



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO**

---

---

**FACULTAD ESTUDIOS SUPERIORES ARAGÓN**

**Guerra de divisas; el paradigma cambiario y sus efectos en  
México en el siglo XXI**

**T E S I S**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:  
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

**P R E S E N T A :**

**JUAN PABLO PORRAS ARANDA**

**DIRECTOR DE TESIS:**

**LICENCIADO JORGE PEÑA JIMÉNEZ  
2015**



**FES Aragón**

**NEZAHUALCÓYOTL, ESTADO DE MÉXICO**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**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.

## **Dedicatoria**

---

Este trabajo se lo dedico a mis padres, de quienes tuve la oportunidad de aprender ideas diversas y fueron el sustento de mis estudios desde siempre. Lo dedico con mayor énfasis a mi madre, Ana María. Ella me enseñó el valor de la superación como única opción permisible, incluso cuando las condiciones demuestren lo contrario.

También dedico este trabajo a mi esposa, quien me ha apoyado desde el inicio de este proyecto y se ha convertido en la razón y sentido para el continuo desarrollo personal.

## **Agradecimientos**

---

Agradezco a mi familia y amigos, que a mi parecer son los mismos, pues han sido el combustible que alimentó la continuidad y termino de este trabajo. Agradezco sus comentarios, apoyo, ánimo y compañía en las diferentes etapas de mi vida. Algunos de ellos sólo están en mi memoria pero, incluso así, continúan permeando mi pensamiento y aportando a mi formación.

De igual manera, doy gracias al profesor Jorge Peña, por su tiempo y dedicación para continuar formando profesionales.

Me gustaría agradecer a la UNAM, especialmente a la FES Aragón, Facultad de Estudios Superiores, por la oportunidad en un mundo cada vez más complejo y con menos posibilidades para la creciente población.

La FES me permitió alcanzar una de las metas en mí vida; el estudio y la culminación de una licenciatura. Asimismo, me invita a seguir otros sueños como el estudio de un posgrado. Espero algún día poder retribuir a la sociedad lo mucho que me ha dado.

## Contenido

DEDICATORIA .....	II
AGRADECIMIENTOS .....	III
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO 1. DINÁMICA MONETARIA EN LA ORGANIZACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL .....	6
1.1 EL SUSTENTO DE LA PARIDAD CAMBIARIA .....	7
1.2 LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA .....	11
1.3 LA SITUACIÓN EN MÉXICO.....	18
1.4 DESARROLLO DEL MERCADO DE DIVISAS.....	23
1.5 QUANTITATIVE EASING.....	27
CAPÍTULO 2. GUERRA DE DIVISAS .....	31
2.1 FUNDAMENTO TEÓRICO DE LA GUERRA DE DIVISAS .....	33
2.2 SITUACIÓN ACTUAL DE LA GUERRA DE DIVISAS .....	37
2.2 LA GUERRA DE DIVISAS EN MÉXICO.....	47
CAPITULO 3. POLÍTICA CAMBIARIA.....	51
3.1 POLÍTICAS CAMBIARIAS ORTODOXAS.....	53
3.3 CRAWLINGPEG.....	55
3.3 FLOTACIÓN CONTROLADA Y TIPO DE CAMBIO FIJO AJUSTABLE.....	58
3.4 REGÍMENES DE CAMBIO SIN UNA MONEDA NACIONAL DE CURSO LEGAL.....	61
3.5 REGÍMENES DE CAJA DE CONVERSIÓN .....	64
3.6 OTROS REGÍMENES CONVENCIONALES DE TIPO DE CAMBIO FIJO.....	64
3.6.1 TIPOS DE CAMBIO FIJOS DENTRO DE BANDAS HORIZONTALES .....	65
3.6.2 TIPOS DE CAMBIO MÓVILES .....	65
3.6.3 TIPOS DE CAMBIO DENTRO DE BANDAS DE FLUCTUACIÓN.....	66
3.6.4 FLOTACIÓN DIRIGIDA.....	66
3.6.5 FLOTACIÓN INDEPENDIENTE .....	66
3.6.6 SOLUCIÓN BIPOLAR .....	67
3.7 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS DIVERSAS POLÍTICAS MONETARIAS .....	68
3.8 CONTROLES EN LAS TRANSACCIONES DE DIVISAS Y FLUJOS DE CAPITAL.....	72
CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES .....	73
4.1 DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	75
4.2 SOBRE LA GUERRA DE DIVISAS .....	81
BIBLIOGRAFIA.....	86
GRÁFICOS.....	88

## INTRODUCCIÓN

---

La globalización significó en su momento la destrucción de barreras que permitieran el “libre comercio”, es decir, la superación de fronteras. Se refiere no sólo a una liberación económica, sino también cultural y social. Una que, a ratos y en ciertas regiones, podría parecer carente de filosofía o tal vez con una filosofía destructiva, donde impera la ley del más apto, del más fuerte y preparado ante las adversidades de los mercados imperfectos. Empero, los más fuertes han impuesto este sistema a los menos aptos, a los emergentes.

Incluso, aquellos que no se catalogan en dicho esquema se han visto adentrados ante la hegemonía que determina las relaciones económicas entre las naciones con la única intención que tienen todas en conjunto, el crecimiento y de ser posible alguna señal de desarrollo. Tal es el caso de Cuba o China, quienes se catalogan como “Comunistas de mercado” y se vincularon a la economía internacional. Pareciera que un modo de producción diferente ha quedado más como un ideal, una utopía, un “enemigo” o solamente como un espejismo.

Es por eso que, dadas las condiciones económicas actuales donde las políticas son cada vez más proteccionistas es difícil pensar que antes del modo de producción capitalista las naciones que hoy lideran alguna vez fueron realmente flexibles o totalmente liberales.

Fue a partir de la crisis del 2008 en que se evidenció la vulnerabilidad a la que realmente está expuesto México. A pesar de la opinión del banco central y el supuesto blindaje ante las adversidades del exterior. Los comportamientos erráticos de los mercados financieros indican que la teoría puede quedar lejos de poder dar una explicación, como si los eventos sucedidos tuvieran que explicarse *ex post facto*, en donde la realidad explica a la teoría para después auto confirmarse.

En el mundo financiero, son los inversionistas quienes mueven al mundo con flujos de capital multimillonarios y basan sus decisiones en la especulación -compran con el rumor y venden con la noticia- generando volatilidad e inestabilidad en los mercados, lo que caracteriza a las economías abiertas. Esta volatilidad se traslada a las naciones más vulnerables; por vulnerables quiero decir permisivas como la de México y otras economías emergentes.

Mientras más sofisticado sea el método para generar riqueza también lo son las dificultades que puede haber y, por ende, las soluciones que se persiguen. Ya no se saben resolver los problemas financieros con la decisión del gobierno, o de bancos centrales, ni siquiera los monarcas o las ideas de viejas escuelas del pensamiento parecen dar soluciones de corto plazo cuyas consecuencias sean deliberadas, prueba de ello la actual crisis de la cual no sabemos cómo salir. Parece cada vez más un juego de “prueba y error” que una solución consciente ante las adversidades y necesidades de la economía global.

Al examinar el mundo financiero y su funcionamiento, sobresale la especulación como el agente agresivo y determinante para la toma de decisiones. Incluso un escándalo o información falsa ha logrado mover los mercados en proporciones exorbitantes. Por ejemplo, el 23 de abril del 2013, surgió la noticia desde la agencia *Assosiated Press* de que habían sido detonadas 2 bombas en la Casa Blanca, hiriendo al presidente de la mayor potencia mundial. Momentos después, el presidente manda un mensaje al mundo desmintiendo dicho supuesto mientras la agencia declaraba que sus servidores habían sido “hackeados”. Lo anterior, genero despavoridos movimientos en los mercados (tasas, divisas, acciones, precios del petróleo, etc.) concibiendo un movimiento que duró 2 minutos de incertidumbre y volatilidad; lo cual se transcribe en pérdidas de millones de dólares; que para algunos significaban ganancias de la misma magnitud.

Lo mismo sucede a las curvas de oferta y demanda cuando se desplazan en minutos por una noticia como los estímulos monetarios o las decisiones de los Bancos Centrales respecto a las tasas de interés; movimientos de 30 centavos en el tipo de cambio en tan solo una jornada; subidas de 10 dólares en el precio del

barril de petróleo por un posible ataque al Medio Oriente y pienso que; todo evento económico está conectado y tiene afectaciones de diversa índole, a corto, mediano y/o largo plazo.

Ejemplo de lo anterior sucede en México, ya que parte del presupuesto proviene de los ingresos petroleros y dado que cada barril se vende en dólares se afecta de manera directa a las reservas y a las expectativas de crecimiento económico puesto que el tipo de cambio se encuentra fluctuando constantemente, por lo que, nos encontramos totalmente expuestos a las condiciones de mercado.

En situaciones como esta, ¿qué pueden hacer los entes regulatorios? ¿Cómo evitar que la volatilidad del mercado se transfiera a la economía? Hoy sabemos que existen diversos métodos de cobertura de exposición al riesgo a través del mercado de derivados y otros tipos de seguros financieros. Sin embargo, en el caso de México son poco utilizados ya que no existe una cultura de educación financiera de mayor nivel técnico y eso en el mundo financiero se traduce en pérdidas que pudieran llevar a cualquiera a la quiebra.

El discurso se ha quedado atrás y no se puede confiar más en las fuerzas del mercado que ajustaran automáticamente las fluctuaciones desiguales en favor de todos. En plena crisis mundial las grandes potencias económicas aún se reúnen, en locaciones paradisiacas, para “debatir” si continuarán permitiendo el desarrollo de las crisis o si es momento de intervenir mediante el establecimiento de controles y políticas restrictivas.

Y es que, el efecto del cisne negro<sup>1</sup> (Taleb, 2010) se ha convertido en la razón, o excusa, para explicar porque nos encontramos en un periodo de alivio monetario en todo el mundo. Parece ser que se ha encontrado una nueva forma de hacer guerra, menos obvia, materialmente menos destructiva y potencialmente redituable, a costa de empobrecer al vecino.

---

<sup>1</sup> La teoría del cisne negro es una metáfora para un caso atípico de extremo impacto a la cual se le inventan explicaciones de su presencia después de los hechos, retrospectiva.



Fue en Brasil, que el ministro de finanzas Guido Mantega declaró el 27 de septiembre del 2010 que la economía global se encontraba en una situación de “devaluaciones competitivas” o como él le llama “guerra de divisas”. Tal es el caso de los países como China y Japón que se han dedicado a devaluar sus monedas de manera acelerada buscando incrementar su posición en dólares en búsqueda de la estimulación de sus economías con grandes expectativas. Sin embargo, hay quienes piensan que esto se trata de una estrategia insostenible, especuladora, arriesgada y que podría significar una burbuja financiera para la economía global.

Las políticas monetarias ultra laxas han derivado en enormes flujos de capital con destino a las economías emergentes, volatilidad en el mercado y movimientos históricos engañosos. El conflicto entre el esquema de inflación objetivo y la intervención cambiaria ha debilitado la credibilidad de los agentes sobre la efectividad de la intervención.

El debate sobre el mejor sistema cambiario es un tema especialmente difícil. En efecto, las crisis de tipo de cambio ocurridas a lo largo de la década de los noventa en Asia, Latinoamérica, Europa del Este y el reciente colapso del sistema de convertibilidad argentino han llevado a muchos economistas a defender que las economías emergentes deberían decantarse por una total flexibilidad del tipo de cambio. Sin embargo, la total flexibilización significa un mayor riesgo y afectaciones que van desde la inflación hasta la balanza comercial, entre otras.

El mercado de divisas es el de mayor volumen, quizá el más volátil y definitivamente uno de los más fructíferos si se obtiene información relevante y se toman decisiones oportunas. La flexibilización del tipo de cambio, a nivel global, ha permitido que broten nuevas problemáticas que dilucidar; la devaluación competitiva, o guerra de las divisas, es uno de tantos. Este y otros temas se han vuelto notables en nuestro país luego de la crisis del 94 para buscar contrarrestar la gran problemática que una política monetaria y de desarrollo equivocadas prometerían al país.

El objetivo del presente proyecto de investigación es explicar la existencia de la guerra de divisas, que ha generado el incremento en la incertidumbre y

especulación de los mercados, así como las implicaciones que trae consigo mediante el análisis de las estrategias implementadas o la omisión de otras.

A la par, se pretende conocer cuáles de estos mecanismos se pueden adaptar para contrarrestar los efectos nocivos de las grandes devaluaciones que se han suscitado en el contexto actual de la economía mexicana, sin entrar al peligro de una economía cerrada o al proteccionismo nocivo dado que somos un país que se sostiene del comercio internacional.

# CAPÍTULO 1. DINÁMICA MONETARIA EN LA ORGANIZACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

---

*“Uno puede estar a favor de la globalización y en contra de su rumbo actual, lo mismo que se puede estar a favor de la electricidad y contra la silla eléctrica.”*

Fernando Savater

Como resultado de la expansión capitalista de la posguerra se estableció la hegemonía de los Estados Unidos como el centro de la producción industrial del mundo, al ser el único país que no sufrió los rezagos estructurales ni los daños en su aparato productivo dados los efectos de la guerra.

Luego de la destrucción de una gran parte de Europa, Estados Unidos aparece como el reparador de los daños que el mismo había causado través de la creación de instituciones que funcionarían como prestamistas y reguladores, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

Actualmente dicho orden se ve reflejado en el grupo de los 20 (G20), y sus planes para estimular la economía mundial. Se contagia el sentimiento de que todos somos parte del mismo vector, como una forma sutil y cuestionable de la incursión de lo emergentes al debate. Aunque siguen siendo evidentes las diferencias culturales, económicas y políticas.

La crisis financiera del 2008, transformo al G20 en una reunión cumbre sobre los asuntos de la economía mundial en la cual, desde entonces y entre otras cosas, se pretende establecer una regulación financiera global que disminuya los efectos de las crisis venideras.

México, teniendo como principal socio económico a los Estados Unidos, si bien no puede tomar decisiones fundamentales a cerca de la política norte americana; debe seguir de cerca los acontecimientos y reacomodos que en ella se establezcan.

Bajo este contexto, la guerra de divisas se manifiesta como problemática global al manipular el precio de las divisas buscando una acumulación de otra más fuerte. La desmesurada devaluación de la divisa interna buscando impulsar las exportaciones y generar empleo a través del incremento de la base monetaria, entre otras cosas, implica una inflación evidente que obliga al resto de las economías a hacer algo parecido para no recibir los efectos inflacionarios y se convierte en una batalla corrompedora del dinero por la creación de nuevas promesas de pago, cuyas implicaciones pueden variar en cada región pero siempre se traducen en crisis de escala global, dadas las condiciones de financiación en las que nos encontramos.

Se dice que la historia nos sirve para analizar los errores cometidos buscando no volver a ellos. Aunque, si se comete un error del pasado, nos puede enseñar a salir de un problema similar con soluciones bajo el supuesto de ser mejores. En el presente capítulo se pretende dar cuenta de los acontecimientos clave para que la solución integral que propone el orden imperante sea el tipo de cambio flexible, sin restricción alguna y abierto a cualquier nivel y, como se desarrolla el esquema a partir de la flexibilización.

## **1.1 El sustento de la paridad cambiaria**

Durante mucho tiempo y de diversas formas, los metales circularon como la moneda de aceptación global, sobre todo el oro por sus cualidades intrínsecas, tales como su maleabilidad y su facilidad de extracción, aunque su rareza y belleza implicó una aceptación para que así fuera. Esto significa que, además de haber sido amonedado, fungía como respaldo universal de las divisas. Los metales constituyeron una parte fundamental del sistema monetario utilizado por la mayoría de los países por el que se establecía el valor de una unidad monetaria igual a su peso en oro. El oro disponible en las arcas de cada país aseguraba la plena convertibilidad interna y determinaba, por consiguiente, la cantidad de dinero en circulación. La cantidad de metal de cada moneda fijaba los tipos de cambio frente las distintas monedas. Esta convertibilidad, prácticamente fija, entre las distintas monedas y la disponibilidad del metal mediante su libre importación y exportación

fomentaba el comercio internacional en lo que parecía un ambiente político relativamente estable.

En los años 30, los Estados Unidos establecieron el valor del dólar a un único e inalterable nivel: una onza de oro valía 35 dólares. Después de la II Guerra Mundial, otros países basaron el valor de sus divisas en el dólar estadounidense. Dado que todo el mundo sabía cuánto oro valía un dólar estadounidense, el valor de cualquier otra moneda frente al dólar podría basarse en su valor en oro. Una divisa cuyo valor fuera dos veces el valor en oro de un dólar, valía, por tanto, dos dólares. Y era así el valor que una moneda tenía, su sustento y poder de compra a escala internacional (Mishkin, 2010). En teoría un billete emitido por un gobierno del mundo representaba una cantidad real de oro que ese gobierno guardaba en una cámara acorazada representando, de algún modo, la fortaleza de una nación.

Más tarde, la realidad superó dicho modelo y lo llevó a la completa sustitución, debido a que la inflación generó cambios inesperados y cruces divergentes que ya no podían ser cambiarios, mientras otras monedas se revalorizaron y se hicieron más estables, el dólar no podía mantenerse con el mismo valor, dadas las circunstancias. Por lo que, se redujo oficialmente para que una onza de oro tuviera entonces un valor de 70 dólares. Es decir, se redujo a la mitad.

