversionistas harían.

Si cada inversionista ha creído que los otros estarían tranquilos todo sería manejable; pero los inversionistas desconfiaron unos de otros, y la crisis vino. Ahora es entendible que el capital esté saliendo de Brasil por la incertidumbre de que el gobierno no pueda mantener su deuda debido a los tipos de interés altísimos, un hundimiento verdadero, y una depresión económica. Es un caso lógico perfectamente circular, y el círculo es vicioso.

Por derechos, Brasil tiene que estabilizar el real sobre su nivel actual, sin una fusión financiera. Contrariamente a los países asiáticos, sus compañías no tienen una gran deuda en dólares, esto es el porque parecen tan reconocidas, en aquel primer día que se libera el real pudo haber sido justo lo que Brasil necesitaba. El objetivo ahora debe ser regresar el tiempo a enero 15 y empezar todo. Para hacer aquello, primero Brasil debe parar el pánico.

Una cosa que es cierta: la solución a la alta tasa de interés está completamente mal en este caso. El FMI ahora tiene el gusto de demandar que la estabilización de Asia, y los principios de una cierta recuperación en Corea prueban que este acercamiento trabaja; esto es como el departamento de seguridad vial tiene tanto éxito porque

⁷ Paul Krugman es maestro del Massachusetts Institute of Technology.

sobreviven la mayor parte de las víctimas de los accidentes, y otras eventualmente aprenden caminar otra vez. Cualquier cosa que Brasil haga después, por ningún motivo debe incrementar de nueva cuenta las tasas de interés.

De acuerdo a Dornbusch⁸ la estabilización y las reformas que se llevaron a cabo en Brasil no estuvieron al 100% completas para sacar a este país de la caótica situación que se había dejado venir. Y la estabilización de Brasil ha sido manejada y la experiencia popular: los salarios reales fueron levantados dramáticamente. Y la apreciación del tipo de cambio fue permitida.

El público celebró el fin de la inflación, pero de hecho ellos están celebrando una gran alza en los ingresos reales, los cuales son asociados con el fin de la inflación, más bien con los salarios reales potencialmente salarios insostenibles y el tipo de cambio real. Hay para Dornbusch evidencia de que la buena política económica encabeza un alto crecimiento.

La buena política económica incluye, no sólo a un conjunto de instituciones desde un gobierno que se inclina o que apoya el funcionamiento de los mercados abiertos, también incluye una tasa alta de inversión y ahorro. En Brasil la tasa de ahorro es baja y también la de inversión. La moneda de inversión compartida en el PIB es de tan solo un 16% y ha sido baja por una década. Si el auge del consumo da opciones de ahorro e inversión y reformar de manera rápida el Plan Real tendrá que ser una plataforma brillante para un cambio dramático en el quehacer brasileño.

Hoy Brasil celebra el éxito de reducir la inflación; pero es tiempo de empezar a pensar acerca de cómo mantener una tasa de continuo crecimiento. Por otro lado el mercado de capital no suministra un puente realmente estable donde los salarios pueden crecer por encima de las inversiones y trabajos. Gastar el ingreso por encima de las inversiones y ponerlas fuera de expansión, puede verse por un momento pidiendo prestado para financiar el déficit; indudablemente esto termina ocasionado una crisis.

Las reformas exitosas han ido bajando el gasto en consumo; ellas acentuaron la competitividad, el ahorro y la inversión como significado de implementar oportunidades abiertas por la reforma económica. Una estrategia de apreciación del real ayuda a afrontar la inflación pero invariablemente desvía el proceso de crecimiento el tipo de cambio real es una llave de una estrategia exitosa como en el caso de Chile.

Por su parte Arminio Fraga⁹ nos explica cómo a principios de 1999 la crisis financiera de Brasil incluyó debilidades tanto en la balanza de pagos como en el déficit fiscal: a mediados de 1998 la posición fiscal consolidada de Brasil mostraba un déficit primario como los gastos del gobierno, excepto los pagos de interés excedidos en su ingreso. El total de la deuda doméstica del gobierno —que ascendió a 40% del PIB— consistió en un financiamiento a corto plazo. Y aunque la economía se encontraba dentro de una recesión, el déficit de la cuenta corriente se acercaba al 5% del PIB.

Entonces, como sucede a menudo a los países vulnerables el surgimiento de una crisis económica era inminente. Brasil forzado por los acontecimientos como la crisis de

⁸ Rudiger Dornbusch es Ford Professor of Economics and International Management, del MIT.

⁹ Arminio Fraga es gobernador del banco central de Brasil.

Rusia y el problema con sus flujos de capital se mantuvo en la posición de mantener la flotación de su moneda, lo que condujo a un pánico en enero de 1999. En febrero, el real se desploma de 1.20 a 2.15 el dólar. La situación era alarmante. Una reacción de pánico a la devaluación habría podido crear desequilibrios serios inclinando la inflación mientras que conducía a la economía a una recesión profunda.

La amenaza de la inflación era relevante, dado la historia de Brasil; los observadores predijeron que las tasas de inflación se extenderían entre 30 y 80%. Por otro lado el crecimiento del PIB en 1999 iban de 3 a 6%. Dada esta situación, la primera decisión que se tenía que tomar era si se adoptaba un tipo de cambio fijo o si se dejaba a la libre flotación.

Se asumió que lo mejor para Brasil no era permitir que el real flotara; por lo que una política basada en un agregado monetario no parecía factible, dada la incertidumbre inherente que había ocasionado la crisis. Otra posibilidad era la adopción de una política discrecional. Sin embargo, dado el grado de inestabilidad esperado, una consolidación más fuerte y más transparente era esencial.

Se tomó una decisión en cuanto a la inflación y la cuestión era si la inflación se atacaría inmediatamente o si era mejor esperar hasta que se tuviera una inflación con dos dígitos. La solución se lleva a cabo en dos etapas. En Marzo de 1999 se anunció que la meta era tener una inflación de un solo dígito para el último trimestre de 1999; y tener una tarifa de inflación completa para finales de Junio. Esto en cierta medida contribuyó al esfuerzo de contener el pánico.

"Las buenas noticias eran que, seis meses antes de la crisis se tuvo resultados notables en la política fiscal. Entre octubre y febrero muchos de estos cambios se estaban llevando a cabo. Pero en aquella época, aún había poca confianza en la política fiscal del Brasil. Los tipos de interés seguían siendo 39% y necesitamos decidir lo que debe ser nuestro movimiento siguiente del tipo de interés, si lo hay. La guía de consulta básica que utilizamos era la inflación prevista que ascendió en la práctica después del programa de inflación" (Arminio Fraga, 2000).

Una primera pregunta fue relacionada con el grado al cual la devaluación del real creara presiones inflacionarias. También para mejorar el pánico se tuvo que recurrir al financiamiento internacional. El conjunto de financiamiento dio al FMI un papel decisivo y se trabajó en conjunto con este organismo para financiar el equilibrio de pagos en el período de abril a junio.

Resumiendo abreviadamente, la respuesta ante la crisis exigió una combinación tanto de una política fiscal como monetaria más ajustada con cierto margen de inflación y de la ayuda externa. Los resultados hasta hora han sido positivos (según Arminio Fraga), ya que el tipo de cambio se estabilizó. Las expectativas de la inflación también se vinieron trabajó, y permitieron que utilizara una tasa de interés dos veces durante 1999. las tarifas bajaron de 42% a 39^{1/2} %.

No se necesitará de capital de largo plazo, únicamente para las finanzas comerciales. Antes de junio de 1999, el pánico estaba detrás de nosotros. Las tarifas de inflación para el resto de 1999 fue y como se previó. Las tarifas de inflación son 85 para 1999, 6% para el 2000, y 4% para el 2001."Hemos tenido cuidado de no prestar mucha

atención a la banda inflacionaria para no distraer las expectativas lejos del camino señalado. La banda está ahí para dar respuesta a los choques externos y accionar una carta abierta al ministro de hacienda en caso de que la tarifa sea olvidada" (Arminio Fraga, 2000).

Ahora pasaremos al caso argentino y de acuerdo con Krugman. "Así aunque Argentina era un lugar de irresponsabilidad política legendaria, en donde los generales declararon la guerra a Margaret Thatcher, y los políticos populistas que prometieron el paraíso constantemente sólo dieron hiperinflación a cambio". Pero como ya se mencionó anteriormente el presidente Carlos Menem le dio la vuelta a la reputación de su país. Y la inflación se eliminó con el peso anclado al dólar"

Un sistema absurdo e ineficaz de mercados protegidos y las corporaciones públicas se han liberalizado y privatizado, produciendo un dígito. Y hasta hace poco se veía a Argentina como ejemplo, sin embargo los acontecimientos tendrían un revés insospechado y pasaría lo peor. Incluyendo la devaluación del real en Brasil, Argentina había estado resbalando dentro de una recesión moderada y con ella un déficit presupuestario cada vez mayor.

El mercado de acciones de Buenos Aires se hundió, y el tipo de interés se elevó. Todavía hay una lección que Argentina debe de aprender—es decir, usted puede rasguñar una panacea económica—. Para Argentina su modelo ha estado bien plasmado sobre papel para los que necesitan creer en que una moneda creíble es todo lo que se necesita para promover la prosperidad. Y sus apuros —especialmente con el contraste de las buenas noticias inesperadas para Brasil—son por lo tanto un recordatorio que, Keynes precisó en 1920, una moneda fuerte y una economía fuerte no significan la misma cosa.

En opinión de Rudiger Dornbusch después de algunos intentos fallidos de detener la hiperinflación, el presidente Menem y su ministro de finanzas Domingo Cavallo usaron una reforma que se basaba en la adopción de otra moneda (en este caso el dólar). El dólar ha llegado a ser de hecho la moneda de Argentina. Pero donde los predecesores han explotado la estabilidad momentáneamente para sacar la moneda.

La nueva convertibilidad estableció una regla firme: fijar la paridad de acuerdo al dólar 1 a 1. Aquel régimen se ha sostenido. Ninguna política desairará esta regla; en Argentina todo mundo entiende que jugar con la regla monetaria significaría regresar a la hiperinflación. Una moneda fuerte nos ayuda a cubrir las reformas más urgentes para sanear el gasto por privatización, reestructuración del sector público y la eliminación de subsidios.

Los beneficios se ven aparentemente de dos maneras: Argentina esta teniendo una alta tasa de crecimiento con la esperanza de aceleración en los siguientes años. El régimen monetario resistió varias pruebas. Y cuando México se unió a toda Latinoamérica fue un éxito, pero Argentina sufrió un retraso. Pero contrariamente a lo que Wall Street pensó, Argentina salió sin abandonar su moneda dura o los mercados libres.

Y algo más, cuando Cavallo se fue esto inmediatamente llegó a parecer que las reformas eran independientes del ministro. Justo ahora Argentina tiene una alta tasa de

desempleo. Con la forma correcta de llevar acabo el Plan de convertibilidad, ¿qué puede estar hecho? La respuesta de desechar el plan no es una solución clara, ni económica ni políticamente.

Y para finalizar Steve Hanke¹⁰ afirma que debido a las cajas de conversión, Argentina pudo remplazar exitosamente la moneda local por una moneda extranjera fuerte, dolarizando. Y aunque Argentina se logró sobreponer a la crisis de 1995, la diferencia de intereses en créditos denominados en dólares contra los denominados en pesos ha variado de 0.5 puntos porcentuales a 4.4 puntos porcentuales en el último año, reflejando el riesgo del peso.

La razón de que la caja de conversión argentina actúe como prestamista de última instancia, regula las reservas de los bancos comerciales y puede utilizar hasta un tercio de sus reservas denominadas en dólares para respaldar bonos emitidos por el gobierno argentino. Para perfeccionar la unificación de la moneda argentina con el dólar, el presidente Menem ha sugerido sustituir el peso por el dólar.

Una dolarización oficial eliminaría las diferencias en las tasas de interés y el peso dejaría de circular. Argentina podría fácilmente instrumentar una dolarización oficial remplazando los pesos en circulación con dólares de sus reservas y ordenando que se cambie la denominación de todos los activos de peso a dólar. Argentina requeriría de unos 15 mil millones de dólares para remplazar los pesos en circulación y gracias a la ley de convertibilidad tiene reservas de unos 24 mil millones de dólares.

Finalmente el gobierno tendría que reorganizar el banco central para que actúe solamente como regulador de las instituciones financieras y como monitor de estadísticas financieras. Algunas personas piensan que la dolarización, de adoptarse, debería ser solamente una medida temporal. No obstante, la experiencia histórica indica que un proceso de dolarización, realizado de la manera en que Hanke lo describe, debe ser permanente.

No menos de 120 naciones han utilizado en algún momento la moneda de otro país. Hoy, el caso mejor conocido de dolarización es Panamá que lo utiliza desde 1904. Pero además hay otros 27 países y territorios que no tienen una moneda nacional. Hasta hace poco la mayoría de los economistas rehusaban considerar cajas de conversión o la dolarización.

Steve Hanke propone que los argentinos usen cualquier moneda, pero que prevengan que el gobierno vuelva a distribuir una moneda de nuevo. Para Argentina, un país con una historia de hiperinflación, la moneda emitida por el gobierno casi siempre ha sido una maldición.

Así las cosas han cambiado y antes muchos simplemente insistían que un tipo de cambio fijo no es apropiado o que los hechos son diferentes no hay nada nuevo en eso. Michael Polanyi concluyó en su libro "conocimiento personal" publicado en 1958, que "la práctica normal de los científicos es ignorar toda evidencia que parece incompatible con el sistema aceptado de conocimiento científico". Ante el fracaso del cambio ajustable y el cambio flotante en Asia, Rusia y Brasil la marea ha comenzado a cambiar.

¹⁰ Steve Hanke es profesor de economía aplicada en John Hopkins University y académico asociado del Institute CATO.