La teoría de la financiación sugiere que el capitalismo se confirma con las reuniones que se llevaron a cabo en Bretton Woods<sup>2</sup>, siendo este la sede internacional que vendría a determinar la nueva dirección del capitalismo moderno. Luego de los rezagos dejados por la Segunda Guerra Mundial, el 1 de julio de 1944 quedaría asentada la supremacía de los Estados Unidos por su rápido crecimiento industrial y su, aun mayor, disoluta acumulación de capital; desde la elección de sede hasta los acuerdos de la conferencia.

---

<sup>2</sup> Los acuerdos de Bretton Woods fueron las resoluciones de la conferencia monetaria y financiera de las Naciones Unidas, realizada en el complejo hotelero de dicho nombre, entre el 1 y el 22 de julio de 1944, Donde se establecieron las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo. También se decidió la creación del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, usando el dólar como moneda de referencia internacional. Dichas organizaciones empezaron a funcionar en 1946.

Una serie de reformas crean el sistema internacional de regulación del capitalismo con propuestas de Harry Dexter White y John Maynard Keynes de Estados Unidos y el Reino Unido, respectivamente.

El objetivo primordial del sistema fue establecer el nuevo orden económico y dar estabilidad a las transacciones comerciales. Algunos productos de la regulación del sistema se concretaron en la creación del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional como alternativa a la reconstrucción de los países devastados y el desarrollo mundial. Desde el punto de vista de los acuerdos alcanzados entre los 44 países participantes, 28 de los cuales podrían ser considerados como en vías de desarrollo y 19 de ellos fueron de América Latina, la conferencia fue un éxito de Estados Unidos. (Bergsten & Gagnon, 2012)

En el año de 1970 sucedieron dos fenómenos inesperados para el gobierno de Estados Unidos: primero surgió el pick del petróleo que modificó la postura del país exportador a importador de petróleo, por lo que; fue necesario gastar parte de esta reserva para solventar las necesidades de la nación y segundo, los resultados adversos de la guerra de Vietnam que arrasaron con gran parte de las reservas de oro de Estados Unidos. El poder hegemónico de Norte América se complica con la ventaja que tenía para disimular cualquier problema de liquidez al ser dueño de la imprenta de dólares.

En 1971, Henry Hazlitt y Paul Samuelson, recomendaron al gobierno de Richard Nixon que el dólar tendría que devaluarse fuertemente dado que sería necesario aumentar el número de dólares que se necesitarían para obtener una onza de oro del Tesoro de Estados Unidos. Nixon, sin embargo, no tomó en cuenta el consejo y siguió las indicaciones de Milton Friedman, quien le sugirió la idea de dejar flotar libremente al dólar y eliminar la convertibilidad del dólar en oro dado que la divisa internacional valía por el propio respaldo que ofrecía el gobierno, la supuesta locomotora económica mundial. Así fue como en la mañana del domingo 15 de agosto de 1971, Richard Nixon declaró la inconvertibilidad del dólar en oro, y terminó de manera unilateral con el acuerdo de Bretón Woods.

El cambio que marca la pauta en el tema de divisas es, sin duda, la sustitución del patrón-oro por el patrón-dólar, es decir, se pierde el respaldo de reservas y la libre convertibilidad de dólares por onzas de oro.

El dólar fue lo más parecido al oro y todas las naciones trataban de mantener un equilibrio constante entre sus exportaciones e importaciones de bienes pues no se tenía la certeza de cómo funcionaría el nuevo orden. La mayoría de los países ideaba alternativas para exportar más de lo que importaba, de tal modo de acumular reservas de oro o, en su defecto, de dólares americanos con la esperanza de su libre convertibilidad.

A diferencia del resto del mundo, a Estados Unidos no le preocupaba mayormente mantener un equilibrio entre las exportaciones e importaciones dado que podía pagar su déficit de exportación enviando más dólares a sus acreedores. Como era la única fuente de la divisa internacional, Estados Unidos tenía una clara ventaja sobre el resto del mundo; era el único país que podía pagar sus deudas imprimiendo dinero. Los dólares eran una línea de crédito seductora que permitían acceder al gran casino del mercado.

Se cree que, al término de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos tenía más de 20 mil toneladas de oro que no hizo canjeables por más que lo pedían naciones europeas. El dinero fiduciario se convierte en el nuevo sustento del comercio internacional y la acumulación de dólares en el pasatiempo de las naciones.

Antes del nuevo orden, un país pobre como China no tenía ninguna injerencia en el comercio mundial; vendía y compraba poco al resto del mundo. La globalización de los años 80, facilitada por la masificación del dinero fiduciario, ofreció grandes facilidades a las empresas que, en la búsqueda de mano de obra barata, instalaron sus fábricas en China. Este fue el comienzo del proceso de desindustrialización que partió en Estados Unidos y siguió por Europa. Un proceso que destruyó la mayor cantidad de empleo en los países industrializados y que se transformó en un camino sin retorno.

Fue así que se marcó la pauta en la valorización de las divisas, pues tendría que ser el mercado quien determinara el precio generando volatilidad, incertidumbre y cabida a la especulación desenfrenada que ha habido desde entonces. Esto se transformó en una de las causas de las grandes devaluaciones y apreciaciones que sufren las *MAJORS*<sup>3</sup> en cotizaciones intra-día.

En 1995, el proceso culminaría con la creación de la Organización Mundial del Comercio. Fue un epílogo de la reunión que, 51 años antes, había reunido a más de 700 representantes de la mayoría de los países del mundo en un hotel de las montañas de New Hampshire.

A partir de los sucesos previos, la mayoría de los países comenzaron a trasladar su política cambiaria de fija a flexible para formar parte del cambio, obtener beneficios o como “recomendación” por parte de las autoridades internacionales. Hay países que lo han logrado de forma gradual y ordenada, adoptando diversos regímenes cambiarios intermedios. Otras transiciones se han llevado a cabo en forma desordenada y se caracterizaron por una marcada depreciación de la moneda como fue el caso de varias economías latinoamericanas. Buena parte de los procesos de transición hacia regímenes cambiarios flexibles tuvieron lugar entre 1990 y 2002. Sin embargo, ordenado o no, el abandono de un régimen de tipo de cambio fijo siempre es complicado.

## **1.2 La liberalización financiera**

Fue a partir de la década de los noventa, cuando la literatura económica se enfocó en estudiar la relación entre sector financiero y crecimiento económico; en donde se concluye que existe un grado de asociación importante en el largo plazo. Esta visión se hizo dominante a nivel internacional. Los sistemas financieros influyen en el crecimiento a través de su impacto sobre las decisiones de ahorro e inversión. (FitzGerald, Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico: Una Visión Crítica, 2007) Sin embargo, la existencia de una relación de dichas variables no demuestra

---

<sup>3</sup>Canasta de divisas más concurridas en el mercado FOREX con cruces frente al dólar.



una relación de causalidad entre ambas. Es decir, el desarrollo del sector financiero provoca crecimiento económico pero en sentido opuesto no necesariamente sucede lo mismo. Se entiende que aquellos países que busquen acelerar su ritmo de crecimiento a largo plazo deberán mejorar el funcionamiento y la eficiencia de su sistema financiero eliminando la información asimétrica con una eficiente regulación. Empero, el funcionamiento errático e ineficiente de los mercados a menudo se explica por el inadecuado intervencionismo.

El pobre crecimiento se le atribuye a las intervenciones y regulaciones como en el caso de nuestro país cuando se aplicaba el encaje legal, el tipo de cambio fijo y las restricciones cuantitativas en la asignación de créditos.

Por lo que, la liberalización financiera llevaría a una mayor eficiencia de los mercados con la menor intervención posible para acercarse al modelo de la competencia perfecta, según los defensores de dicha política. En contraste, el rechazo de la validez a la teoría ortodoxa implica reconocer que los efectos de ese proceso pueden causar numerosos episodios de crisis financieras padecidos por las economías en desarrollo.

Las bases teóricas de la liberalización financiera surgen en Washington bajo la idea de que la represión financiera no permite el ahorro ni se traduce en un incentivo a la inversión afectando directamente al crecimiento. Y es que, luego de la crisis mexicana de 1982, algunos países latinoamericanos decidieron adoptar las reformas liberalizadoras del Consenso de Washington para luego voltear la mirada a la capacidad de hacer frente a la deuda externa y la resolución a la hiperinflación que varios países padecían durante los ochentas. Sin embargo, la liberalización se dio a lo largo de tres generaciones, quedando la tercera generación como la que funciona mejor para las economías latinoamericanas. (Aparicio, Vega, González, & Correa, 2007)

En síntesis, las reformas sugeridas por el consenso de Washington para las décadas de los 80's y 90's, primera y segunda generación respectivamente, están centradas en los mercados financieros y de capitales. Se buscaba el cambio en la

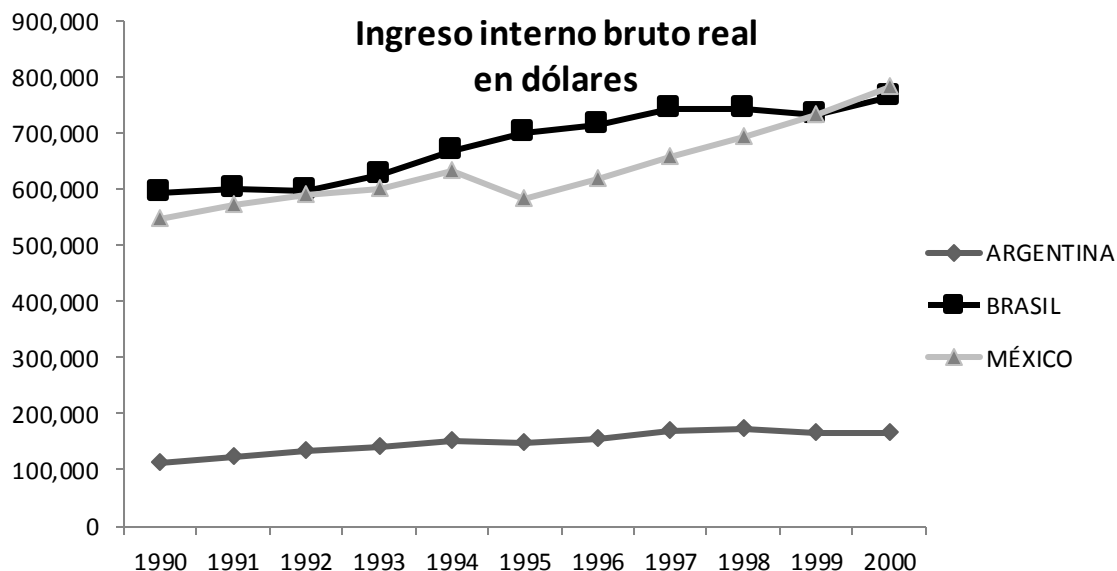
regulación de los tipos de interés internacionales, la apertura de los mercados locales a los extranjeros, la liberalización de la balanza de capital, la implantación de regímenes de *inflation targeting*<sup>4</sup> y la autonomía de los bancos centrales.

La tercera generación de reformas financieras comparte con las dos primeras el mismo punto de partida; la existencia de bajas tasas de ahorro y la elevada dependencia de los flujos de capitales extranjeros para financiar la inversión. Las dos primeras generaciones se apoyaban en la atracción de capitales extranjeros como principal objetivo para incrementar las tasas de inversión. Sin embargo, la volatilidad de estos flujos y las dudas sobre su sostenibilidad voltearon los ojos hacia la necesidad de mejorar el ahorro. La tercera etapa, en mayor medida, ha tenido un profundo impacto en los sistemas financieros latinoamericanos. Aunque reducir el bienestar económico a una baja inflación abre paso a muchos otros problemas como las bajas tasas de ahorro en contraste con la poca disponibilidad de crédito demasiado costoso.

Se suponía que dicha liberalización debería haber generado una senda de crecimiento económico más elevada y estable; lamentablemente se consiguió un crecimiento mediocre.

---

<sup>4</sup>Basados en el establecimiento de objetivos cuantitativos explícitos de inflación a cualquier plazo y en la decisión de definir como principal, cuando no es único, objetivo de la política monetaria una inflación baja y estable.

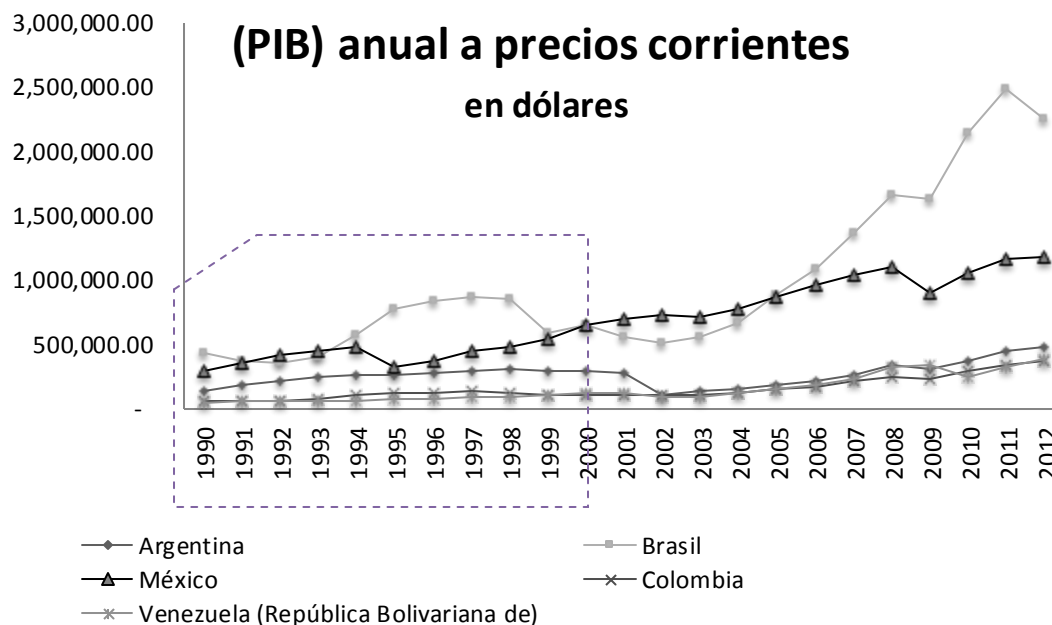


5

Ilustración 1 Ingreso interno bruto real

En apariencia, el consenso dio resultados de crecimiento en economías latinoamericanas. Empero, ese resultado solo se observa al comparar años anteriores con deficiente crecimiento; por lo que, en un horizonte temporal más extenso, el proceso liberalizador no ha dado lugar a una senda de crecimiento a largo plazo -como se pensaba- en todas las economías latinoamericanas. De hecho, Brasil, liderado entonces por el presidente Lula Da Silva, fue de los pocos países que han mostrado un crecimiento superior a partir del 2004, aunque se debió a las políticas implementadas en materia de educación, el aumento de los salarios e impuestos y no a la liberalización financiera por sí misma.

<sup>5</sup> Elaboración propia con datos de la CEPAL.



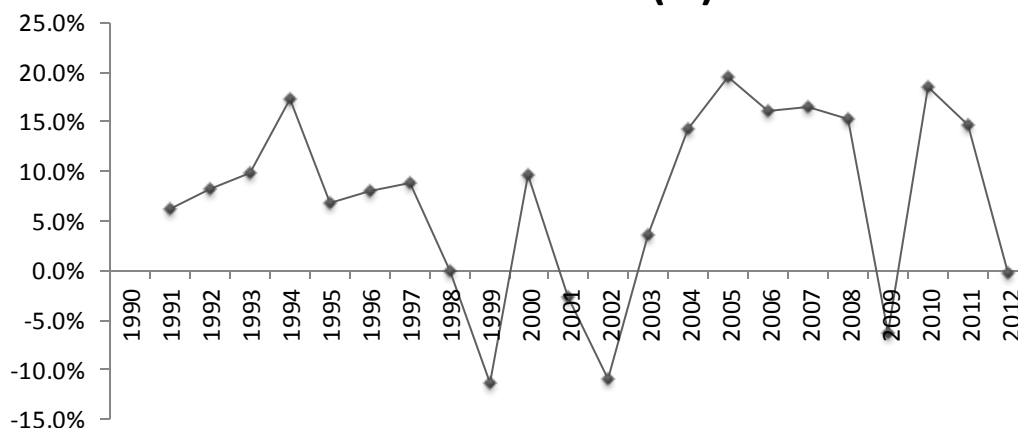
6

Ilustración 2 (PIB) anual a precios corrientes en dólares

Con la información expuesta, se puede comprobar que no se ha logrado dicha senda e incluso se redujo el crecimiento a partir del 2001 para algunas economías emergentes como en el caso de México. La premisa de los efectos positivos de la liberalización financiera muestra dos componentes clave, la liberalización de la balanza de capital y la liberalización de los sectores financiero y bancario nacionales, suponiendo que dicha sinergia generaría una mayor oferta de recursos de capital. Situación que hasta ahora no ha ocurrido pero ha reducido la intervención de la política monetaria al control de la inflación.

<sup>6</sup> Elaboración propia con datos de la CEPAL.