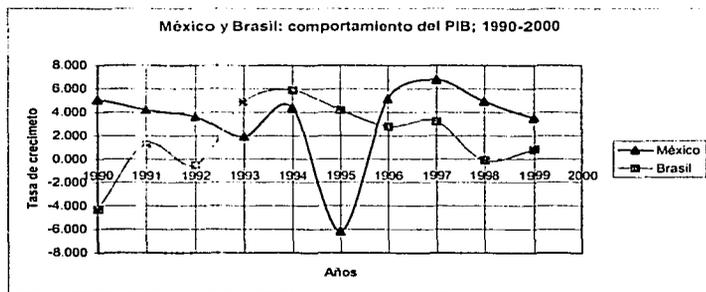
B. EL CONTRASTE CON MÉXICO

Como ya se mencionó en el capítulo anterior cual era la situación económica de Brasil, en este apartado no dedicaremos a hacer una remembranza y rescataremos los datos y acontecimientos más importantes de esta economía. Partiendo de sus elevados déficit tanto fiscal como externo hicieron a la economía brasileña altamente vulnerable a las turbulencias internacionales de 1998. Las severas medidas de ajuste aplicadas por el gobierno enfriaron a solo 3.20 %, la expansión del producto en 1997, mientras que en México el comportamiento del PIB en 1990 era de 5.7 %, pasando a 6.17 % en 1995 un año después de la famosa crisis del 94.

| Años | PIB Tasas de crecimiento | | Inflación | |
|------|-----------------------------|--------|-----------|---------|
| | México | Brasil | México | Brasil |
| 1990 | 5.068 | 26.66 | 26.66 | |
| 1991 | 4.222 | 22.66 | 22.66 | 432.78 |
| 1992 | 3.629 | 15.51 | 15.51 | 951.65 |
| 1993 | 1.951 | 9.75 | 9.75 | 1927.99 |
| 1994 | 4.415 | 6.97 | 6.97 | 2075.89 |
| 1995 | -6.167 | 35.00 | 35.00 | 66.01 |
| 1996 | 5.144 | 34.38 | 34.38 | 14.76 |
| 1997 | 6.772 | 20.63 | 20.63 | 6.93 |
| 1998 | 4.945 | 15.93 | 15.93 | 3.20 |
| 1999 | 3.505 | 16.59 | 16.59 | 4.86 |
| 2000 | | | | 7.04 |

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

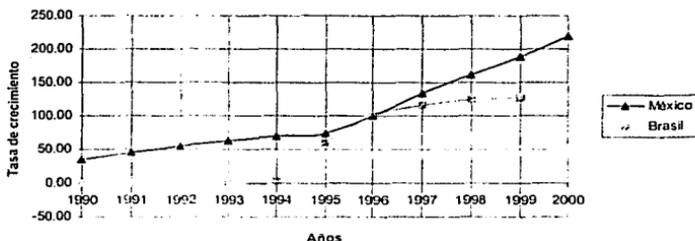
Fuente: Banco mundial, Global Development France, 2000.
FMI, International Financial Statistics Yearbook, 2000.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.
en cuanto al comportamiento de la inflación mientras que Brasil había niveles de inflación hasta de cuatro dígitos como en 1993 llegando a 1927.9 % y un año después

de la introducción del Plan Real en 1995 la inflación se logró bajar hasta 66.0 %, llegando a su nivel más bajo en 1998 con 3.8 %. Mientras que en México en 1994 año en que estallo la crisis teníamos 35 %, mientras que en 1997 bajo a 16.5 %.

Gráfica. México y Brasil: comportamiento de la inflación; 1990-2000



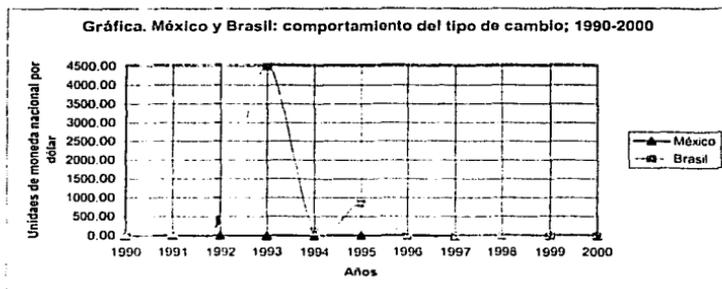
Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior

El colapso de la economía rusa en agosto reeditó la situación suscitada algunos meses antes por la crisis asiática, con un masivo éxodo de capitales y la interrupción del acceso al financiamiento internacional, provocando intensas fluctuaciones en el mercado cambiario brasileño, llegando en 1995 a 846 reales por dólar, llegando a 1.3 % 3n 1997, en tanto que México el tipo de cambio que se tenía en 1994 fue de 3.1pesos por un dólar y en 1995 el tipo de cambio peso-dólar se situó en 5.33.

| Años | Tipo de cambio | |
|------|----------------|---------|
| | México | Brasil |
| 1990 | 2.64 | 4.13 |
| 1991 | 2.95 | 64.39 |
| 1992 | 3.07 | 388.65 |
| 1993 | 3.12 | 4504.55 |
| 1994 | 3.11 | 118.51 |
| 1995 | 5.33 | 846 |
| 1996 | 7.64 | 0.973 |
| 1997 | 7.85 | 1.0394 |
| 1998 | 8.08 | 1.1164 |
| 1999 | 9.87 | 1.2087 |
| 2000 | 9.51 | 1.789 |

Fuente: Banco mundial, Global Development France, 2000.
FMI, International Financial Statistics Yearbook, 2000.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



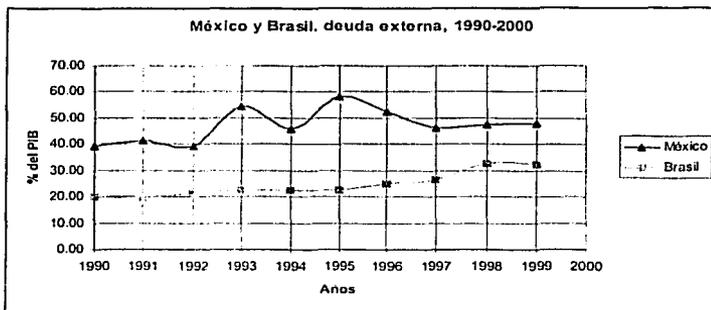
Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

En cuanto a la deuda externa en Brasil en 1994 representaba un 27.67 como porcentaje del PIB, hasta llegar a representar el 32.5 % en 1999. En cuanto a México esta en 1994 representaba el 3.33 del producto, pero en 1995 aumentó significativamente a 58.3 %, bajando en 1995 a 4.14%, pero volviendo a niveles altos en 1997 de 37.07 %.

| Años | Deuda Externa % del PIB | |
|------|----------------------------|--------|
| | México | Brasil |
| 1990 | 39.76 | 25.78 |
| 1991 | 36.28 | 2.97 |
| 1992 | 30.89 | 32.96 |
| 1993 | 3.27 | 32.82 |
| 1994 | 3.33 | 27.67 |
| 1995 | 58.31 | 22.59 |
| 1996 | 4.74 | 23.37 |
| 1997 | 37.07 | 24.71 |
| 1998 | 38.40 | 31.59 |
| 1999 | 34.51 | 32.56 |
| 2000 | | |

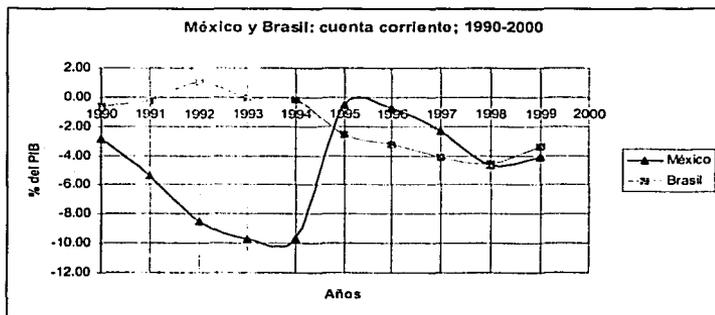
Fuente: Banco mundial, Global Development France, 2000.
FMI, International Financial Statistics Yearbook, 2000.

TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN



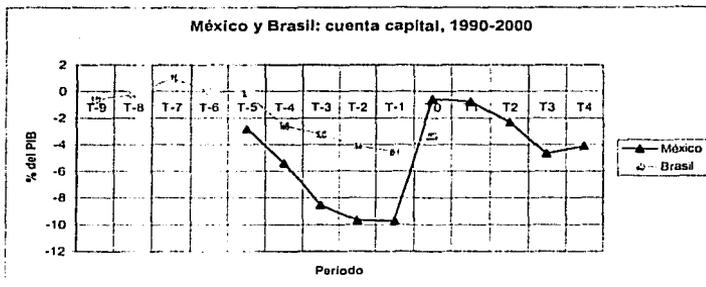
Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

En Brasil el cuantioso déficit en la cuenta corriente cedió un tanto, pero el desempeño de la cuenta de capital fue desfavorable. Teniendo en 1990 0.63 % como porcentaje del PIB, en 1994 0.17 % y en 1997 4.08 %. México a su vez en 1994 tenía 9.73 % y en 1995 0.55 %, pero en 1999 llegó a 4.10%.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

FALLA DE ORIGEN



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

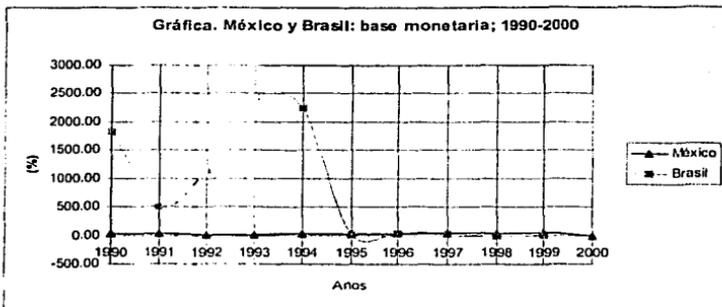
En lo que se refiere a las reservas internacionales en Brasil durante 1992 se tenía una tasa de crecimiento de 180.3%, pasando a 35% en 1993. Por su parte México 29662 millones de dólares, en 1995 solamente conservaba 1576 millones de dólares, llegando a 15724 en 1998, en tanto que la base monetaria en Brasil vario 11.9% respecto de 1994, pero varió 2241 respecto de 1993, así México variaba 33.4% respecto de 1994 y 48.45 respecto de 1996.

| Años | Base monetaria (variación porcentual respecto al año anterior) | | Reservas Millones de dólares | | Reservas Tasa de crecimiento | |
|------|---|---------|---------------------------------|----------|---------------------------------|--------|
| | México | Brasil | México | Brasil | México | Brasil |
| 1990 | 35.30 | 1835.30 | -7451.00 | 7440.63 | 55.83 | -1.26 |
| 1991 | 27.80 | 495.60 | -14888.00 | 8032.95 | 79.72 | 7.96 |
| 1992 | 14.40 | 1148.20 | -24442.00 | 22521.40 | 6.86 | 180.36 |
| 1993 | 10.4 | 2424.40 | -23400.00 | 30603.90 | 32.56 | 35.89 |
| 1994 | 21.2 | 2241.70 | -29662.10 | 37069.50 | -75.00 | 21.13 |
| 1995 | 33.4 | 11.90 | -1576.44 | 49708.00 | 168.34 | 34.09 |
| 1996 | 23.10 | 22.80 | -2327.86 | 58322.90 | 15.35 | 17.33 |
| 1997 | -48.40 | 34.20 | -7454.00 | 50826.50 | 48.19 | -12.85 |
| 1998 | 26.70 | -11.10 | -15724.00 | 42579.80 | 10.42 | -16.23 |
| 1999 | 43.5 | 7.80 | -14324.00 | 34796.00 | -0.05 | -18.28 |
| 2000 | -6.6 | | -17768.00 | 32488.30 | 11.73 | -6.63 |

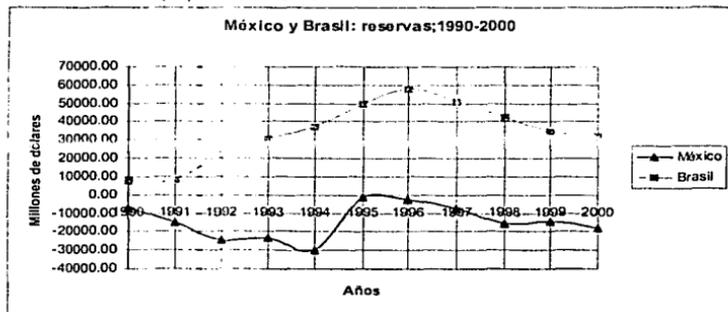
Fuente: Banco mundial, Global Development Finance, 2000.

FMI, International Financial Statistics Yearbook, 2000.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.



Fuente: Elaboración propia conforme al cuadro anterior.

En cuanto al desempleo las cifras son muy parecidas entre Brasil y México , ya que mientras en Brasil en 1993 se tiene 5.3% en México se tiene 2.40%, así en México se tiene en 1995 4.75 y en Brasil 4.6%

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

| Desempleo (%) | | |
|------------------|--------|--------|
| Años | México | Brasil |
| 1990 | | 3.70 |
| 1991 | 2.20 | |
| 1992 | | 6.50 |
| 1993 | 2.40 | 5.30 |
| 1994 | | 5.10 |
| 1995 | 4.70 | 4.60 |
| 1996 | 3.70 | |
| 1997 | 2.60 | |
| 1998 | 2.30 | |
| 1999 | | |
| 2000 | | |

Fuente: Banco mundial, Global Development France, 2000.
FMI, International Financial Statistics Yearbook, 2000.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Dada ya una visión panorámica de lo que sucedió en la economía brasileña, ahora nos centraremos en el caso de la economía mexicana.

En cuanto a la aplicación de la hipótesis de sobre-reacción en el caso de México en 1995, como bien se muestra (Contreras, 1995) la hipótesis de sobre-reacción cambiaría se aplica a cabalidad en el desequilibrio que impactó a la economía mexicana a partir de diciembre de 1994. Cabe señalar cuál fue la causa que condujo a las autoridades económicas para poner en marcha el mecanismo que condujo a esta sobre-reacción.

Este actuar de las autoridades podentos dividirlo en tres etapas principales. En la primera, todavía bajo la gestión de Salinas comenzó a hacerse manifiesta a partir de marzo de 1994 un flujo neto negativo de capitales, ante ello el gobierno reacciona para detener esa tendencia mediante la emisión de deuda indexada al dólar (tesobonos), a fin de dar certeza sobre el cumplimiento de dichos papeles; mientras que las autoridades monetarias no controlaban a plenitud la oferta monetaria, esterilizaron esta disminución de las reservas internacionales a través del incremento en el crédito interno neto.

Cabe mencionar el motivo por el cual se hizo manifiesta la salida de capitales, de lo cual identificamos dos factores: en primer lugar la incertidumbre provocada por la inestabilidad política y secundada por el incremento en las tasas de interés de Estados Unidos. De igual manera cabe recordar que la política monetaria en ese momento estaba enfocada a controlar el precio del dinero a través del establecimiento de un tipo de cambio reptante, postura que resulta incompatible con la política de esterilización implementada por el Banco de México en ese momento.