## PIB total anual a precios corrientes de América Latina (%)



7

Ilustración 3 PIB total anual a precios corrientes de América Latina (%)

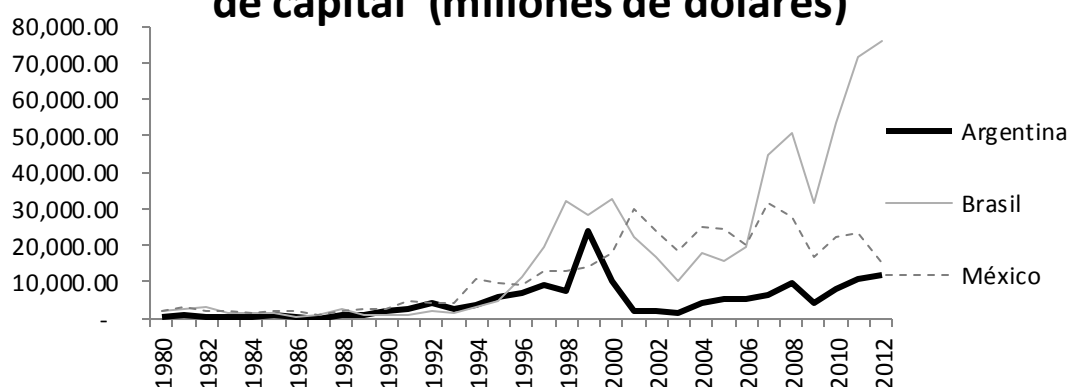
A pesar de que, el crecimiento después de la liberalización fue significativo, respecto a los 80's, no ha sido un fenómeno duradero y ha permitido que la volatilidad de los mercados sea absorbida por todos los pertenecientes a la organización económica internacional. Ahora, más que nunca, dependen de los datos y eventos económicos estadounidenses para la toma de decisiones.

Por otro lado, la inversión extranjera directa constituye la entrada neta de inversiones para obtener un control de gestión duradero de una empresa que funciona en un país que no es el del inversionista. Es la suma del capital accionario, la reinversión de las ganancias, otras formas de capital a largo y corto plazo, tal como se describe en la balanza de pagos. Es decir, refleja la entrada de flujos del extranjero que, potencialmente, ayuda a la economía doméstica al crecimiento y al empleo. Los efectos óptimos de la liberalización se verían reflejados en el supuesto crecimiento de las tasas de interés. Desde el punto de vista Neoclásico, los mayores tipos de interés se traducen en mayor crecimiento ya que aumentan el ahorro, la rentabilidad del capital y, por tanto, las tasas de inversión.

<sup>7</sup> Elaboración propia con datos de la CEPAL.

Dicha situación, en Latinoamérica, debió haber sido exponencialmente mayor que en el resto del mundo, ya que una de las razones de su pobre comportamiento es la carencia de capital. Desde la perspectiva post-keynesiana, el argumento es inválido ya que los mayores tipos de interés reales reducen la inversión y frenan la actividad económica. Esa puede ser la razón por la que, tanto el crecimiento como la inversión extranjera directa, no mostraron el desempeño que se esperaba.

### Inversión extranjera directa, entrada neta de capital (millones de dólares)



8

Ilustración 4 Inversión extranjera directa, entrada neta de capital (millones de dólares)

El desarrollo financiero y la mayor profundidad financiera están asociados a mayores niveles de desarrollo económico. Aunque la liberalización financiera puede ser considerada como una condición necesaria para alcanzar una senda de mayor crecimiento económico, difícilmente puede ser considerada como una condición suficiente.

Es necesario un cambio estructural que vaya desde lo legal hasta lo operativo. Por otro lado la pérdida de protagonismo del sector público en el sector financiero, con la sustitución de la banca nacional con la masiva entrada de bancos extranjeros ha

<sup>8</sup> Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

producido un sistema más rentable pero no ha generado un sistema financiero más eficiente ni ha sido el motor del desarrollo económico que se prometía.

### **1.3 La situación en México**

En México, tenemos tan arraigada la idea de que el dólar americano supera los 10 pesos que digerir la idea de un peso fuerte y por debajo de los 5 pesos resulta hilarante; pero así sucedió y era considerado moneda de curso legal en Estados Unidos, China y otros países de Oriente. Sin embargo, dicha situación no podría prevalecer por mucho tiempo; no con las devaluaciones que ocurrieron en el mundo o con los ajustes de 3 dígitos en la moneda nacional.

Antes dominaban los controles cambiarios, no existía en realidad un mercado efectivamente abierto que permitiera a las fuerzas de oferta y demanda encontrar su libre expresión. El llamado mercado libre de México, como en todos los países con control de cambios, se halla bajo la inspección del banco central.

Las crisis económicas por las que ha pasado nuestro país en los últimos 40 años dejaron grandes lecciones sobre el manejo de las finanzas públicas de la nación; la implementación de reformas sobre el mercado de valores, la creación de instituciones como el INDEVAL, así como una mayor supervisión y regulación de la banca comercial. Además, siguiendo el orden de ideas de este trabajo, el cambio de régimen del tipo de cambio de fijo a flotante.

Pareciera que solo entendemos que se tiene que cambiar el modelo hasta los últimos signos de vida del anterior

Las consecuencias y orígenes fueron diferentes en cada caso; la caída del sistema monetario Bretton Woods y de los precios del petróleo agravaron la situación del país y terminaron con el modelo de desarrollo estabilizador. En 1982, la nación enfrentó otro descenso en los precios del petróleo y un alza en las tasas de interés internacionales que incrementaron la deuda externa mexicana hasta declararla impagable. Se perdió el control de los instrumentos de política económica y la política cambiaria utilizó como instrumento la subvaluación cambiaria que incluye la

estrategia macroeconómica de mediano plazo de la estabilización de los precios como su objetivo fundamental, utilizando la paridad cambiaria como ancla nominal de la inflación.

Según Arturo Huerta (2002), la relación existente entre la liberalización financiera, la estabilidad monetaria-cambiaria y la entrada de capitales, que motiva la libre movilidad de capitales deja a los países en una posición muy vulnerable por las fluctuaciones que implican en las bolsas de valores, el tipo de cambio y la tasa de interés. Esta relación la explica en la medida en que la internacionalización del mercado de capitales, de dinero y de divisas obliga a los gobiernos y bancos centrales a tomar medidas que garanticen la rentabilidad de los capitales extranjeros. La garantía de la rentabilidad avala a su vez que los capitales extranjeros estén más tiempo en los países lo que, aparentemente, ayuda a financiar el déficit en la balanza de pagos, configurar grandes reservas internacionales y mantener estable el tipo de cambio, sin embargo, los requerimientos del capital internacional son cada vez mayores lo que ha llevado a las autoridades monetarias y hacendarias a privilegiar la política económica a favor de la entrada de capitales.

En otras palabras, se sujeta la política económica nacional a favor del capital financiero internacional para asegurar su ingreso al país. Sustentar el crecimiento económico con base en el capital extranjero vulnera al país porque éste no se hace sobre bases productivas sólidas que lo mantengan en forma sostenida. Otra repercusión de esta política económica consiste en que las tasas de interés nacionales se fijan por arriba de las tasas de interés internacionales lo que atrae más capitales extranjeros, pero no obedecen a las condiciones de la esfera productiva local, la relación entre la tasa de interés y el tipo de cambio originada por la liberalización financiera, provoca que no exista política monetaria ni tasa de interés para el crecimiento ni política cambiaria para mejorar la posición competitiva de la producción nacional y ajustar el déficit de comercio exterior. Esta tendencia de favorecer al capital internacional lleva consigo un sacrificio de la competitividad de la producción nacional, (Huerta, 2002).



Entre otras cosas, una moneda sobrevaluada perjudica la competitividad de las exportaciones de un país, mientras que un tipo de cambio subvaluado podría alimentar la inflación. Por añadidura, cuando la cuenta de capital de un país no está totalmente liberalizada, o su mercado de divisas es ineficaz, los shocks temporales pueden desencadenar la inestabilidad del tipo de cambio en los mercados poco desarrollados.

El desplome de la Bolsa de valores de Nueva York en 1987 arrastró a la Bolsa Mexicana de Valores y nos orilló a reformar el sistema financiero nacional.

A fines de 1987 México mostraba un desmesurado crecimiento de la inflación que amenazaba con llegar al desbordamiento. Las cotizaciones bursátiles en los principales centros financieros del mundo cayeron abruptamente, en una vorágine que arrastró al mercado mexicano de valores.



Ilustración 5 Inflación

<sup>9</sup> Elaboración propia con datos de Reuters

Desde entonces, la inflación se convirtió en el elemento más importante de la escena económica. La población mexicana enfrentaba el peligro de un estancamiento económico con hiperinflación.

Debido a que, algunas empresas acreedoras ofrecían descuentos si se les pagaba antes, se incrementó la demanda de dólares. Las reservas internacionales crecían a niveles históricos y tenían por objeto garantizar la continuidad de las relaciones comerciales y financieras de México con el exterior. Para evitar que la demanda constante y significativa de dólares mermara estas reservas, el Banco de México dejó de intervenir, con lo que el peso se devaluó aproximadamente 40%. En teoría, el precio mayor del dólar en el mercado libre no debía dar lugar a una mayor inflación, puesto que todas las compras de insumos industriales y de productos comerciales importados legalmente a México se pagaban con dólares adquiridos al tipo de cambio controlado. Sin embargo, la experiencia de años anteriores indicaba que a toda devaluación seguía un aumento de la inflación debido a que el cambio de paridad constituía un excelente pretexto para que muchos comerciantes e industriales incrementaran sus precios.

La primera respuesta de las autoridades ante la crisis post-devaluatoria fue el anuncio de un programa para evitar que la presencia de prácticas especulativas tuviera efectos inflacionarios; el programa consistía en reforzar el control sobre los precios sujetos a ese régimen, garantizar el abasto nacional, mantener precios estables durante diciembre con el apoyo de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales, asegurar el acceso popular al cuadro básico de medicamentos con la colaboración del sector de salud, y apoyar a los sectores privado y social que comercializaban en zonas libres y fronterizas. Además se pretendía que la Cámara de Diputados participara, mediante diversas comisiones en las tareas de vigilancia y control. Asimismo, se informó que se reducirían algunos aranceles con el fin de abaratar el costo de importación de insumos y de bienes de consumo.

Los partidos de oposición calificaron estas medidas de populistas, equivocadas e indignantes; de cualquier modo, se firmó y dio a conocer el Pacto de Solidaridad

Económica (PSE), conjunto de compromisos recíprocos que suscribieron los principales sectores de la economía mexicana (público, obrero, campesino y empresarial) con el propósito de disminuir, de manera significativa y pronta, la agobiante inflación en dos etapas; en la primera se buscaría corregir el desequilibrio existente entre los distintos precios de la economía mientras que en la segunda etapa, mediante la acción concertada de los sectores productivos y del gobierno, se irían estableciendo límites máximos, cada vez menores, para el crecimiento mensual de los precios, salarios y tipo de cambio, con la intención de que para fin de año la inflación no rebasara uno o dos por ciento al mes.

Para el éxito del PSE era necesario que todos los sectores cumplieran satisfactoriamente con los compromisos contraídos; teniendo particular importancia el correspondiente al sector público, a fin de que el abatimiento de la inflación se fuera consolidando y adquiriera un carácter permanente. Así terminó la década, en términos cambiarios, para la sociedad mexicana. Pero se esperaba una mejora con la entrada de la nueva década.

En los años 90 se buscó la modernidad y la inclusión de México a las potencias de manera exacerbada, esta década se caracteriza por la búsqueda de modelos cambiarios para contrarrestar efectos negativos y devaluatorios que los enormes flujos de capital causaban con su volatilidad. Por lo que se optó por el tipo de cambio flexible, que ha sido monitoreado por el Banco Central (Banxico) desde entonces aunque ha intervenido en algunos momentos y de diversas formas desde que obtiene su autonomía en 1993 y, con esto, la capacidad de tomar decisiones de política monetaria y financiamiento sin la intervención directa del gobierno. Los objetivos establecidos después de su autonomía permitieron descubrir que el índice de precios al consumidor presenta una estrecha relación con el tipo de cambio revelando que se podía manipular un instrumento con el otro.

El crecimiento sin restricciones de los créditos bancarios, la inestabilidad política y la fuga de capitales en 1994 por la fuerte liberalización en diversas economías emergentes, nos sumieron en una crisis que contagio a países de América Latina.

Sin embargo, luego de dicha crisis, se logra un ajuste cambiario de sobrevaluación del peso y se marca la tendencia a la baja de la inflación.

La privatización del sector bancario marco la diferencia y el anhelo de transformar al país en una economía moderna, vanguardista y desarrollada. Pero es necesario conocer los costos fiscales de los rescates financieros, los costos productivos de las economías que caen en recesión o lento crecimiento, los costos de pérdidas salariales y el incremento de la tasa de desempleo que provocó la caída de las tasas de inversión, entre otros elementos. (Correa, 1998)

La política cambiaria ha tenido comportamientos diferenciales de acuerdo a los modelos de desarrollo que se han instrumentado en el país en las diferentes etapas de nuestro desarrollo.

Y finalmente, en 2008, la crisis del sector inmobiliario estadounidense impactó a la producción nacional.

## **1.4 Desarrollo del mercado de divisas**

Desde un nivel de abstracción básico, la economía se define como un todo estructurado y jerarquizado, caracterizado por la asimetría de los ajustes entre los estados y naciones que lo componen; donde el peso específico de las diferentes economías crea la divergencia entre lo nacional y lo mundial; donde se establece una relación dialéctica y conflictual. Evidentemente, la dinámica del orden internacional está en función de la acumulación del capital, siendo la fuerza motriz determinante del desarrollo del sistema.

Por ello se crean relaciones monetarias fundamentadas en el sistema monetario internacional. La flexibilidad cambiaria de la que hemos hablado se volvió en el nuevo régimen que implicó la transformación de procesos de regulación y mecanismos de ajuste cualitativos que mantuvieran un orden de equilibrio, desde la perspectiva monetarista.

Para que dicho orden se mantenga eficientemente, es necesario que el mercado de divisas sea lo suficientemente líquido para responder con rapidez a las vicisitudes de las necesidades de los inversionistas. Por lo que deberá tener márgenes relativamente estrechos entre el tipo de cambio comprador y vendedor, bajos costos de transacciones, volumen de negocios suficiente para limitar el impacto de las transacciones individuales sobre los precios, sistemas de negociación, compensación y liquidación que faciliten la pronta ejecución de órdenes y una amplia gama de participantes activos en el mercado. Así se conseguirá limitar los episodios de excesiva volatilidad en número y duración, al igual que las desviaciones respecto al tipo de cambio de modo tal, que puedan determinarse los precios de mercado mediante la libre interacción de compradores y vendedores.

El tipo de cambio es el precio al que se valúa la moneda nacional con relación a una moneda extranjera. Resulta de una importancia práctica directa para aquellos comprometidos comercial y financieramente. En política monetaria puede funcionar como instrumento o simplemente como indicador afectando aritméticamente el precio de las importaciones cuando se expresa en moneda nacional y el precio de las exportaciones al convertirse en moneda extranjera. Tiene, por lo tanto, un estrecho vínculo con la inflación; antes se tomaba como indicador o señal de decisiones de política monetaria aunque, a mayor liberalización, menor intervención. Y es que, un banco central que opera en un régimen de tipo de cambio fijo normalmente interviene por necesidad, esto haría que la formación de precios y la gestión del riesgo cambiario fuera mucho más simple, aunque obstaculizando la actividad interbancaria. En casos extremos, el banco central puede dominar el mercado de divisas interbancario y officiar como intermediario primario de las operaciones cambiarias. Con un tipo de cambio fijo, los participantes del mercado tienen mucho menos incentivos para formarse una idea de las tendencias de los tipos de cambio, tomar posiciones, o negociar divisas, prácticamente dejarían de existir los traders o brockers de cambios limitando la actividad cambiaria en el mercado al contado y a plazo futuro para coberturas.

A partir de esas premisas es que se llega al orden actual del mercado de divisas o el Foreign Exchange (FOREX por su acrónimo en inglés). En general, consiste en un mercado interbancario mayorista en el que los operadores autorizados comercian entre sí y un mercado minorista en el que los operadores autorizados efectúan transacciones con los clientes finales.

El FMI propone las siguientes medidas para ayudar a un país a desarrollar y mejorar la eficiencia del mercado de divisas.

- Permitir cierta flexibilidad del tipo de cambio para estimular la actividad cambiaria. Las autoridades también deberán inculcar el sentido de riesgo bidireccional en el tipo de cambio para alentar a los participantes del mercado a tomar posiciones cortas y largas.
- Reducir la función creadora de mercado del banco central restringiendo sus transacciones con los bancos y sus intervenciones para dar cabida a otros creadores de mercado. El banco central no debería realizar transacciones con clientes no financieros.
- Brindar más información del mercado sobre las fuentes y los usos de las monedas extranjeras y sobre las tendencias de la balanza de pagos para que los participantes del mercado puedan formarse una opinión válida sobre la política monetaria y cambiaria, y determinar el precio de las monedas extranjeras de manera eficiente. Las autoridades también deberán velar por que en los sistemas de información y en las oficinas donde se llevan a cabo las operaciones cambiarias puedan consultarse en tiempo real las cotizaciones para la compra y la venta de divisas en el mercado interbancario.
- Abolir progresivamente o eliminar las disposiciones reglamentarias que sofocan la actividad del mercado. Las medidas importantes serían, entre otras, abolir los requisitos de cesión de divisas al banco central, los impuestos y recargos sobre las transacciones cambiarias, y las restricciones sobre las operaciones interbancarias; unificar los mercados de divisas segmentados, y liberalizar las restricciones sobre la cuenta corriente y algunas sobre la

cuenta de capital para incrementar las fuentes y los usos de las divisas en el mercado. No obstante, los controles al capital deberían atenuarse gradualmente, y únicamente luego de haberse cumplido ciertas condiciones previas de carácter macroeconómico e institucional.

- Unificar y simplificar la legislación cambiaria y evitar las modificaciones frecuentes o puntuales a la legislación, a los efectos de aumentar la transparencia del mercado y reducir los costos de las transacciones.
- Mejorar la micro estructura del mercado reduciendo la segmentación, aumentando la eficacia de los intermediarios y garantizando la fiabilidad y eficiencia de los sistemas de liquidación. (Dutttagupta, Fernández, & Karacadag, 2006)

Por lo que, para que el mercado de divisas pueda funcionar eficientemente se tienen que eliminar todas las barreras y reducir la intervención de los entes reguladores, no solo que no se metan sino que promuevan estas prácticas, el mercado perfecto.

También propone que, por lo menos, se necesitan cuatro elementos para una transición exitosa:

- Un mercado de divisas desarrollado y líquido.
- Una política coherente para regular la intervención del banco central en el mercado de divisas (la práctica de comprar o vender moneda nacional para influir en su precio, o tipo de cambio).
- Un ancla nominal alternativa idónea para reemplazar el tipo de cambio fijo.
- Sistemas eficaces para analizar y gestionar la exposición de los sectores públicos y privados al riesgo cambiario. (Dutttagupta, Fernández, & Karacadag, 2006); (Aghion, Bacchetta, & Banerjee, 2000)

Dadas las premisas, el mercado de divisas se caracteriza por mover trillones de dólares en un día (Bank for International Settlements, 2010). Es sin duda, el mercado más líquido con presencia en todo el mundo. De manera simple se negocia el dinero ya existente en circulación en donde una de las partes gana y la otra pierde, no se agrega valor como en un proceso de producción.

La idea de negociar, en un día, cerca de 4 trillones de dólares no es concebible con dinero en efectivo. Es necesario realizar dichas operaciones con dinero virtual. Por lo que, se condiciona la operación a una corporación capaz de realizar transacciones a cualquier lugar del mundo un plazo de 48 horas.

Incluso para un banco central resulta risible la idea de tomar el control de dicha operación ya que en regímenes con tipo de cambio fijo las compras y ventas oficiales de moneda extranjera que se llevan a cabo para cerrar la brecha entre la oferta y la demanda de divisas a cierto precio a menudo se basan en reglas en las que el momento y el monto de la intervención están pre-determinadas. En un régimen flexible, la intervención oficial en el mercado de divisas es opcional, o discrecional aunque las autoridades tienen la potestad de intervenir, de hecho lo hacen, normalmente para corregir desajustes, apaciguar mercados desordenados, suministrar moneda extranjera y acumular reservas.

Por lo que, son los bancos privados quienes pueden realizar dichos movimientos recibiendo una “mínima” comisión por ello. Realmente funcionan como intermediarios del mercado de divisas generando utilidades únicamente de los diferenciales entre compra y venta que pueden ir desde puntos base hasta centavos. Esto se traduce en millones de pesos en ganancias diarias que no estarían dispuestos a perder.

Además, los defensores de la liberalización financiera concluyen que la intervención siempre da origen a las crisis y problemas financieros por la mala gestión de las políticas públicas.

## **1.5 Quantitative Easing<sup>10</sup>**

En un orden económico donde la mayor potencia tiene control sobre la imprenta de dinero fiduciario, el Quantitative Easing ha pasado de ser un instrumento de la política monetaria poco convencional a ser utilizado como “el as bajo la manga” de

---

<sup>10</sup> Estímulo Monetario



la Reserva Federal (FED) que ha sido imitado por el Banco Central Europeo y Banco de Japón.

Dadas ciertas situaciones de estrés económico, el Quantitative Easing se utiliza para estimular la economía cuando la política monetaria convencional ya no es efectiva debido a unos bajísimos tipos de interés nominal que no pueden bajar más allá de cero, teóricamente.

En una situación de bonanza económica en la cual simplemente se requieren puntuales ajustes, el banco central compra o vende bonos del gobierno estatal con un único objetivo; mantener constante el tipo de interés. Entonces, es utilizado para controlar la inflación y sus múltiples efectos sobre la economía real.

El objetivo principal de un banco central es, en general, la estabilidad de precios. Ello resulta coherente, ya que un contexto en el cual los precios sean muy volátiles es inseguro tanto para consumidores como para productores, los ahorros pierden valor constantemente, disminuye la capacidad adquisitiva de los ciudadanos día tras día, hay movilizaciones demandando sueldos más elevados y se entorpece el desarrollo de la actividad económica.

Sin embargo, cuando los tipos de interés ya se encuentran en un nivel extremadamente bajo, el hecho de comprar o vender bonos del gobierno emitiendo más moneda no tiene ningún efecto sobre ellos. La política monetaria convencional es, entonces, totalmente ineficiente. Esta situación se conoce como la trampa de liquidez o liquidity trap. Las características principales de un liquidity trap es que los consumidores poseen elevadas cantidades de ahorros y les domina la creencia de que los intereses subirán en cualquier momento. El precio de los bonos tiene una relación inversa con los tipos de interés que estos ofrecen, por lo tanto, el incentivo que tienen los consumidores de adquirir bonos es nulo, ya que racionalmente prevén una bajada de precios en el muy corto plazo.

En casos como éstos, el banco central implementa otro tipo de política expansiva, el Quantitative Easing, comprando activos financieros a los bancos comerciales y a

otras instituciones. Se imprime así, más dinero, utilizado para pagar estos activos, inyectando mucho capital a la economía, en un esfuerzo para promocionar el préstamo y la liquidez.

A través del Quantitative Easing se venden activos de vencimiento mayor a los bonos estatales que nadie quería comprar, de manera que los precios de estos activos suben y su rendimiento a largo plazo baja. Todo ello conlleva un grave peligro, el de la inflación.

Gracias a la gran inyección de capital, los bancos ven incrementado el número de sus reservas adicionales, las cuales en una situación ideal deberían ser empleadas para realizar préstamos a los ciudadanos, los cuáles tendrían más posibilidades de comprar bienes y servicios. No obstante, no siempre se estimula a la economía de esta manera, ya que los bancos comerciales pueden tener incentivos individuales de contener los préstamos en aras de estimular la demanda.

El debate está, por lo tanto, servido. No todo es tan sencillo. Si los activos financieros que compra el banco central son de mala calidad, como por ejemplo hipotecas cuyo pago futuro es dudoso, eso podría costar mucho dinero a los ciudadanos, cuyos depósitos y cuentas bancarias pueden verse gravemente comprometidos. El Quantitative Easing no es una ciencia exacta. A veces, es visto como una política desesperada que busca ganar el favor del público en situaciones de recesión.

Los tipos muy bajos pueden perjudicar a la economía si los ciudadanos, como pensionistas o ahorradores por ejemplo, cuyo patrimonio depende del interés, deciden gastar menos. Según los expertos, los efectos adversos se ven anulados por los positivos derivados del mayor dinamismo económico, sin embargo está claro que ciertos grupos de la sociedad se ven perjudicados y constituyen, desgraciadamente, un “daño colateral”.

Además, otra desventaja del Quantitative Easing es que la inflación posterior puede ser superior a la deseada o a la que la economía puede absorber con su mayor

actividad si la cantidad de capital que se inyecta es sobrestimada, creando más moneda de la necesaria.

En noviembre de 2008, la Reserva Federal inicio la primera ronda de inyección de liquidez conocida como QE1. En total inyectó 600 mil millones de dólares. En Marzo de 2010 terminó el QE1. Con 17 meses de duración se inyectó en el sistema una media de 35 mil millones de dólares

En noviembre de 2010, La Reserva Federal inició la segunda ronda de inyección de liquidez conocida como QE2. En total se volvieron a inyectar 600 mil millones de dólares. En Junio de 2011 finalizó el QE2. Con una duración de 7 meses, la Reserva Federal inyectó una media de 85 mil millones de dólares.

En septiembre de 2011, la Reserva Federal inició la operación Twist. El objetivo era canjear bonos a corto plazo por bonos a largo plazo. El importe del programa era de 400 mil dólares y debía durar hasta Junio de 2012, pero al llegar a dicha fecha el programa fue extendido

En septiembre de 2012, la Reserva Federal inició la tercera ronda de inyección de liquidez conocida como QE3 o también como QE infinita. A diferencia de las anteriores inyecciones de liquidez, el QE3 no tenía una fecha de caducidad y al no tener fecha de caducidad el importe de la inyección es ilimitado. La única condición marcada por la Reserva Federal es que iba a inyectar 85 mil millones de dólares mensuales.

Fue así que, en septiembre de 2012, la Fed indicó que el importe de la inyección de liquidez iba a ser de 40 mil millones de dólares. Más tarde, el entonces presidente de la reserva federal, Ben Bernanke, se dio cuenta de que era insuficiente y en diciembre de 2012 decidió incrementar la inyección de liquidez mensual del QE3 de 40 mil a 85 mil millones.

Por lo que, a pesar de que los guardianes del orden internacional se rigen en pro de la total liberalización aunque las potencias manipulan cada vez más sus mercados con tal de dar resultados favorables.

Por todo esto y mucho más, el Quantitative Easing es un ejemplo de cómo la economía no tiene respuestas para todo. Cada política debería ser debidamente estudiada, así como también el contexto en el cual se aplica. Y a veces, todos los cálculos serán incapaces de prever ciertas situaciones de extrema gravedad, tal y como la crisis actual demuestra.

El gran problema es que las potencias continúan creando el circulante que se les antoje sin molestarse en recaudar recursos. Por eso considero que, el tema del alivio monetario, es de gran preponderancia para el objetivo de este trabajo ya que sus alcances globales permiten movimientos especulativos que trasladan la volatilidad a las economías emergentes al mover capitales, masivamente, en búsqueda del mejor rendimiento.

## **CAPÍTULO 2. GUERRA DE DIVISAS**

---

*“Esta es una guerra cambiaria que se  
está transformando en una guerra comercial”*  
Guido Mantega

El 27 de Septiembre del 2010, el Ministro de Finanzas brasileño, Guido Mantega, “declara” la guerra mundial de divisas y la burbuja cambiaria que se genera como consecuencia de la manipulación de los tipos de cambio. Siendo este un tema de importancia global y alcances catastróficos. Fue la respuesta a la aprobación, por parte de la Reserva Federal, de su segunda expansión cuantitativa, que Ben Bernanke había anunciado previamente en Jackson Hole.

Actualmente, en medio de otra expansión cuantitativa (QE3<sup>11</sup>), varias inyecciones de liquidez adicionales por parte de la Fed y las acciones complementarias del BCE con Mario Draghi (LTRO), el mensaje no ha hecho más que extenderse.

Este fenómeno económico inducido se le conoce también como devaluación competitiva y persigue un tipo de cambio relativamente bajo para su moneda nacional. Estas devaluaciones han sido utilizadas desde que existe la paridad cambiaria, no distingue ideologías o ubicación geográfica de las naciones, simplemente tiene efectos en todo el mundo de diversas formas.

Lo cierto es que, ante la creciente tasa de desocupación y estancamiento de la economía mundial, las principales economías del orbe han venido recurriendo a la devaluación de sus monedas para ganar competitividad y mayor participación en los mercados.

Además de los efectos negativos que la excesiva apreciación del tipo de cambio puede tener sobre la demanda externa de los emergentes, existe un descenso de las primas de riesgo que contribuye a estimular la inversión y el consumo a través de una significativa reducción de los costes de financiación.

Asimismo, los países emergentes no están permitiendo una excesiva apreciación de sus monedas, por lo que el tradicional “miedo a flotar” (Calvo & Reinhart, Fear of

---

<sup>11</sup> Quantitative Easing 3, tercera ronda de estímulo monetario.

Floating, 2002) se mantiene. El escenario contra actual es más turbio. Parece que la mayoría de los banqueros centrales de los países emergentes prefieren gestionar los inconvenientes de las fuertes entradas de capital antes que los problemas resultantes del aumento de la aversión global al riesgo que se generan.

Y es que, existe una relación proporcional entre la paridad y la balanza comercial. A escala interna, se deprecia la moneda local, buscando que el precio de las exportaciones baje, a su vez, las importaciones son más caras dándole un empuje a la industria doméstica y al empleo. No obstante, esta práctica solo funciona por momentos y en específicos escenarios. La realidad es que, desencadena una ola que puede conducir a un declive general en el comercio internacional, decrecimiento que afectaría a todos los países.

Devaluar las divisas es como orinarse en la cama. Se siente bien al principio, pero pronto te das cuenta de que es un desastre. (Guerrera, 2013)

## **2.1 Fundamento teórico de la guerra de divisas**

Paradójicamente, la guerra de divisas se desarrolla en ambientes de poco o nulo crecimiento y cierta ineficiencia del gobierno para manejar sus finanzas. Aunque se pudiera pensar que la fortaleza de una moneda se da cuando su economía tiene cierta fortaleza, respecto al resto del mundo. Sin embargo, no se trata de un axioma.

Desde la perspectiva macroeconómica del ingreso, los factores determinantes para su cálculo son; el consumo de la población, la inversión, el gasto del gobierno y las exportaciones netas.  $Y=C+I+G+(X-M)$ . En periodos de abundante incertidumbre, el gasto del gobierno se reduce al aplicar políticas restrictivas o contra cíclicas. Debido a la caída en la producción el desempleo se incrementa y se pierde cualquier estímulo al consumo de las familias por la poca o nula absorción de ingreso. Lógicamente, reduce la recaudación fiscal y aleja las inversiones del extranjero por las expectativas del mismo crecimiento.

Este tipo de políticas han sido practicadas a lo largo de la historia, a pesar de que los países han preferido mantener un alto valor para su moneda. Los Estados involucrados en una devaluación competitiva utilizan una mezcla de herramientas políticas incluyendo intervención gubernamental directa, la imposición de controles de capital, flexibilización cuantitativa, entre otras.

Cuando no se logra estimular el crecimiento a través de estas variables, se proyecta un periodo de recesión económica quedando como recurso adyacente en el corto plazo las exportaciones netas. Dando espacio a la ávida batalla por los flujos de comercio internacional donde los países juegan a las cartas con sus mejores esfuerzos y las más sofisticadas artimañas para capturar dinamismo económico externo con la mejora artificial en sus niveles de competitividad. Esto es, en su divisa.

Por lo que, una economía decide abaratar todos sus bienes para aumentar sus ventas (sus exportaciones) a través de una devaluación o depreciación<sup>12</sup>. Y es que, una devaluación o depreciación estimula la venta de bienes internos empujando al PIB vía aumento del saldo neto de exportaciones. Esto puede provocar una reducción de los tipos de interés, lo que atrae capitales y permite tanto a las empresas como al Estado financiarse mucho más barato, facilitando el gasto de ambos actores a crédito. Finalmente, en los sistemas económicos actuales, la inflación es una condición necesaria para salir de una crisis eminentemente deflacionaria, entonces se vuelve necesario regresar a cierto nivel de inflación.

Recordemos que, el dinero debe servir como medio de cambio aceptado por todos, servir como unidad de cuenta y servir como depósito de valor. Por lo que, una vez se realiza una devaluación se corrompe la definición del dinero y éste pierde su esencia. Tal es el caso del dólar que con la impresión de más billetes a través de la creación de nuevas promesas de pago

---

<sup>12</sup> La devaluación es una bajada del poder adquisitivo del dinero en un marco cambiario de tipos fijos. La depreciación es la rebaja del poder adquisitivo del dinero en un entorno cambiario de tipos flexibles

Esto se podría entender desde la Teoría de la Liquidez de Carl Menger, analizada desde la llamada ley de la utilidad marginal decreciente o primera ley de la utilidad.

Los bienes económicos se jerarquizan en función de los fines más valorados que permiten dar satisfacción, luego las unidades adicionales de uno de esos bienes que, subjetivamente, se consideren homogéneos irán dirigidas a satisfacer fines menos valiosos y su utilidad adicional o marginal será decreciente. Inyectar a la economía con 85,000 millones de dólares aumenta la masa monetaria, aunque la utilidad marginal de los nuevos medios de pago serán menores que las de los anteriores. En teoría, si el proceso se lleva a cabo sin final el valor de la utilidad marginal tenderá a ser cero, lo que destrozaría el sistema monetario mundial.

Puede parecer un precio asequible a pagar por la depreciación. En tanto, una pérdida de valor de la divisa fruto de la incertidumbre creada sobre la misma ratifica la imposibilidad de acumular capital en la divisa a largo plazo aunque se esté fomentando el crecimiento a través de las exportaciones. Por lo que, las tasas de interés se ven afectada, según el lado al que el dinero se va. Claro que, este no es el único fenómeno que se genera, simplemente es el más próximo.

A través de la depreciación se genera un incentivo en los agentes económicos que trae como consecuencia un aumento generalizado del endeudamiento. Ello, acompañado de un descalce de plazos en el sector financiero, es la primera piedra de un ciclo económico fatídico. Se está alimentando una burbuja a raíz de un endeudamiento que, con anterioridad a la depreciación, no se producía por el excesivo costo del dinero.

Los extranjeros verán cómo el coste de financiación en el país que pauperiza su divisa resulta más asequible. Por tanto, mueven su capital buscando aprovecharse de esta nueva situación. Se producirá una venta masiva de deuda en la divisa no depreciada y una compra masiva, por agentes extranjeros, de la deuda en la divisa depreciada.



Entonces, el dinero ha perdido valor como medio idóneo de atesoramiento de riqueza, las exportaciones han aumentado, las importaciones se han reducido, los tipos de interés han caído, han entrado capitales de manera masiva y han aumentado los tipos de interés foráneos. Pero, ¿Cuándo vuelve el equilibrio?