En segundo lugar, ya realizado el cambio de gestión, para la nueva administración la presión generaba dicho desequilibrio (cumplimiento del pago de los tesobonos y la salida de capitales) orillaron a estas autoridades a implementar una válvula de escape que coadyuvara a enfriar las presiones. Fue entonces cuando el gobierno al tratar de evitar que el fuego iniciará, dio el chispazo.

Ampliando en un primer tiempo la banda de flotación y posteriormente liberar totalmente el tipo de cambio, no hicieron más que abrir la posibilidad para que estas presiones hicieran manifiesto sobre el valor del tipo de la moneda en términos del dólar.

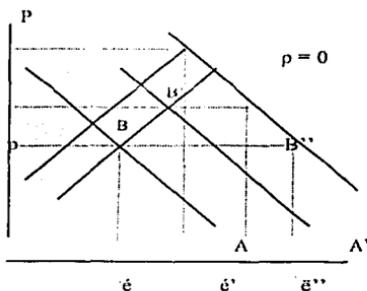
ESTA TESIS...
FALLA DE ORIGEN

Pues entonces se hace realidad la consabida relación entre ambas gestiones, la primera que genera, a través del incremento forzado de la base monetaria, expectativas de depreciación del tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo y la segunda que válida a través de su actuar estas esperanzas.

Ante la permisón por parte del gobierno para el libre actuar de los agentes sobre el tipo de cambio, la tara de estos segundos no fue la que propone la teoría recién explicada: sobrerreaccionar sobre el tipo de cambio en el momento en el que se les pidió. Para poder observar este comportamiento de los agentes, podemos hacer referencia a la gráfica IV.A.1.

En el que se observa claramente que la cotización peso-dólar tuvo una excesiva tendencia depresiva hasta llegar a un máximo 7.0825 en el mes de marzo para comenzar a descender a partir del mes de abril al nivel de 6.2933 y mantenerse en una oscilación continua alrededor del nivel de 6.1629.

Gráfica IV.A.1. Equilibrio en el mercado de activos y bienes, con un incremento en la oferta monetaria y un decremento en el producto



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

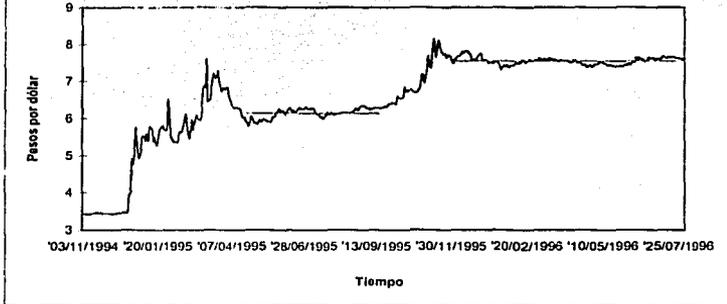
A''

e

Manteniéndose esta situación hasta el mes de septiembre, cuando parece abrirse una nueva fase alcista en este indicador. Convendría ahora, explicar esta nueva fase en la evolución del tipo de cambio, en la que este alcanza un nuevo máximo de 8.1383 el 13 de noviembre y después se mantuvo alrededor de 7.5382 hasta más allá de julio del siguiente año. Una primera explicación surge del mismo artículo al que hacemos referencia y gira en torno a lo siguiente:

Se hace entonces presente un tercer momento que parte de las situaciones expuestas anteriormente, la pérdida de confianza en las autoridades en la conducción de la política económica generaron una sistemática incertidumbre en los agentes económicos que, como lo habíamos expuesto, generan sus expectativas de manera racional, aprender y toman toda la información para no cometer errores y es el actuar del gobierno un creador de malas señale para estos.

Gráfica IV.A.2
 México: desempeño de la hipótesis de sobre-reacción,
 1994-11 a 1996-07
 (Paridad diaria)



TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

Fuente: Tomado de Castillo Cerdas Francisco y Faviel Padilla Carlos (2001)

De todo esto cabe resaltar que la supuesta congruencia de la política económica para detener la recesión que se hubiera presentado si no se actuaba para detener la salida de capitales, (tesobonos y política de esterilización), más bien se puede explicar por los costos políticos y electorales de aceptar dicha recesión que mantener cierta certidumbre en la economía nacional.

Concluyendo en que la incertidumbre sistemática es el elemento que explica ahora la segunda sobre-reacción en cuanto a que en la formulación de la expectativa del tipo de cambio, la pendiente (0) sería el indicador de credibilidad de los agentes hacia el gobierno, a mayor pendiente menor credibilidad y, por lo tanto mayor certidumbre sistemática. Y viceversa (Contreras, 1995).

Una segunda explicación podría derivarse del mismo modelo de la hipótesis de sobre-reacción cambiaria. Para ello debemos de tomar en cuenta la magnitud que la recesión y el sobreajuste tuvieron sobre la estructura económica del país. De donde no es poco cerdo asumir a esta altura que impactó sobre el nivel del producto observado de la economía desviándola drásticamente de la tendencia hacia el producto potencial de equilibrio de corto plazo, por encima de lo que supone el modelo como un estado de crecimiento sostenido.

Entonces, para explicar de diferente forma esta segunda sobre-reacción del tipo de cambio, hemos una omisión de este supuesto. El proceder sería el siguiente: al dejar de suponer el nivel de producto como dado o constante, lo incluimos como variable en la determinación de los equilibrios del mercado de activos y en el de bienes. El impacto que tiene esta disminución del producto desplaza la curva AA' a AA'' dada la

influencia positiva de una mayor diferencia entre el producto de largo plazo y el observado.

Mientras que en el mercado de bienes esta disminución del producto observado afecta también positivamente a la curva denotada por $p = 0$ hacia $p' = 0$. Dado esto, el nuevo nivel de equilibrio en el punto C con un nivel de precios y tipo de cambio de equilibrio aún más altos, pero nuevamente, consideremos ahora el nivel de precios está dado en p' , que se justificará la sobre-reacción como se explico en el marco teórico.

En cuanto la aplicación de la hipótesis de sobre-reacción en el caso de Brasil e 1999, el caso de Brasil-- al igual que en México—cuando devalúa su moneda, la sobre-reacción se da, porque las expectativas de la depreciación de la moneda aumentan al mismo instante, también por lo que señala Dornbusch, el lento ajuste del mercado de bienes con relación al rápido ajuste del mercado de activos. La evolución de la tasa de cambio es fluctuante, los datos más recientes indican que la tasa de cambio ha venido apreciándose más.

Pero vale la pena aclarar que el caso de Brasil fue algo distinto al de México aunque—como se mencionó anteriormente—ofrece resultados similares en las variables macroeconómicas ante un cambio en el direccionamiento de las políticas económicas. El caso de Brasil, es distinto al que vivió México, ya que se ha llegado a mencionar que es una causa de una turbulencia internacional (Castillo Aguilar y Retiz Gutiérrez, 1999) lo que ha provocado un ataque especulativo derivado de la falta de credibilidad mundial con respecto a compromisos de pago de corto plazo.

Que coadyuvarían a dejar una política inflacionaria que como se puede observar había funcionado de manera correcta, aunque cabe mencionar que después del caos se pudo reestablecer el orden, aunque no se omiten algunas hipótesis como la sobre-reacción del tipo de cambio que esta representado en la gráfica IV. A. 3, así para 1999 en Brasil la firma Goldman Sachs estimaba una sobrevaluación del real en 20%.