Desde una óptica monetarista de Milton Friedman, para quien existía un precio único de equilibrio al que tendían las divisas y se movían buscando dicho equilibrio, en un sistema libre cambiario con dinero fiduciario y movilidad perfecta de capitales acabaría por reequilibrarse buscando el equilibrio. Sin embargo, esto no ha sucedido.

Por otro lado, Friedrich August Von Hayek dice que los tipos de cambio flexibles manipulados a través de depreciaciones evitan un ajuste en las industrias que han perdido demanda internacional (puesto que las mismas exportan más barato) generando un boom en el corto plazo y muy reversible de dichas industrias nacionales cayendo, a su vez, en una depresión también poco duradera en las industrias extranjeras. En otras palabras se traspasan las pérdidas de aquellas industrias cuya demanda se vio disminuida a aquellas otras industrias cuya demanda se mantenía fuerte a nivel internacional, se socializan las pérdidas y se traslada la incertidumbre y volatilidad a la economía.

Por tanto, caer en el análisis simplista y de mercado de una supuesta eficiencia fuerte como el que realiza Friedman nos lleva al absurdo. Esto es, como venimos señalando desde el comienzo, porque dicho sistema se sostiene con la frágil base de una moneda fiduciaria fuertemente inestable.

Sobre todo, el problema de la inestabilidad de la moneda en el largo no sólo se refleja en su pérdida de utilidad, sino que se refleja también si analizamos la fuga de capitales de la economía que deprecia su divisa. Si los agentes económicos que introducen su capital (al ver los tipos de interés reducidos) en la economía que pauperiza su divisa comienzan a desconfiar de la inestabilidad de la misma se producirá una retirada masiva de capitales de la economía. Dando lugar al sano

proceso de ajuste a nivel interno que se postergó con la depreciación. Este es el proceso que conocemos como overshooting.

Por lo que, utilizar la guerra de divisas para estimular la economía y el crecimiento se ha vuelto muy atractivo para los gobiernos por su rápido funcionamiento y sencilla aplicación. Sin embargo, las consecuencias suelen ser catastróficas ya que el supuesto estímulo debería generar un círculo virtuoso de crecimiento en el largo plazo que, hasta ahora, no se ha visto. Sucede todo lo contrario, continúa y se incrementa la estanflación mundial.

## **2.2 Situación Actual de la Guerra de divisas**

La guerra de divisas no es un problema reciente, sin embargo ha tomado importancia por sus severas implicaciones, a pesar del intento de algunas economías por ocultar su intervención en el mercado de divisas. Y es que, cada vez hay más indicios e investigaciones que advierten movimientos en Estados Unidos, Reino Unido, China o Japón al tomar medidas de depreciación competitiva como alternativa para estimular sus exportaciones.

Curiosamente, los países desarrollados son los que más se benefician con dichos movimientos debido a que, actualmente, son poco rentables para los inversionistas. Las tasas de interés que ofrecen se encuentran cercanas a 0% y no se vislumbra un horizonte cercano para que esta situación cambie. Por otro lado, países emergentes ofrecen las mejores tasas de rendimiento para los inversionistas atrayendo masivos flujos de capital que podrían estimular el crecimiento. Paradójicamente, no existe evidencia de haber un desarrollo en economías emergentes que, por lo menos, regrese a niveles anteriores a la crisis

Y es que, durante los últimos años varios países latinoamericanos han sido víctimas de la guerra de divisas. El desmedido incremento de liquidez generado por las políticas monetarias ultra expansivas de los bancos centrales de las potencias inunda a los emergentes, apreciando sus monedas y generando incertidumbre como en situaciones del pasado cuando la gran depresión, la crisis de la libra en el

92, del peso mexicano en el 94, el rublo en el 98, la lira Turca en el 06, el dólar en el 08 y actualmente el euro.

En general, todas las crisis mundiales modernas tuvieron como derivación una guerra comercial global. Y los resultados nunca fueron buenos. En este sentido no hay grandes novedades. Sin embargo, esta vez el nivel de sofisticación alcanzado por el marco regulatorio del comercio internacional no parece haber dejado mucho espacio para las prácticas proteccionistas tradicionales. Así es que los ánimos quedaron orientados al frente cambiario. Ahora, las economías emergentes están más expuestas que otras porque están encauzadas en procesos de crecimiento económico sostenido.

El ingreso de capitales, la superabundancia de divisas, no hacen más que trasladar la volatilidad cambiaria a las economías en forma de inflación, incertidumbre, movimientos en las tasas de interés, reservas internacionales, entre otras. Mientras tanto, las grandes potencias mundiales de Asia, Europa y Estados Unidos coexisten por estos tiempos con un bajo o nulo crecimiento económico, desempleo y tasas de aumento en los precios nulas o negativas, por lo que su tolerancia a una divisa más cara es mucho mayor que en economías emergentes.

En este contexto, algunas monedas asiáticas muestran niveles de fortaleza frente al dólar que no registraban desde hace 10 o 15 años. A su vez, países como Perú, Chile, Brasil, México, Colombia, entre otros, miran cada día con mayor inquietud la caída del dólar en las pizarras, mientras sus respectivos sectores exportadores no cejan en el intento por llamar la atención al respecto.

La expectativa puesta por los gobiernos en la reunión del G-20 parece haber sido excesiva. Este grupo, que representa cerca del 80% del comercio mundial, no logró avanzar en materia de la guerra de divisas. Si bien se alcanzaron algunos acuerdos en el plano declarativo, no se precisa una bola de cristal para saber que, por encima del compromiso de los líderes mundiales de evitar “devaluaciones competitivas” cada quien seguirá haciendo más o menos lo que quiera. Estados Unidos seguirá inundando el planeta de dólares. Otros países devaluarán, algunos intervendrán sus

mercados de divisas, o pondrán restricciones al ingreso de moneda extranjera; y una larga lista de etcéteras.

Prueba de ello sucedió en el 2012, cuando el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunció que continuaría expandiendo la oferta monetaria estadounidense mediante la compra de activos por valor de 85.000 millones de dólares mensuales hasta que la tasa de desempleo bajara del 6,5%.

Entonces, a países críticos con la política estadounidense como Brasil, se le sumaron en sus protestas otros más afines a su vecino del norte como México, Chile o Colombia. Anunciaron que el riesgo de que el exceso de liquidez generara inflación, debilitara sus exportaciones, desindustrializará sus economías y diera lugar a peligrosas burbujas incontrolables en los mercados de activos les obligaba a intervenir en los tipos de cambio e incluso a utilizar controles de capital, algo que algunos, como Brasil, ya habían comenzado a hacer.

La respuesta de los países latinoamericanos, a la que se sumaron otras economías emergentes e incluso países avanzados como Suiza, que también se consideraban negativamente afectados por las políticas expansivas de la Reserva Federal, fue contestada por Estados Unidos.



13

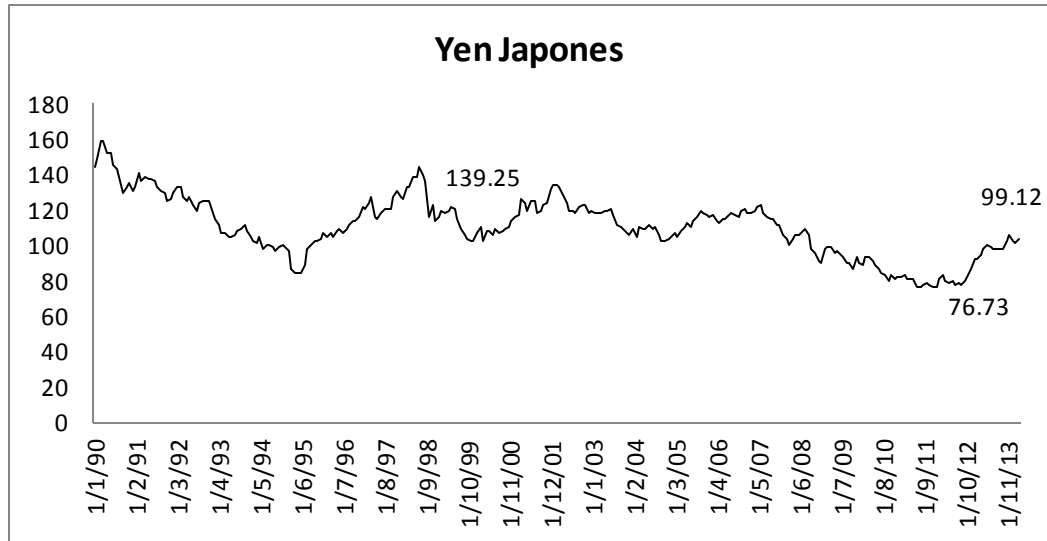
### Ilustración 6 Real Brasileño

Incluso el Chairman de la FED, Bernanke, apoyó que todos los países coordinaran la expansión monetaria para acelerar el proceso de desapalancamiento de los países avanzados y generar mayor crecimiento, y subrayó que la expansión monetaria estadounidense también beneficiaba a los países emergentes porque dinamizaba el consumo, parte del cual se filtraba hacia productos del exterior.

Desde entonces ha habido mucha actividad en la economía nipona y sus medidas activadoras de la economía con su primer ministro, Shinzo Abe. El Banco de Japón argumenta que su estrategia de duplicar el suministro de dinero no es un intento de manipular el valor del yen y no provocaría burbujas de activos. Dicha situación no se demostró cuando, la misma entidad, anuncio sus planes para hacer compras indefinidas de activos en un esfuerzo por estimular la economía nipona. Prácticamente replicando la política de su socio comercial, EUA. El yen perdió su valor frente al dólar estadounidense desde que los inversionistas en el mercado de divisas previeron una mayor flexibilización monetaria del BOJ.

<sup>13</sup> Elaboración propia con datos de Reuters

El hecho es que un yen más débil, que vuelve a los productos japoneses más competitivos en el mercado global, es una gran ayuda para la economía japonesa dependiente de la exportación.



14

Ilustración 7 Yen Japonés

Sin duda, China también ha levantado fuertes sospechas al llevar su moneda, el Yuan, a niveles artificiales para acumular reservas en dólares de forma exorbitante.



15

<sup>14</sup> Elaboración propia con datos de Reuters

<sup>15</sup> Elaboración propia con datos de Reuters

## Ilustración 8 Reservas internacionales de China

En cada junta del G20 se habla de la guerra de divisas como una posibilidad latente, aunque difícilmente se acepta. En esa instancia muchos de los integrantes de este grupo selecto de potencias optaron por no disimular más su preocupación ante la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense.

Fue en esta reunión que se hizo explícita la molestia de muchos países ante la política de expansión monetaria de la administración Obama y el impacto de las mismas sobre sus respectivos sectores exportadores. Por supuesto, complementado con los reclamos casi perennes en este tipo de encuentros a propósito de las prácticas cambiarias de China y sus mecanismos para evitar la apreciación de su moneda.

Entonces, Estados Unidos sigue desafiando a China por el valor artificial del yuan. China, a su vez, contraataca y acusa a Estados Unidos por haber anunciado otra lluvia de dólares. Una especie de bomba que amenaza con arrasar la competitividad del resto del mundo al promover una mayor desvalorización del billete verde. Europa mira de reojo y protesta. El resto del mundo, en tanto, hace sus planteamientos con Brasil a la cabeza.

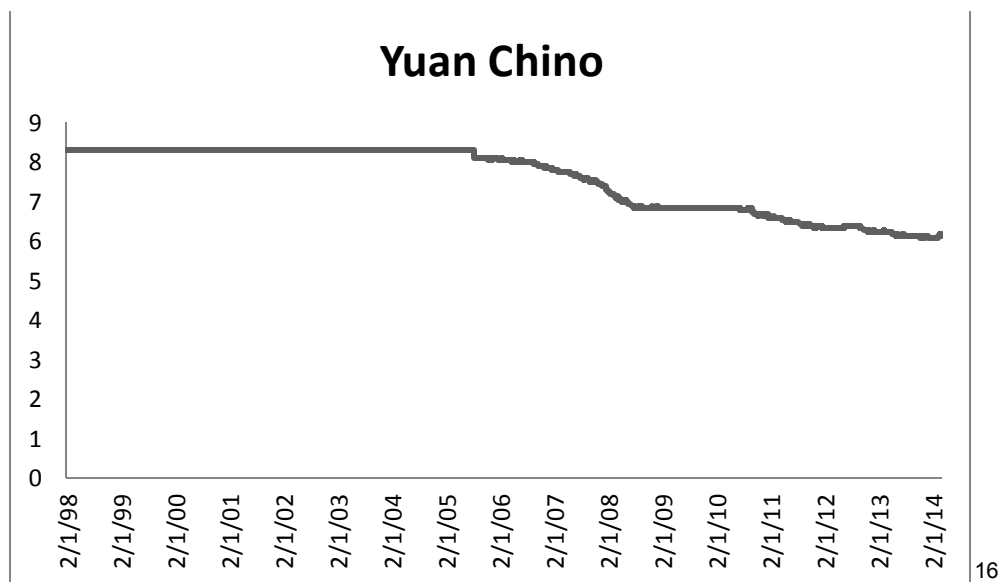


Ilustración 9 Apreciación del Yuan Chino

El Gobierno chino anunció una apreciación del yuan. Mientras la presión internacional sobre el país asiático va en aumento mientras el Ministerio de Asuntos Exteriores declara que la revaluación del yuan no es la cura para el déficit comercial de EE UU y no ayudaría a resolver los desequilibrios de la economía global.

Por otro lado, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) fracasaron en lograr avances para convencer a China de la apreciación de su moneda e instaron fuertemente a todos los países a evitar el proteccionismo comercial, según han dicho en un comunicado conjunto.

En medio de la guerra EE UU-China, la UE ha querido permanecer en todo momento a un lado de la disputa. Esto está afectando al euro, que cada vez está más caro frente a las demás monedas, causando un efecto negativo para las exportaciones europeas. Alemania, una de las economías más sólidas de Europa y de carácter exportadora, ve con preocupación este encarecimiento del euro, que lastra la competitividad de sus productos en el exterior.

<sup>16</sup> Elaboración propia con datos de Reuters



La incertidumbre que estos movimientos generan se traduce a billones de dólares que fugan de una economía a otra buscando la cobertura a la exposición al riesgo o el apetito por los rendimientos potenciales con repercusiones a la diversificación.

Se cree que un factor clave en la salud de una economía es su moneda. La eurozona ha visto de todo en su región, desde guerras que redujeron imperios a cenizas hasta el actual movimiento de sus acciones y su divisa caer en picada cuando comenzó la crisis del 2008 mostrando el vínculo indisoluble que existe entre lo que los inversionistas compran y cuanto están dispuestos a pagar.

Desde que se instaura el Euro como moneda de circulación oficial en las economías más prominentes de Europa, la fortaleza de la moneda comunitaria dio a las naciones más débiles un crédito artificialmente barato, pero luego cargaron con una tasa de cambio incompatible con su competitividad. El carácter global del euro, por lo que le concierne a Italia, España o Grecia, ha sido un bloqueo a la forma histórica en que estos países lidiaban con sus deudas insostenibles.

Los principales líderes europeos ya han hecho sus reclamos. Angela Merkel, canciller alemana, ha expresado que la laxitud de la política monetaria japonesa estaba causando una depreciación artificial del yen que, a su vez, se traduce en una apreciación del euro. La razón principal de la preocupación germana se encuentra en el empleo y las condiciones económicas que implican la guerra de divisas. Además de la preocupación de que otras naciones puedan adoptar medidas similares que reafirmen la devaluación competitiva.

En ese mismo sentido, el presidente francés, François Hollande, ha tratado de convencer al Banco Central Europeo de evitar una mayor apreciación del euro, planteando incluso la posibilidad de establecer un tipo de cambio objetivo de mediano plazo. Sin embargo, por mucho que Francia insista en la necesidad de depreciar al euro, como tal no cuenta con ningún mecanismo para lograrlo más que intentar convencer al presidente del BCE de que es necesario contener la apreciación. Mario Draghi, presidente del BCE, prefiere el discurso neutral y dice estar dispuesto a hacer todo lo necesario para que la Eurozona no entre en conflicto.

Hasta el momento, únicamente continúan un proceso de control de tasas de interés a niveles históricamente bajos, incluso se ha hablado de un movimiento de tasas de interés negativas para contrarrestar los efectos de la poca liquidez y el creciente desempleo. Se quiere incentivar al consumo y la producción. El problema es que los países como Grecia, España, Portugal, Irlanda e Italia necesitan exportar para salir de sus problemas económicos internos y generar empleo. Si el precio del euro sube, ellos venderían menos.

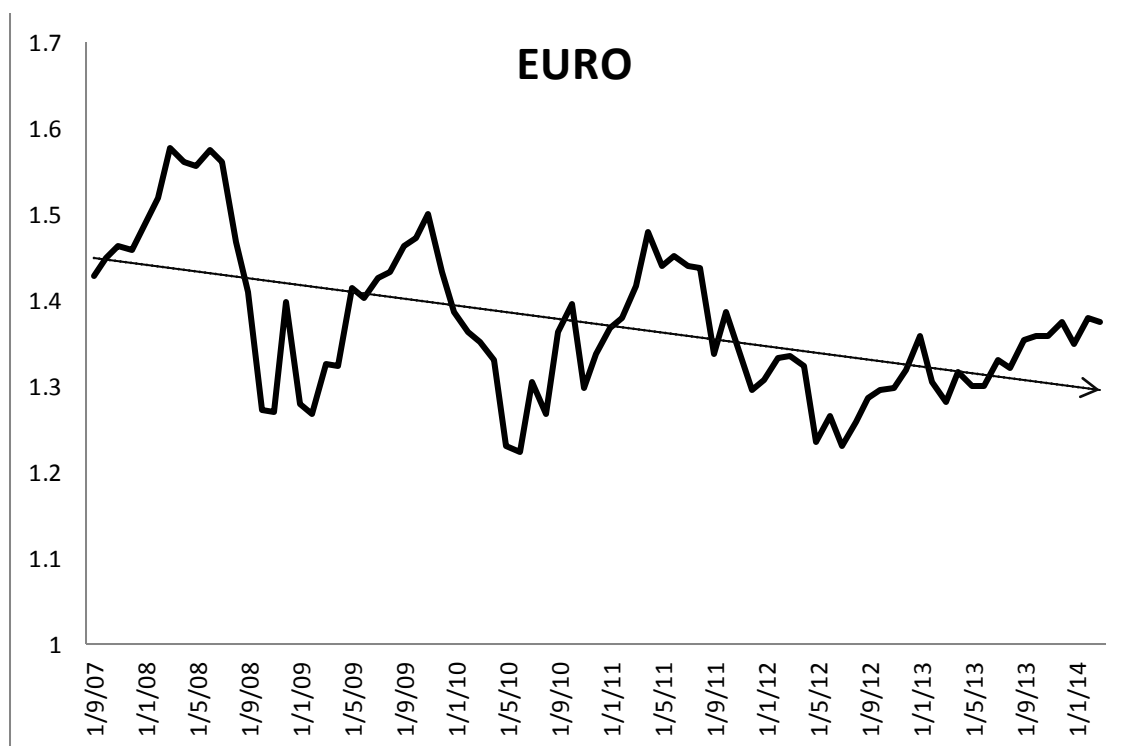


Ilustración 10 Paridad Euro/dólar americano

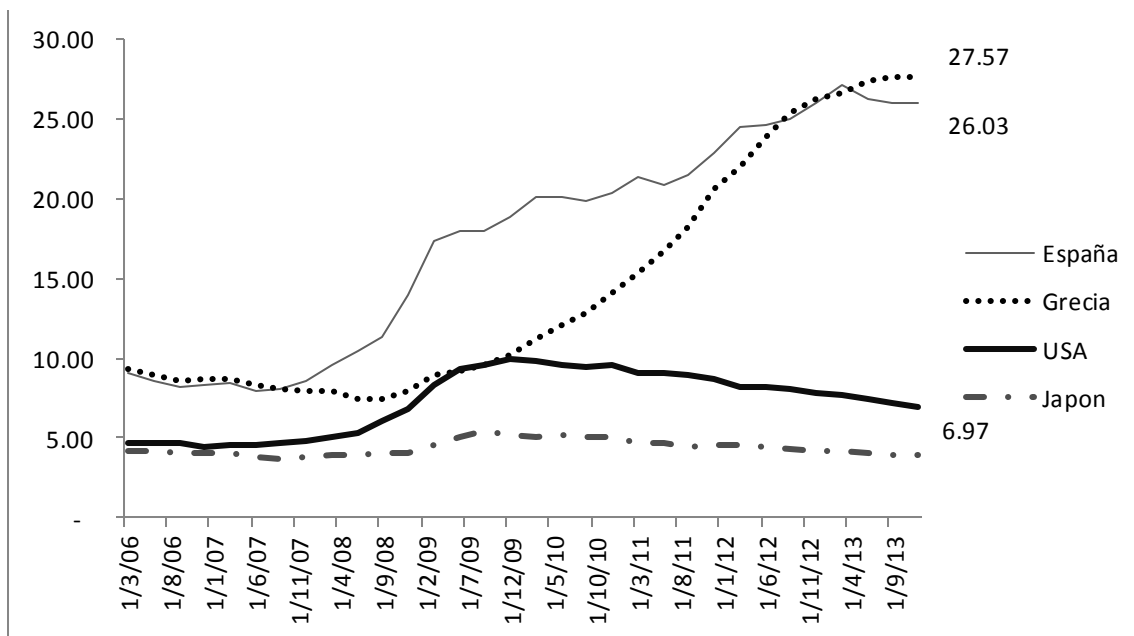
Hemos estado en medio de una guerra de divisas por algún tiempo, con algunos bancos centrales devaluando sus monedas a través de la flexibilización cuantitativa y otros respondiendo mediante la intervención. Sin embargo, no toda flexibilización

monetaria ha tenido como efecto monedas débiles. En Estados Unidos y Europa, los bancos centrales han mantenido políticas de tasas de interés a mínimos récord e instituido varios programas de compra de bonos, pese a ello, el dólar, la libra y el euro se han sostenido relativamente fuertes. Con todo, la tendencia a bajar las tasas de interés y devaluar las divisas ha activado las alarmas en los mercados emergentes.

Las autoridades de Corea y Tailandia fueron las últimas en expresar su preocupación por la rápida apreciación de sus monedas conforme la flexibilización monetaria en Japón y Estados Unidos aumenta la demanda de activos de mayor rendimiento.

Brasil también se ha quejado de la avalancha de dinero que ha causado la subida en el valor de su moneda, el real, y exteriorizó preocupaciones sobre una burbuja de activos.

Las políticas monetarias aplicadas por la FED y el BCE pretenden mejorar la situación económica. Se supone que dichas políticas impulsan la inversión, el consumo y el empleo al otorgar liquidez de manera masiva. Sin embargo, se han dilatado situaciones de desempleo críticas, como el caso de Grecia y España.



## Ilustración 11 Tasa de Desempleo

En mi opinión, los bancos centrales deberían intervenir, cuando la situación lo amerite, con mucha cautela. Sus políticas, dirigidas a impulsar el crecimiento económico, debilitan en la práctica las monedas nacionales y aumentan la incertidumbre de los mercados.

Pareciera ser que el desarrollo económico de cualquier nación depende de las decisiones que tomen los tenedores de los grandes capitales. A su vez, estas decisiones se fundamentan en las perspectivas de mercado y no en hechos reales. Pienso que la situación es un error de percepción cuando se distinguen únicamente datos cuantitativos, no se toma en cuenta el papel cualitativo de la realidad aunque se asocie en muchas subjetividades. El peligro de la guerra de divisas es inminente y es forzoso actuar antes de que suceda otra crisis cambiaria que reviva los fantasmas de la pobreza y masiva fuga de capitales.

## **2.2 La guerra de divisas en México**

México es una nación con mucho potencial de desarrollo. Hecho que no significa que ya se encuentre en esa situación. Desde hace algunos meses, escucho en las noticias la importancia de la economía mexicana, su fortaleza e impenetrabilidad. Como si nos encontráramos en el “Mexican Moment” del siglo XXI.

La realidad es que estamos de moda, somos un país con mano de obra especializada y barata, por no decir mal pagada, que atrae a los productores. Pero también somos una nación con rendimientos superiores a los que pueden dar las grandes potencias mundiales a costos y riesgos muy bajos.

El Banco central continúa con su postura de la supuesta congruencia con la convergencia eficiente de la inflación a su tan anhelada meta del 3% y la gran holgura que tiene nuestro país para enfrentar cualquier adversidad. Antagónicamente, admite un peligro inminente cuando el gobernador, Agustín

Carstens, menciona una posible “tormenta perfecta” por la entrada masiva de capitales.

Por otro lado, el papel de México en las reuniones del G20, del cual es miembro, ha sido siempre de rechazo a la devaluación competitiva, como si le quedara otra opción, representado por la Secretaria de Hacienda y Crédito Público. Quienes se jactan diciendo que nuestra política de tipo de cambio flexible y las sanas prácticas que han sido aplicadas durante muchos años han permitido absorber choques externos, así como ostentar al peso mexicano como una moneda confiable y de resguardo.

Claro que, dicha cumbre confiaba en que se lograrán buenos resultados en la próxima reunión que se llevaría a cabo en Rusia y la armonía mundial sería muy notoria. Por supuesto, nadie contaba con los problemas geopolíticos que pasarían en Crimea y su anexión a Rusia. Así como los roces que se generarían entre las grandes potencias y la suspensión de dicha cumbre.

La reunión continuara sin Rusia, donde se hablara de temas como la creación de empleos de calidad, promover la inclusión financiera, terminar de reformar la arquitectura financiera internacional para lograr un mejor comportamiento de los intermediarios a nivel global, el desarrollo de infraestructura y la guerra de divisas. Todo esto quedara en espera, pues es más importante conocer las “malvadas” intenciones de Rusia y la opinión de nuestro principal socio comercial. Mientras la excesiva liquidez en el mundo continua amenazando al crecimiento global y un factor de riesgo que eventualmente puede incitar al proteccionismo en aquellas economías poco competitivas.

Prueba de todo este supuesto bienestar son las enormes e Históricas reservas internacionales que hemos tenido desde el comienzo de los estímulos monetarios y a la suntuosa línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional que funcionan como promesa si nuestro país entrara en crisis de liquidez, aunque ya se registra en las cuentas nacionales.

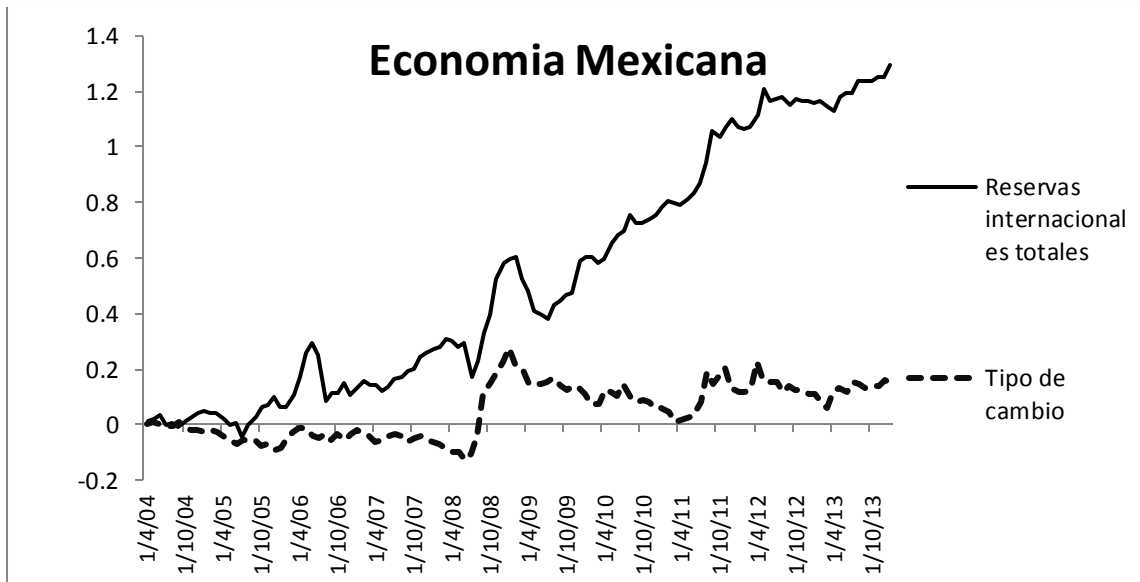


Ilustración 12 Economía Mexicana

México ha dejado que los mercados se ajusten por si mismos a través del tipo de cambio. Como si la Mano Invisible de Smith llegara al rescate de los emergentes mexicanos. Incluso ha dejado de intervenir en el tipo de cambio desde el 2013.

Antes, cuando el tipo de cambio superaba el FIX del día anterior, el banco central intervenía con una venta de dólares que funcionaba como válvula de presión. Esta situación termino, repentinamente, para dejar que el mercado decida el precio “justo” y argumentan los buenos resultados de la no intervención.

Sin embargo, para que los flujos de capital que entran a una economía sean menos riesgosos es necesario que no entren en cartera, sino en inversión directa. Está claro que los mejores rendimientos de las economías emergentes implicaría un aumento en la tenencia de bonos por parte de los capitales extranjeros.

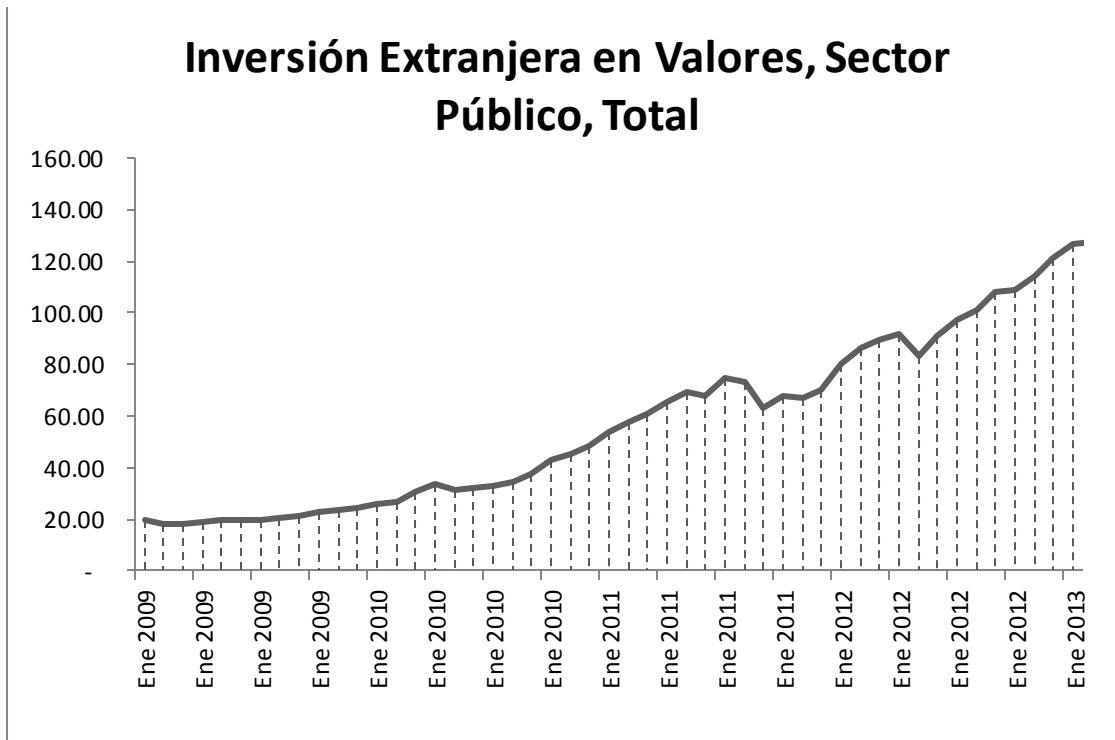


Ilustración 13 Inversión extranjera en bonos en millones de pesos

Este capital colocado en inversiones de cartera continúa mostrando máximos históricos, de acuerdo con datos de Banxico, lo que se ha convertido en un factor de preocupación para el mercado mexicano.

De existir una salida masiva de flujos del país, se podrían generar fuertes distorsiones en el mercado de cambios y, por ende, en la economía en su conjunto, además de generar desconfianza entre los inversionistas. Existen otros riesgos, como los movimientos en los precios de las exportaciones e importaciones, lo cual puede provocar incertidumbre dentro del sector exportador. Pone en riesgo la misma liquidez del país.

Si bien México cuenta con fundamentos económicos sólidos que les dan confianza a los inversionistas, el riesgo es latente y no se ha buscado una solución.

Por un lado, ser totalmente permisivos e intervenir poco nos lleva a asumir riesgos y absorber parte de la volatilidad de los mercados. Además, los controles e

intervenciones agresivas al mercado por parte de una economía podrían distorsionar la realidad y generar desinterés por parte de los inversionistas.

Existen diversas opciones contener la guerra de divisas, algunos países están utilizando diversas herramientas para contrarrestar sus efectos. Países como Brasil, Perú y Colombia han puesto ciertos controles a la entrada de capitales. México no ha querido realizar dichos controles. Si bien contamos con una abundante línea de crédito contingente con el FMI, las implicaciones que tendría una fuga masiva de capitales podrían llevar la economía mexicana a la crisis. De ahí que, se debería considerar que a mediano plazo lo más importante es repensar las políticas respecto al tipo de cambio para tratar de que su valor refleje mejor las capacidades de cada sector en México.

Quizá lo más relevante del tipo de cambio es que sirva para favorecer al tejido productivo interno y que eso favorezca a los exportadores y productores en general y no al revés donde se genera un problema de balanza de pagos y después desincentivos a la exportación. La diferencia radica en la identificación del flujo financiero que anda en búsqueda de tasas de interés, o que viene a especular, de aquellos flujos financieros que son de alta productividad.

### **CAPITULO 3. POLÍTICA CAMBIARIA**

---

*“La Economía es un campo de pensamiento altamente sofisticado que es genial para explicarles a los dirigentes por qué las decisiones que tomaron en el pasado estaban equivocadas. Sobre las decisiones del futuro, no sirve tanto”.*



Como la incansable búsqueda de los alquimistas por convertir elementos en oro, podríamos decir que hoy en día los banqueros centrales tratan de encontrar la fórmula ideal que consiga mantener la inflación baja, el crecimiento de la economía elevado y el pleno empleo, la panacea.

La política monetaria persigue alcanzar estos objetivos aunque no siempre son compatibles. Se pretende conquistar un estado de auge económico con la intención de mejorar la vida de la población. Sin embargo, en condiciones donde el modelo busca liberalizar y reducir la actuación del gobierno a simple espectador, las herramientas que se tienen para llegar al equilibrio son limitadas y muchas veces contraproducentes.