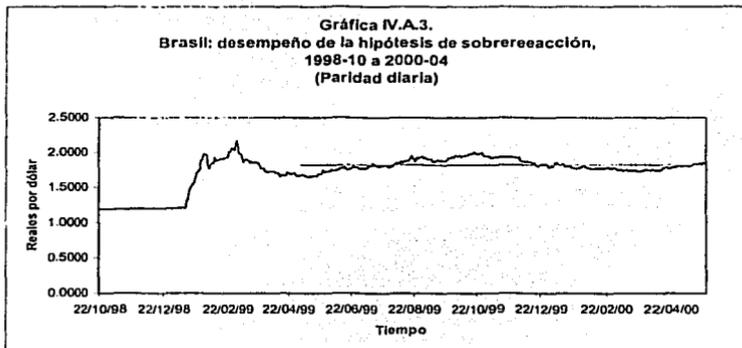
Aunque otros atribuían solo el 15% (Castillo Aguilar y Retiz Gutiérrez, 1999), por lo que se recomendaba una devaluación del 8%, pero el tipo de cambio en este caso no era precisamente el problema, ya que el conjunto de factores tales como la renuncia del banquero central, y la toma de decisiones como la ampliación de la banda cambiaria fue motivo claro para la pérdida de credibilidad en la economía brasileña que impacto directamente en la absorción y el cambio de signo en la balanza comercial.

Para concluir este apartado es importante concluir que si bien en las dos economías hubo distintas causas de crisis, una por irresponsabilidad y otra por factores externos, como la credibilidad internacional, además del factor principal, cabe mencionar que los ajustes en las variables, al parecer cumplen una regla que es fluctuar, es decir, la llamada hipótesis de la sobre-reacción cambiaria, que implica un ajuste económico mediante una política monetaria expansiva o restrictiva que se acompaña con algunos supuestos tales como: un producto y salarios nominales fijos en el corto plazo que podrían en su caso bajar las tasas de interés y hacer sobre-reaccionar al tipo de cambio.

Por lo que se tiende a establecer un encadenamiento de movimientos, aunque de magnitudes diferentes pero todos cumpliendo su dirección. Como reflexión final podemos mencionar ¿, es bueno redireccionar o dejar que la consistencias del modelo

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

económico en turno se desenvuelva de forma natural, para aligerar los costos económicos?



TESIS CON
FALLA DE CONVENIEN

Fuente: Tomado de Castillo Cerdas Francisco y Faviel Padilla Carlos (2001)

Como ya se menciona en el apartado anterior después de abordar el desempeño macroeconómico, ahora pasaremos a las interpretaciones relevantes para cada caso. En este último apartado retomaremos las interpretaciones y enfatizaremos en el caso mexicano. La crisis mexicana debería fundamentarse en dos elementos clave: 1) un modelo que explique, de que manera la fragilidad bancaria y los flujos de capitales externos contribuyen a generar grandes desequilibrios entre los saldos de activos financieros y reservas brutas de un país con un tipo de cambio fijo y una política fiscal dura.

Con base en esto, la crisis de diciembre de 1994, suscitó un nuevo tipo de crisis de balanza de pagos. 2) un modelo que muestre de que manera una devaluación (en una situación de vulnerabilidad) produce corridas contra los activos financieros, que son inconsistentes con los elementos fundamentales del país. La política de banco central de intervenir para esterilizar la base monetaria y colocar tesobonos generó un fuerte cambio estructural en el desenvolvimiento de M2.

Dentro de las opiniones más destacadas en torno a la crisis mexicana destaca la de Guillermo Calvo¹¹ el cual hace un análisis antes del estallido de la crisis. Así dentro del período de 1989-1993 existía una total liberalización de los controles de capitales, es decir, es el período en el que existe una excesiva entrada de capitales a la economía. De 1994 a 1995, es donde se genera una salida masiva de capitales derivado de un ataque especulativo contra el peso y existe un ajuste de la cuenta corriente, vía cuenta de

¹¹ Profesor distinguido de economía, Universidad de Maryland, E.U.

capitales. Y en el último período de 1996-1999 es el período de recuperación de la economía.

Así para el análisis de la crisis también es necesario analizar los principales indicadores macroeconómicos. En cuanto a la cuenta de capitales se aprecia que llega a su máximo nivel y para 1994-1995, es cuando se da la salida masiva de capitales. En el caso de los activos como existe una consistencia de 1989 a 1993 y en 1994-1995 cae dramáticamente. La interpretación de este grafico es que ha medida que ingresen capitales las reservas internacionales irán aumentando gradualmente. También se aprecia que mientras la cuenta de capital aumenta, las reservas no.

En cuanto al desempleo este permaneció en un rango de 2.5% y 3.5%, entre los años de 1989 y 1993. Contrastando en 1994-1995 con la crisis de la balanza de pagos, el desempleo llega a niveles de 6%, es decir casi 805 mayor que el año anterior. En 1996 empieza la recuperación. Existe una correlación inversa entre el PIB y el desempleo.

En cuanto a la cuenta corriente y el tipo de cambio estos aumentan considerablemente a raíz de la crisis. Y es evidente que a medida que aumenta la cuenta corriente el tipo cambio tiende a depreciarse, es decir a mayor entrada de recursos (régimen flexible), la moneda local inmediatamente reacciona apreciándose, ya que la moneda extranjera se abarata. En 1994-1995, año en que se devalúa argumentando que se ubica la economía mexicana en un esquema flexible, pero la realidad es que el banco central opera en flotación maneja da o sucia lo que influye en el tipo de cambio (ver grafica)

En cuanto al PIB, donde a partir de 1989, resaltan aumentos significativos, solo en 1994-1995 se tiene una caída por la crisis y para los años siguientes tiene una recuperación significativa. Por su parte la inflación en el período citado tiene una tendencia a la baja, con un ligero aumento en 1990, y en los años siguientes la caída se nota en 1994-1995 llegando a niveles de mas del 50% y para años precedentes su trayectoria declina. Existiendo una relación inversa entre el PIB y la inflación (ver grafica)

“En 1994 la economía estaba pasando por una etapa de crecimiento lento e inflación declinante de la espiral producto-inflación de un modelo de “sobre-ajuste”, propiciado por la industrialización regresiva” (Calvo y Mendoza, 1996). Así a partir del segundo trimestre de 193 y 1994, se presentó un desequilibrio entre deuda y reservas, lo que originó la devaluación de la moneda, al vencerse el plazo de los tesobonos y su incapacidad para renovarlos.

Al generarse la crisis, la deuda pública a corto plazo—en su mayoría Tesobonos Y cetes—era casi el trile de las reservas. Los tesobonos excedían los 22,000 millones de dólares en diciembre de 1994, y las reservas brutas eran un poco menos de 13,000 mdd. A finales de diciembre, las reservas eran casi 6,000 mdd, esto estaba por debajo de la cifra que había establecido el Banco de México de 10,000 mdd. El gran desequilibrio entre la deuda y las reservas, fue originado por una expansión desmesurada del crédito del Banco de México.