Para ello, el manejo de las tasas de interés se ha vuelto fundamental en las decisiones de política monetaria, pues se sabe que son clave para fijar los tipos de cambio. Altas tasas significan una divisa fuerte; bajas tasas una divisa débil. Sin embargo, la manipulación de divisas, tasas de interés y todo aquello que implica una ganancia de por medio rige la manera en la que se manejan algunos bancos centrales y privados.

La regla de Taylor determina el tipo de interés idóneo a partir del tipo de interés real de equilibrio, la tasa de inflación objetivo, la desviación de la inflación respecto al objetivo del banco central y la brecha de producción o desviación porcentual del producto interior bruto del periodo (Bergsten & Gagnon, 2012)

Estados Unidos, se encuentra en la punta de la pirámide cuando hablamos de política monetaria. Y es que, son los emisores disolutos de dólares y cada vez que se alejan más de sus proyecciones simplemente encienden la imprenta para satisfacer sus necesidades, a costas de que se genere una colosal burbuja. El desorden financiero que hoy vivimos es producto de la codicia de los tenedores del capital y la deficiencia de las políticas económicas que restringen el mal uso del dinero.

Teóricamente, el país emisor de la moneda de reserva podía incurrir en déficit gigantesco e ilimitado, forzando además la creación de dinero en otros países para acumular reservas en dólares que una vez afianzados, regresaban a los EEUU para devengar intereses y dar más trabajo a la imprenta de los billetes verdes. Se podría pensar que, Estados Unidos, podría llegar a una situación insostenible. A mediados del 2014, el banco central comenzó el Tapering, que no es más que el retiro gradual del estímulo monetario (QE3), lo que obligaría a diversos países a tomar medidas de control ante la posible fuga de capitales.

Dicho proceso significa que comienza a recuperarse la economía estadounidense - para la reserva federal una tasa inferior al 6.5 de desempleo implica una clara señal de mejoría- y pronto se podría pensar en un aumento de las tasas de interés en la economía norteamericana. Evidentemente, siendo el dólar la divisa de resguardo, los grandes capitales preferirán invertir su dinero en las grandes potencias, dejando nuevamente a los emergentes a su suerte.

Aterrizando en materia, las intervenciones en el mercado cambiario son utilizadas como un importante instrumento de política monetaria. Usualmente orientadas a corregir desalineaciones, moderar su volatilidad, acumular reservas u ofrecer divisas al mercado. Es bien sabido que, en el contexto global, intervenir en el mercado es prácticamente un disparate. El Fondo Monetario Internacional, ha desarrollado campañas y modelos demostrando el fracaso de las intervenciones y la transición a la liberación financiera como el mejor caso para cualquier economía. (Dutttagupta, Fernández, & Karacadag, 2006) Sin embargo, los bancos centrales han mantenido un particular interés en las intervenciones cambiarias y su efectividad. Las economías emergentes han utilizado diversos mecanismos que le permitan maniobrar ante una lluvia de flujos que buscan la máxima rentabilidad.

### **3.1 Políticas cambiarias ortodoxas**

El tipo de cambio fijo tuvo su apogeo debido a las políticas que se realizaron en diversas regiones. Sin embargo, se estaba llegando a un nivel de globalización tal que se hacía necesario realizar una reestructura cambiaria.

En un sistema referenciado o fijo, el gobierno establece y mantiene de forma artificial el tipo de cambio de acuerdo a las fluctuaciones de otra divisa, generalmente el dólar. Un gobierno tiene que trabajar para mantener su tipo referenciado estable. Su banco central deberá contar con grandes reservas de moneda extranjera para mitigar los cambios de la oferta y la demanda. Si una demanda repentina de una divisa subiera el tipo de cambio, el banco central tendría que liberar la suficiente cantidad de esa moneda en el mercado para afrontar la demanda. También podría comprar divisa si una escasa demanda estuviera reduciendo los tipos de cambio.

Los países con economías inmaduras aún se utilizan el sistema referenciado. Y es que, de alguna forma buscan controlar la inflación. No obstante, el sistema puede fracasar si el valor de mercado de la divisa del mundo real no se refleja en el tipo referenciado. En tal caso, surgiría un mercado negro en el que la divisa se comercializaría al valor de mercado, ignorando la referencia del gobierno.

Actualmente, impera la determinación del tipo de cambio flotante. Es decir, una divisa vale lo que los compradores estén dispuestos a pagar por ella. Determinado a través de la oferta y la demanda, pero también fluctúa en función de la inversión extranjera, las tasas de importación/exportación, la inflación, entre otros factores económicos.

La gran mayoría de las economías desarrolladas utilizan los tipos de cambio flotante pues consideran que son eficientes ya que el mercado corregirá de forma automática el tipo para reflejar la inflación y otras fuerzas económicas. Sin embargo, no es un sistema perfecto y se puede manipular de diversos modos.

Existen alternativas acerca del manejo del tipo de cambio que buscan una concordancia entre la oferta, la demanda y la incursión del gobierno. De hecho, pocos sistemas de tipo de cambio son totalmente flotantes o estrictamente referenciados. Los países que usan un tipo referenciado pueden evitar situaciones complejas del mercado o desastres inflacionarios utilizando una referencia flotante. Referencian su tipo de interés al dólar estadounidense, y ese tipo no fluctúa de un día para otro. Sin embargo, el gobierno revisa de forma periódica su referencia, y

realiza ajustes menores para mantenerlo en línea con el verdadero valor de mercado.

Los sistemas flotantes tampoco se abandonan a merced de las fuerzas del mercado. Los gobiernos que utilizan tipos de cambio flotantes, introducen cambios en sus políticas económicas que pueden afectar a los tipos de cambio, de forma directa o indirecta. Reducciones de los impuestos, cambios en el tipo de interés nacional y aranceles a la importación pueden modificar el valor de la divisa de un país, aunque el valor flote técnicamente.

Curiosamente, se ha demostrado que en Estados Unidos, Japón y la Unión Europea las tasas de interés y la política cambiaria son manipuladas para llegar a los objetivos económicos por medio de la política monetaria. (Calvo & Reinhart, Fear of Floating, 2002). Entonces las naciones que sugieren la liberalización total de los mercados, suelen ser los más proteccionistas y sus políticas buscan trasladar sus problemas a otras economías, es decir, empobrecer al vecino.

En teoría, para que la total liberalización del mercado cambiario funcione como se promueve, es estrictamente necesario que absolutamente todos los integrantes del orden económico internacional permitan la libre fluctuación en sus divisas. Sin la intervención de algunos y el sufrimiento de otros. Es por eso que, algunas economías continúan buscando la manera de reducir el impacto de no hacer nada.

### **3.3 Crawlingpeg**

En Argentina se llevó a cabo una política cambiaria en donde la divisa se ajusta de modo progresivo y controlado de acuerdo a una tasa como la Inflación o la tasa de interés, o una combinación de las mismas, o bien de acuerdo a un cronograma establecido por el gobierno, como lo fue la famosa “Tablita Cambiaria”. Básicamente se realizaban “micro devaluaciones periódicas” controladas. En estos casos la devaluación está predeterminada y la tasa de cambio es conocida con anterioridad.

Lo que se busca en este esquema es prevenir devaluaciones fuertes y distanciadas, que resultan traumáticas para la economía del país, recurriendo a devaluar con

mayor frecuencia y en menor cantidad para suavizar las grandes fluctuaciones y hasta evitar las jornadas especulativas.

El Crawlingpeg ha sido utilizado, en algunos países de Latinoamérica, y muchos de ellos tal vez se pasen de revoluciones al devaluar de forma periódica su moneda ante el dólar.

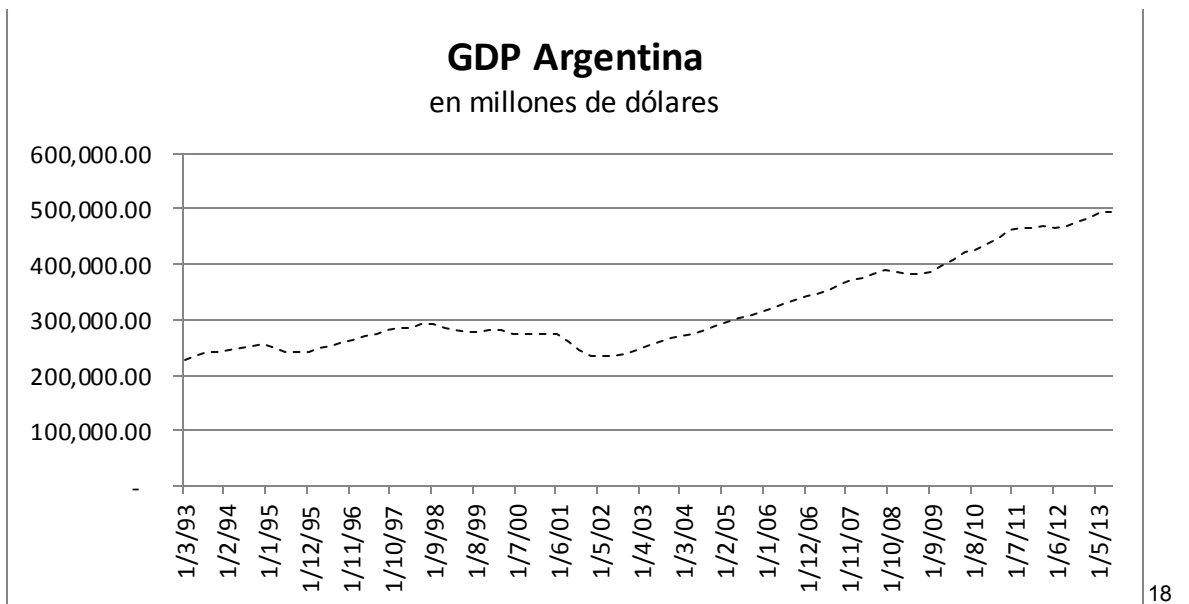
En la mayoría de las economías emergentes, cubrirse completamente del riesgo es caro, mientras que no hacerlo puede implicar pérdidas aún mayores. La crisis argentina fue precedida de incertidumbre de los agentes económicos internos y externos en razón a las medidas tomadas durante los últimos meses de 2001, sin resultados aparentes. Y el medio financiero no pudo, ni quiso, evitar la crisis bancaria que propició a la caída de la actividad económica, frenó por completo el ciclo del comercio, atenuó un creciente desempleo e incrementó el déficit fiscal.

Evidentemente dicha herramienta no funciona al llevarla al límite y hacerse de la vista gorda ante las variables económicas y sus consecuencias. Desde 1990 hasta la fecha el peso argentino se ha devaluado en 1,428%. Únicamente en el último año, se ha devaluado 56% respecto al dólar americano. De las monedas de América Latina, es de la que más se ha depreciado como consecuencia de la guerra de divisas, entre otras situaciones.



Ilustración 14 Peso Argentino

Esto genera un incremento en la compra de bienes internos y la exportación de los mismos que provoco estimular el crecimiento.



<sup>17</sup> Elaboración propia con datos de Reuters

<sup>18</sup> Elaboración propia con datos de Reuters

## Ilustración 15 GDP Argentina en millones de dólares

Aunque la situación de Argentina no es un ejemplo a seguir, cabe destacar las políticas utilizadas y sus resultados aunque con medidas extremas. El caso argentino, siempre ha sido de movimientos agresivos y resultados dramáticos.

### **3.3 Flotación controlada y tipo de cambio fijo ajustable**

En la flotación controlada se permite que el mercado determine el precio de las divisas, pero se interviene en la compra-venta de divisas para limitar las fluctuaciones del tipo de cambio. El banco central de México, BANXICO, realizó este tipo de operaciones hasta el 2013 en operaciones de mercado abierto donde salía a vender dólares para disminuir la volatilidad de los mercados cambiarios y fomentar el papel de ancla de la inflación a la política monetaria, a través del tipo de cambio.

El caso de México es interesante, ya que representa una economía de mercado emergente que bajo un régimen cambiario flexible logró reducir la inflación de cerca del 52 por ciento en 1995 a poco menos del 4 por ciento hasta el momento (abril 2014). . Luego de la masiva fuga de capitales que precedió la crisis, uno de los retos fue restaurar la acumulación de reservas internacionales para fortalecer la credibilidad en la moneda a fin de aumentar la viabilidad de un régimen cambiario flexible. Entonces, la política de flotación controlada se convirtió en otro elemento de la estrategia para restaurar credibilidad en la política monetaria.

La fuente principal de la acumulación de reservas internacionales fueron las exportaciones de la petrolera estatal Petróleos Mexicanos (Pemex). Los dólares de Pemex se le venden directamente al Banco de México al tipo de cambio del mercado. Permitiendo la acumulación de reservas internacionales sin intervenciones discrecionales.

Posteriormente, en 1996 la Comisión de Cambios introdujo un instrumento explícitamente diseñado para fomentar la acumulación de reservas internacionales. Éste consistió en vender opciones put una vez al mes para venderle dólares al Banco Central en cualquier día hábil al tipo de cambio interbancario de referencia

("FIX"), determinado el día hábil anterior, siempre y cuando dicho tipo no excediera el promedio del tipo FIX de los 20 días previos a la fecha de vencimiento. Este instrumento fue diseñado para que los participantes del mercado tuvieran el incentivo de ejercer las opciones cuando el tipo de cambio se apreciara. Posteriormente, en 1997 se introdujo un tercer instrumento para reducir la volatilidad del tipo de cambio en temporadas en las que el mercado cambiario experimentara bajos niveles de liquidez. Esto consistió en un mecanismo automático mediante el cual el Banco Central subastaría dólares en caso de que el tipo de cambio se depreciara en más del 2 por ciento respecto del tipo de cambio FIX del día anterior. Este instrumento añadió simetría con respecto a la dirección en la que el Banco Central pudiera intervenir en el mercado cambiario. Sin embargo, dichas estrategias para acumular reservas internacionales, que dependía de intervenciones no discrecionales, fueron abandonadas.

Desde entonces, el Banco de México cambió la política monetaria gradualmente hacia un esquema de objetivos de inflación. Si bien en México la inflación se ha reducido considerablemente, el objetivo de largo plazo de 3 por ciento aún no se ha alcanzado. En este momento, la economía mexicana está experimentando presiones inflacionarias que provienen de aumentos en los precios de los productos básicos. Todavía hasta el 2013 Banxico salía a subastar dólares, sin embargo la histórica acumulación de reservas internacionales hace que la filosofía de dicha política pierda sentido.





19

#### Ilustración 16 Variación Anual

El sistema de tipo de cambio fijo ajustable se caracteriza porque las autoridades tratan de alcanzar un objetivo de tipo de cambio anunciado previamente. En este grupo se incluyen los sistemas de tipo de cambio deslizante (crawlingpeg) y las bandas de fluctuación (target zones).

La elección del régimen apropiado de tipo de cambio para las economías emergentes ha sido siempre un tema de gran controversia. A primera vista, la actitud del FMI hacia los tipos de cambio parece extraordinariamente errática. En 1997 el Fondo apremió a los países asiáticos para que devaluaran o dejaran en flotación sus monedas. En 1998 prestó billones a Rusia y Brasil para intentar ayudarles a mantener sus tipos de cambio. Ha alabado a Hong Kong por su súper estricto sistema de convertibilidad y festejado los tipos de cambio flexibles administrados de Singapur...la inconsistencia del FMI refleja profundas divisiones sobre los regímenes de tipos de cambio entre los economistas.

Desde inicios de los años 1980, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha propuesto la devaluación como una solución potencial para los países en vías de

<sup>19</sup> Elaboración propia con datos de Reuters.

desarrollo que siempre gastan más en importaciones que lo que ganan por sus exportaciones. Ergo, se sugería entrar a un periodo de devaluación competitiva, como medida de emergencia para reactivar economías en desarrollo. Pero nunca se pensó que podría ser utilizado por las potencias mundiales.

En la actualidad, el debate sobre el mejor sistema cambiario para estas economías es un tema especialmente candente. En efecto, las crisis de tipo de cambio y la guerra de divisas han llevado a algunos economistas a defender que las economías emergentes deberían encaminarse por una total flexibilidad del tipo de cambio. (Rivero & León, 2002).

Por otra parte, otra corriente de opinión considera que los sistemas de tipo de cambio flexible no son adecuados para las economías emergentes, ya que una mayor flexibilidad del tipo de cambio puede frenar el desarrollo del sistema financiero y minar la estabilidad financiera de estos países. Esta corriente de opinión se muestra partidaria de hacer “más fijo” el tipo de cambio optando por un sistema de tipo de cambio rígido, ya sea el sistema de convertibilidad o la dolarización de la economía. (Anguita J. P., 2004)

### **3.4 Regímenes de cambio sin una moneda nacional de curso legal**

En este tipo de régimen, el país utiliza la moneda de otro país como única moneda de curso legal, o pertenece a una unión monetaria o cambiaria en la cual los países que la integran comparten la misma moneda de curso legal. La adopción de un régimen de este tipo significa que las autoridades monetarias renuncian totalmente al control independiente de la política monetaria nacional.

Muchos años se han buscado maneras de lograr dicho modelo en el occidente. La dolarización ha sido un tema hablado por varios años y se rumoreaba acerca de una moneda para América del Norte, el amero. Sin embargo, evidencia empírica demuestra las dificultades de utilizar la misma moneda para naciones con diferentes condiciones y modelos de desarrollo.