La respuesta del sector privado y la banca comercial, fue liquidar su deuda pública a corto plazo, que se tradujo en una pérdida de 10,000 mdd de reservas. En respuesta el banco central optó por: 1) iniciar la dolarización de la deuda pública al

emitir tesobonos para evitar la salida masiva de los inversionistas contra los cetes. Para noviembre hubo otra salida de divisas, por lo que el banco esterilizó, y 2) neutralizar el efecto que tuvieran esta pérdida de reservas sobre el dinero de alta potencia, al expandir el crédito interno.

Y no hay que olvidar que a raíz de la crisis de balanza de pagos que experimentó México a finales de 1994, se implementaron dos tesis sobre el origen de esta. Uno es la hipótesis de exogeneidad que tiene como elementos principales, los violentos acontecimientos políticos que se suscitaron en 1994, con la muerte de Ruiz Massieu y la de un precandidato a la presidencia de la República, aunado al levantamiento del ejército zapatista y un alza en las tasas de interés en los Estados Unidos que hizo que los inversionistas desplazaran sus capitales por expectativas de que el mercado era inseguro. Hipótesis defendida por el banco de México.

Y la otra hipótesis es la de endogeneidad, en la que se hace referencia en que para junio de 1994 el crédito doméstico había aumentado desmesuradamente. Ya que un exceso de oferta de dinero, había originado una pérdida de reservas internacionales y un alto déficit en la cuenta corriente. Los cambios que se generan en las reservas internacionales se explican por cambios en la demanda de dinero y cambios en el crédito doméstico. Los eventos políticos no afectaron la demanda de dinero, pero los bancos habían incrementado su crédito doméstico para financiar al sector privado.

Para finalizar es verdad, que la salida de divisas coincidió con los conflictos políticos que se presentaron, pero esto no fue la razón principal, ya que se hubiera podido evitar la fuga de divisas con una ligera contracción monetaria, por lo que se deduce que la esterilización monetaria fue el principal motivo de la pérdida de reservas. En diciembre de 1994, el problema se agravó y pasó a ser de crisis de balanza de pagos ya que el banco central mostró su incapacidad para mantener la paridad semifija, por la pérdida sistemática de las reservas internacionales.

Para desgracia el gran florecimiento de la inversión extranjera de cartera que llegó a nuestro país en el periodo de 1989-1994, era de corto plazo lo que tornaba al sistema financiero en una posición muy vulnerable. Ya que la mayoría de la inversión era de carácter especulativo, poniendo a la economía en una posición volátil y ante cualquier indicio de incertidumbre que se generara internamente o por choques externos de la economía internacional.

"La evidencia que existe es que lo que ocasionó la crisis fue una política monetaria expansiva. Ya que el banco central al contar con un régimen semifijo, no debería incrementar el crédito interno. Lo que contribuyó a mantener las tasas de interés estables, para evitar incertidumbre que se tradujera en una salida masiva de capitales (Contreras Sosa, 1996).

CONCLUSIONES

Desde la ruptura del Bretton Woods la realidad ha demostrado que los bancos centrales han sido incapaces de brindar una moneda sólida, y ante esto es que precisamente se han analizado regímenes cambiarios alternativos como el consejo monetario y la dolarización. Parte de la incapacidad de los bancos centrales es porque siguen empeñándose en controlar la inflación, propiciando el desempleo y sacrificando el consumo. Y efectivamente han controlado la inflación, pero desalentando el crecimiento de la demanda agregada.

En lo que se refiere al consejo monetario el principal incentivo para que se adopte este régimen es debido a su eficiencia para combatir la inflación. La prueba más clara fue el caso de Argentina. Como se planteó en el capítulo II, para que un país adopte un consejo monetario es necesario cumplir antes ciertas condiciones para que el funcionamiento de este mecanismo sea el mejor, como determinar el momento de base monetaria que será respaldado por reservas internacionales, que el banco central deje de fungir como prestamista de última instancia, y llegar a un tipo de cambio fijo. En Argentina las condiciones han sido diferentes, considerando que su caja de conversión es heterodoxa, razón por la que el banco central funge como prestamista de última instancia.

Como todo régimen, la implementación del consejo monetario tiene sus inconvenientes ya que la política monetaria prácticamente no existe, es decir el control de la cantidad de dinero en circulación lo controla las fuerzas del mercado -oferta y demanda-. Generalmente, los gobiernos no adoptan este régimen debido en su mayoría a circunstancias que mas bien se relacionan con ámbitos políticos y no monetarias.

Respecto a la dolarización, ésta contempla la eliminación de la moneda de curso legal y generalmente ese régimen lo adoptan economías emergentes que son incapaces de proveer estabilidad al país. Al adoptarse el dólar como moneda de curso legal, el banco central desaparece y la política monetaria será determinada por la Reserva Federal. Las ventajas de la dolarización son visibles ya que al adoptar una moneda sólida, no generará incertidumbre entre los agentes económicos.

La dolarización y el consejo monetario son regímenes muy similares, pero la característica que las diferencia es que con la dolarización la política monetaria desaparece por completo. Para adoptar la dolarización al igual que el consejo monetario, los gobiernos se han mostrado muy interesados, sin embargo la gran discusión no es tanto sobre los aspectos económicos sino fundamentalmente sobre cuestiones políticas, especialmente sobre la soberanía del país. Precisamente dentro de las desventajas que se tendrían al adoptar la dolarización destaca sobremanera la pérdida del señoraje y la desaparición total del banco central.

En cuanto a Argentina la adopción de la ley de convertibilidad en 1991, mostró efectos inmediatos, como la disminución de la inflación y aumentos significativos en el PIB. Pero durante el comienzo de la crisis mexicana la economía de Argentina se puso a prueba, y aunque salió bien librada, los días gloriosos estaban por terminar. Para agravar

la situación la economía argentina sufrió una fuerte desaceleración debido a los efectos de la crisis brasileña de 1999. Fernando de la Rúa asumió la presidencia en diciembre de 1999 y a finales del 2000 su plan económico estaba por los suelos y la economía se fue hundiendo en una grave y casi mortal recesión.

Por la anterior se concluye que la adopción de este régimen trajo una notable mejoría a la economía argentina durante casi un decenio. Pero irónicamente el mismo Domingo Cavallo que acabó con la inflación y salvó a Argentina de la ruina, fue el mismo que comenzó a alterar lo que le daba confianza a los inversionistas, sugiriendo que el respaldo de la caja de conversión no sólo sería en dólares sino también en euros, y finalmente la ley de convertibilidad quedó sujeta a las situaciones y caprichos políticos del momento.

Finalmente la crisis actual de Argentina tiene tres vertientes oficiales:

1. La crisis se da por el abandono de la convertibilidad;
2. Por adoptar la convertibilidad y;
3. El elevado déficit fiscal.

En el caso brasileño, al igual que en Argentina, los problemas fiscales son de considerable importancia. Para Brasil después de la devaluación del real en 1999, se decidió adoptar un tipo de cambio flexible. Brasil ahora enfrenta problemas económicos y financieros. México después de la crisis de 1995 adoptó un tipo de cambio flexible lo que evitó que la crisis fuera mayor. El compromiso del banco central para evitar panoramas similares a los de 1995 ha sido aumentar la tasa de interés, para desalentar el crédito y el consumo. Pero desafortunadamente la credibilidad del banco central está en tela de juicio.

Para estos tres países las consecuencias han sido lamentables y la interrogante sigue en el aire ¿hasta cuándo se van a instrumentar políticas equivocadas? y ¿por qué el sistema monetario no ha funcionado correctamente? ¿hasta cuando los países esperearemos tener monedas sanas y políticas que incentiven el crecimiento económico y el consumo? ¿cuándo tendremos un sistema monetario que brinde estabilidad económica? y el debate todavía está abierto ante ¿cuál es el régimen de cambio óptimo?

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

RECOMENDACIONES

Las lecciones de las tristes experiencias de Brasil y Argentina y el debate sobre un régimen cambiario óptimo ha estado dominado por el tema de la estabilidad de la moneda y el desajuste en el tipo de cambio. Ante a la sobre-reacción cambiaria del real, las autoridades optaron por mover la banda de flotación, pero la presión del real fue tan grande, que obligo a liberar al tipo de cambio solo un día después. El 15 de enero el valor del real frente al dólar se fija por los agentes del mercado. Y en menos de 45 días el real se deprecia en más de 60%.

La situación de Brasil con el presidente en turno Luiz Inácio Lula da Silva parece estable y ya se ha pronunciado que como objetivos se controlará la inflación, mediante políticas de austeridad y se establecerá un nuevo modelo económico y no habrá soluciones milagrosas, pero habrá que esperar que este país no enfrente otra vez brotes inflacionarios y que no se de la tan temida devaluación de la moneda.

En cuanto a la posibilidad de que México adopte una unión monetaria en el corto plazo no es viable, y creo que casi imposible, ya que las autoridades monetarias argumentan que el tipo de cambio flexible es el que mas nos favorece, debido a que México no cuenta con los requisitos previos para adoptar un consejo monetario o inclusive la dolarización de la economía. Creo que el problema no es tanto el tipo de cambio ya que si bien este régimen (flexible) ha brindado estabilidad desde 1994, sino mas bien el obstáculo mas grande es contar con una política monetaria restrictiva que no incentiva el crecimiento de la economía.

Dolarizar o no la economía mexicana o adoptar algún régimen cambiario alternativo es una cuestión muy polémica por lo que yo creo que deberían analizarse las evidencias empíricas e ir mas allá de la pérdida de soberanía en la discusión de estos temas y hacer un profundo análisis de las ventajas y desventajas que nos brindan dichos regimenes y definitivamente utilizar un esquema que favorezca el crecimiento y el consumo.

En cuanto al desastre de la economía Argentina pienso que esta debió haberse dolarizado ya que desde 1998 se encontraban en recesión, pero el mantener una caja de conversión ortodoxa y no haber dolarizado que era el siguiente paso entre otras cosas desató la aguda crisis.

Finalmente cabe destacar que los problemas principales en dichos países no ha sido la falta de información sobre la cual fundamentar políticas apropiadas, sino la falta de voluntad de los políticos para instrumentar las medidas apropiadas para evitar las crisis.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

BIBLIOHEMEROGRAFIA

Berg, A. And E. Borenztein (2000)/ ""The Prost and Cons of Full dollarization". *Working Paper*, IMF. marzo 2000, vol. 37, núm. 1.

Calvo, G. (2000)/ "Testimony on dollarization", University of Maryland, mimeo., junio 22, 2000.

____ (1997)/ "Monetary and exchange rate policy for México", mimeo., junio, 1997.

____ (1999)/ "Argentina's dollarization project: A primer", mimeo., febrero 18, 1999.

____ (1999)/ "On dollarization", University of Maryland, mimeo., abril 20, 1999.

____ (2000)/ "Testimony on Full dollarization". University of Maryland, mimeo., abril 22, 1999.

____ and K. Schuler (1999)/ "A Dollarization Blue Print for Argentina", Cato Institute.

Castillo Rosa y Marcos Rétiz (1999)/ "Brasil 1999: Un escenario más de la turbulencia financiera". *Carta de políticas públicas* año 1, núm. 5, marzo, FE-UNAM.

Castillo Cerdas Francisco y Faviel Padilla Carlos (2001)/ " El debate cambiario: una nota sobre la teoría y los casos mexicanos y brasileño" en *Economía Informa*, núm. 297, mayo, FE-UNAM, México.

Cavallo, A. F. (1998)/ "Bimonetarismo y cajas de conversión. La experiencia argentina de los 90". Universidad de San Andrés.

____ y Cottani A. Joaquín (1997)/ "Argentina's convertibility plan and the IMF", AEA, papers and proceedings. Vol. 87, núm. 2. mayo 1997.

Contreras, Hugo (1991)/ "Sobre la modelación de las fluctuaciones cambiarias" en *Economía Informa*, núm. 191, febrero, FE-UNAM, México.

Contreras, Hugo y Talavera, Fernando (1995)/ "México 1995: incertidumbre cambiaria, sobreajuste y credibilidad" en *Economía Informa*, núm. 244, diciembre 1995-enero 1996, FE-UNAM, México.

Dornbusch, R. (1999)/ "México: Deja vue all over again?". MIT, mimeo., diciembre, 1999.

____ (1999)/ "Inflation and the peso?". MIT, mimeo., diciembre, 1999.

____ (1997)/ "Brazil's incomplete stabilization and reform". MIT, mimeo., 1997.

____ (1999)/ "The Brazil problem: V-shaped recovery and beyond". MIT, mimeo., abril, 1999.

- ____ (1997)/ "Lessons of monetary reform". MIT, mimeo., febrero, 1997.
- Friedman, M. (1962)/ *Ensayo sobre economía positiva*. Gredos.
- Fraga, A. (2000)/ "Monetary policy during the transition to a floating exchange rate: Brazil's reason experience". *Working Paper*, IMF, Marzo 2000, vol. 37, núm. 1.
- Gil, D. F. (1999)/ "The origin of México's 1994 financial crisis". *Moneda y banca*, Cato Institute, vol. 17, núm. 3.
- Guidotti, P. Y C. Rodríguez (1992)/ "Dollarization in Latin america: Gresham's law in reverse?". *Staff Papers*. IMF. Vol.39, núm 3.
- Hanke, S. (1999)/ "Como dolarizar a Argentina". *Moneda y banca*, Cato Institute, mimeo., octubre, 1999.
- ____ (1999)/ "Dolarización en Argentina". *Moneda y banca*, Cato Institute, mimeo., octubre, 1999.
- ____ (1999)/ "Una propuesta de dolarización para Argentina". *Moneda y banca*, Cato Institute, mimeo., febrero, 2000.
- Krugman, P. (1999)/ "Don't laugh at me, Argentina". *Serious lesson from silly crisis*. Slate, mimeo., julio 19, 1999.
- ____ (1999)/ "Alas, Brazil". MIT, mimeo., febrero, 1999.
- Nasar, S. (1999)/ "Why Brazil did what it did and what opoticions are left".
- Ortiz, G. (1981)/ "La dolarización en México: causas y consecuencias". *Documentos de investigación*, núm. 40.
- Rodríguez, J. (2000)/ "Brasil y los malos remedios del FMI". *Moneda y banca*, Cato Institute, mimeo., febrero, 2000.
- Sachs, J. y F. Larrain. (1994)/ *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall.
- Samuelson, P. Y Nordhaus. (1992) *Economía*, Mc Graw Hill.
- Shelton, J. (1999)/ "México: portal para la dolarización en América Latina". *Moneda y banca*, Cato Institute.
- Salinas, (1999)/ "Hacia un peso que pese: reforma monetaria en México". *Moneda y banca*, Cato Institute
- Vázquez, I. ()/ "Lecciones de la devaluación financiera".