Tal es el caso de la Unión Europea y sus 28 miembros con muy diferente nivel de desarrollo económico. En la UE, el presupuesto procede de la renta nacional bruta de cada país miembro. Se destina a fines tan diversos como mejorar el nivel de vida de las regiones más pobres o velar por la seguridad de los alimentos. Con el euro como moneda común de la mayoría de ellos.

Alemania	1952	Estonia	2004	Luxemburgo	1952
Austria	1995	Finlandia	1995	Malta	2004
Bélgica	1952	Francia	1952	Países Bajos	1952
Bulgaria	2007	Grecia	1981	Polonia	2004
Chipre	2004	Hungría	2004	Portugal	1986
Croacia	2013	Irlanda	1973	Reino Unido	1973
Dinamarca	1973	Italia	1952	República Checa	2004
Eslovaquia	2004	Letonia	2004	Rumania	2007
Eslovenia	2004	Lituania	2004	Suecia	1995
España	1986				

Tabla 1 Países miembros de la Unión Europea

El euro es la prueba más tangible de la cooperación entre los países de la UE. Sus ventajas comerciales podrían ser evidentes. Se puede comprar e intercambiar productos con la misma moneda. El problema es que no al mismo precio. Internacionalmente, el Euro ha ganado terreno frente al dólar americano. Se comercia una gran parte de las mercancías a nivel mundial en su moneda y facilita la interacción de los países miembros. De igual manera la volatilidad de la divisa se traslada a todos los miembros de igual manera, aunque estos no puedan soportar de igual manera. Tal es el caso de Grecia o España, cuya situación es alarmante

en cuanto a crecimiento y empleo. Incluso se hablaba de sacar a Grecia de la Unión y hacerlo regresar al dracma, su moneda anterior.<sup>20</sup>

Desde que empezó, en 2008, la crisis económica ha llevado a una actuación intensa y sostenida del Banco Central Europeo y la Comisión. Todos han colaborado estrechamente para frenar el decrecimiento y el desempleo, proteger el ahorro, mantener un flujo de crédito asequible para las empresas y los hogares, garantizar la estabilidad financiera e introducir un mejor sistema de gobernanza para el futuro. Mario Draghi y su política de “lo que sea necesario” ha buscado y logrado “rescatar” a varios países de situaciones extremas. ¿A qué costo?, esa es la gran pregunta que se resolverá en el futuro. Y es que, la crisis golpeo de la misma forma en que se propició, globalmente. En sus primeras fases se manifestó como un problema de grave liquidez y de endurecimiento de las entidades financieras. Con la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers, en el 2008, la espiral negativa en la orbe financiera se desencadenó. Los problemas del sistema financiero rápidamente se esparcieron plasmando la vulnerabilidad de la Unión Europea. El BCE adoptó el Plan de Recuperación de la Economía Europea en donde buscaba impulsar la demanda y regresar la confianza de los consumidores, así como reducir el costo de la desaceleración de la actividad económica. Evidentemente, no fue suficiente.

En el 2010 se propone el Plan Europeo de la Recuperación Económica 2020. Dando a entender que ellos esperan superar la crisis en 10 años más. Continuando con el Euro para sus miembros y un tipo de cambio flexible, a pesar del rescate a sus sistema financiero. Todos los miembros de la Unión se han visto sumidos en recesiones, graves deficiencias en finanzas públicas, fuerte salida de capitales, insostenible volatilidad de su divisa y el desmoronamiento de su modelo de crecimiento partiendo de la correlación, no lograda, entre el desarrollo del sistema financiero y el desarrollo económico como consecuencia.

La experiencia dentro de la unión demuestra que la estabilidad mayor de los tipos de cambio bilateral se ha logrado entre países que poseen estructuras económicas

---

<sup>20</sup> <http://eleconomista.com.mx/economia-global/2012/10/17/salida-grecia-euro-podria-colapsar-mundo>

relativamente similares o en los que uno está dominado por el otro en términos de tamaño y comercio. Así, por ejemplo, la situación de Alemania y Holanda ha demostrado una considerable estabilidad a largo plazo, a pesar de las divergencias en medidas presupuestarias y políticas, la mayoría de los países no poseen la flexibilidad del precio de costo interno que es deseable como un sustituto al ajuste de tipo de cambio. Sin embargo, cabe destacar la fuerte voluntad política de tener éxito en la moneda única, aunque hasta el momento no ha sido la mejor decisión para algunos miembros. (Latter, 1997)

### **3.5 Regímenes de caja de conversión**

Régimen monetario basado en un compromiso legislativo explícito de canjear moneda nacional por una moneda extranjera especificada a un tipo de cambio fijo, en el cual las autoridades emisoras aceptan ciertas restricciones que aseguran el cumplimiento de su obligación legal. Esto supone que solo se emitirá moneda nacional respaldada por moneda extranjera y que la moneda estará totalmente respaldada en todo momento por activos externos, lo que elimina las funciones tradicionales del banco central, como la de control monetario y la de prestamista de última instancia, y deja poco margen de maniobra para aplicar una política monetaria discrecional. Aunque en algunas situaciones de alta volatilidad podría dar estabilidad y algo de certeza para la economía interna.

### **3.6 Otros regímenes convencionales de tipo de cambio fijo**

El país vincula su moneda a un tipo de cambio fijo, a otra moneda o a una cesta de monedas compuesta por las monedas de los principales socios comerciales o financieros; la ponderación de cada una de estas monedas refleja la distribución geográfica del comercio, los servicios o los flujos de capital. No existe compromiso de mantener la paridad de manera irrevocable. El tipo de cambio puede fluctuar dentro de un margen estrecho de menos de  $\pm 1\%$  en torno a un tipo central formal durante por lo menos tres meses. La autoridad monetaria está dispuesta a mantener

el tipo de cambio fijo mediante la intervención directa (es decir, mediante la compra y venta de divisas en el mercado) o indirecta (es decir, mediante el uso activo de la política de tasas de interés, la aplicación de reglamentaciones cambiarias, la presión moral para limitar la actividad cambiaria, o la intervención por parte de otras instituciones públicas). La flexibilidad de la política monetaria, si bien es limitada, es mayor que en un régimen sin una moneda nacional de curso legal y en el régimen de caja de conversión, dado que el banco central aún puede cumplir sus funciones tradicionales, y la autoridad monetaria puede ajustar el nivel del tipo de cambio, aunque con relativamente poca frecuencia.

### **3.6.1 Tipos de cambio fijos dentro de bandas horizontales**

El valor de la moneda se mantiene dentro de ciertos márgenes de fluctuación de por lo menos  $\pm 1\%$  en torno a un tipo de cambio fijo central o el margen entre los valores máximo y mínimo del tipo de cambio excede del 2%. Incluye también los regímenes de los países que participan en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del sistema monetario europeo (SME), que fue reemplazado por el MTC II el 1 de enero de 1999. Existe un grado limitado de discrecionalidad de la política monetaria, que depende de la amplitud de la banda.

### **3.6.2 Tipos de cambio móviles**

La moneda es objeto de ajustes periódicos de pequeña magnitud, a una tasa fija o en respuesta a cambios de determinados indicadores cuantitativos, tales como los diferenciales de la inflación pasada con respecto a los principales socios comerciales, los diferenciales entre la inflación fijada como meta y la inflación esperada en los principales socios comerciales, etc. La tasa de ajuste del tipo de cambio puede fijarse para generar variaciones del tipo de cambio (retrospectiva), o fijarse a un nivel igual a una tasa fija preanunciada y por debajo de los diferenciales de la inflación proyectada (prospectiva). El mantenimiento de un tipo de cambio móvil impone limitaciones a la política monetaria de manera similar a lo que ocurre con un sistema de tipo de cambio fijo.

### **3.6.3 Tipos de cambio dentro de bandas de fluctuación**

La moneda se mantiene dentro de ciertos márgenes de fluctuación de por lo menos  $\pm 1\%$  en torno a un tipo de cambio central —o el margen entre los valores máximo y mínimo del tipo de cambio excede del 2%— y el tipo central o los márgenes se ajustan periódicamente a una tasa fija o en respuesta a cambios de determinados indicadores cuantitativos. El grado de flexibilidad del tipo de cambio depende de la amplitud de la banda.

Las bandas pueden ser simétricas en torno a una paridad central móvil, o pueden ampliarse gradualmente con una fluctuación asimétrica de las bandas superior o inferior (en este último caso, puede no haber un tipo de cambio central preanunciado). El compromiso de mantener el tipo de cambio dentro de la banda impone limitaciones a la política monetaria, y el grado de independencia de esta depende de la amplitud de la banda. Se podría decir que, gráficamente, sería como observar las bandas de Bollinger<sup>21</sup> y no permitir que el tipo de cambio salga del rango.

### **3.6.4 Flotación dirigida**

La autoridad monetaria trata de influir en los movimientos del tipo de cambio sin especificar una trayectoria predeterminada ni un objetivo concreto para el tipo de cambio. Los indicadores utilizados para regular el tipo de cambio son, en general, el saldo de la balanza de pagos, el nivel de las reservas internacionales y la evolución del mercado paralelo, y los ajustes pueden no ser automáticos. La intervención puede ser directa o indirecta.

### **3.6.5 Flotación independiente**

El tipo de cambio queda determinado por el mercado, y la intervención en el mercado cambiario es esporádica y discrecional, y normalmente tiene por objeto

---

<sup>21</sup>Indicadores utilizados en el análisis técnico de los mercados financieros.

moderar la tasa de variación y evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, pero no establecer su nivel.

### **3.6.6 Solución bipolar**

En definitiva, las opiniones sobre la solución adecuada del problema del tipo de cambio en las economías emergentes se han polarizado hacia lo que se denomina la “solución de esquina” o solución bipolar. Los defensores de este punto de vista, entre los que se encuentran Obstfeld and Rogoff (1995) y Eichengreen (1998), afirman que los países cuyo mercado de capitales está integrado o en proceso de integración con el mercado global de capitales, no podrán mantener regímenes de cambio intermedios, sino que tendrán que optar por la flotación total o, por el contrario, la introducción de un sistema de tipo de cambio rígido. La ortodoxia actual que aconseja la polarización hacia regímenes extremos de tipo de cambio ha sido criticada al considerar que, aunque hay algo de cierto en que los regímenes intermedios son vulnerables a las crisis especulativas, ofrecen sin embargo ventajas importantes. El sistema de tipo de cambios flexible ha mostrado que pueden llevar al tipo de cambio a situaciones de infra o sobrevaloración a medio y largo plazo con efectos adversos sobre el crecimiento. Por otra parte, los sistemas de convertibilidad también pueden producir situaciones de sobrevaloración del tipo de cambio.

Evidencia empírica ha demostrado que, para países emergentes, jugar en ambos extremos del abanico ha fracasado. Por ejemplo, El Salvador y Ecuador han optado por la dolarización de sus economías. Por el contrario, México (1995), Brasil, Chile y Colombia (1999) son ejemplos de países emergentes que han adoptado flotaciones con cierta intervención y estabilidad relativa. Si observamos los países industrializados, también parece que han tendido a establecerse en uno de los dos extremos, optando por la flexibilidad del tipo de cambio o moviéndose hacia una moneda común, como en el caso de la unión europea. Sin embargo, muchos países emergentes no han optado por las soluciones extremas de completa flexibilidad o rigidez del tipo de cambio, sino que continúan en el término medio, es decir, limitan



la variabilidad de su tipo de cambio a través del uso intensivo de sus reservas internacionales.

Los regímenes intermedios siguen siendo una elección popular especialmente entre las economías emergentes. Esto es reflejo de que parece no existir una solución adecuada para el dilema del tipo de cambio en las economías emergentes. La dolarización o el sistema de convertibilidad implican la imposibilidad de hacer una política monetaria propia. Los tipos de cambio flexibles tienden a mostrar en muchos casos fluctuaciones erráticas, especialmente cuando la flexibilidad se introduce tras el abandono de un sistema de tipo de cambio fijo. Por otra parte, los sistemas intermedios basados en la intervención discrecional para limitar la variabilidad del tipo de cambio pueden convertir al banco central y sus reservas internacionales en una marioneta de los especuladores si el país no tiene política monetaria creíble, lo que suele ser habitual en los emergentes.

La aparente imposibilidad de encontrar un sistema cambiario apropiado simplemente refleja el hecho de que los mercados de divisas son internacionales pero los gobiernos son nacionales.

Han surgido corrientes de opinión que consideran que la solución al problema del sistema cambiario para las economías emergentes pasa por reducir los choques económicos desestabilizadores que vienen del exterior, lo que se lograría con una estabilización de las tres grandes monedas del sistema monetario internacional (dólar, yen, euro). Mundell propone la creación de una moneda global y un banco central global como la solución apropiada para hacer frente a los problemas de la globalización de los mercados.

### **3.7 Ventajas y Desventajas de las diversas políticas monetarias**

El contraste principal en los regímenes del tipo de cambio es entre aquellos que se basan en un extremo. O totalmente flotante o libre o absolutamente fijo.

Una ventaja fundamental de un sistema de tipo de cambio fijo es que, en países con tradición inflacionista, el sistema cambiario proporciona credibilidad al banco central y por ello es menos costoso rebajar la inflación. Si un gobierno tiene tradición inflacionista, sus anuncios para descender la inflación no son creíbles. En este caso, si el gobierno realiza una política decidida contra la inflación, tendrá que soportar un alto coste en términos de recesión económica. El gobierno puede hacerse creíble si establece una regla clara que rompa la psicología inflacionista de un solo golpe. Esta regla en un sistema de tipo de cambio fijo es el compromiso del gobierno de mantener el tipo de cambio al nivel de paridad anunciado.

Se busca atar la política monetaria del gobierno al objetivo de mantener el tipo de cambio. En los sistemas de tipo de cambio rígido, como era el sistema de convertibilidad argentino (1991-2001) o es el sistema de convertibilidad actualmente existente en Hong Kong e implantado en 1983, podría decirse que su objetivo es eliminar totalmente la discrecionalidad del banco central. En este caso el banco central sólo puede emitir moneda cuando se encuentra respaldada al cien por cien por moneda extranjera en su poder.

Un sistema de tipo de cambio fijo tiene, por tanto, la ventaja de que la inflación queda determinada por lo que se denomina el “ancla nominal”, es decir, una moneda fuerte, como era el marco en el sistema monetario europeo ( 1979-1998 ). Además se logra que el tipo de interés sea menor y por ello aumentará la inversión y el crecimiento económico. Este menor tipo de interés se obtiene porque si los inversores no esperan una depreciación del tipo de cambio exigirán un tipo de interés inferior para mantener activos en esa moneda. Por otra parte, al limitarse la volatilidad del tipo de cambio se reducen los costes de transacción y la incertidumbre lo que puede tener un efecto favorable sobre el comercio y la inversión internacionales.

Aunque implantar un sistema de tipo de cambio fijo es una estrategia adecuada para controlar la inflación, la experiencia de las crisis financieras ocurridas a lo largo de los noventa nos muestra que esta estrategia puede ser especialmente peligrosa para los países emergentes que se encuentran altamente endeudados en moneda

extranjera. Además, cuando se produce un ataque especulativo y un país emergente tiene que abandonar un sistema de tipo de cambio fijo, el país tiene que incurrir en un alto coste económico que es mayor cuanto “más fijo” es el tipo de cambio que debe abandonarse. Los gobiernos se resisten a abandonar el tipo de cambio fijo por temor a perder credibilidad, pero cuanto más tiempo se mantiene el tipo de cambio más vulnerable se hace el sistema financiero, por lo que al final el tipo de cambio fijo es derrotado por una crisis.

Naturalmente, en un sistema de tipo de cambio flexible la moneda de un país también se deprecia cuando su inflación es superior a la inflación de los países con los que comercia. Sin embargo, bajo un sistema de tipo de cambio fijo, cuando el ataque contra una moneda tiene éxito, la depreciación de la moneda doméstica es generalmente mucho mayor, más rápido y menos anticipado que cuando la depreciación se produce dentro del contexto de un régimen de tipo de cambio flexible. Además, la experiencia muestra que el abandono de los sistemas de tipo de cambio fijo genera en muchos casos una crisis financiera. Tal fue el caso de la economía mexicana en 1994-95, el valor del peso se redujo a la mitad en sólo unos meses, la posición deudora neta de las empresas aumentó considerablemente y el PIB real descendió un 6,2% en 1995. Hay que señalar, además, que este colapso en la producción se produjo a pesar de la ayuda masiva internacional (de alrededor de 50 mil millones de dólares) usada para refinanciar los Tesobonos y la deuda a corto plazo de los bancos. Argentina incurrió en unos costes aún mayores cuando abandonó su tipo de cambio superfijo en 2001. El abandono de la convertibilidad argentina provocó una crisis financiera que indujo una contracción brutal de la economía en el año 2002 con un descenso del PIB del 16% según la estimación del FMI. La crisis asiática de 1997 también fue acompañada de grandes depreciaciones del tipo de cambio.

Los defensores de la flexibilidad del tipo de cambio para economías emergentes señalan que un país no puede, simultáneamente, mantener un tipo de cambio fijo, movilidad del capital y una política monetaria dedicada a objetivos domésticos. Los participantes en el mercado de divisas esperan que si los políticos pueden alterar el

tipo de cambio para obtener un beneficio a corto plazo, lo harán. Esta expectativa hace precisamente que un sistema de tipo de cambio fijo sea menos creíble, lo que acaba minando el sistema y confirmando las expectativas. Además, defender una moneda de un ataque especulativo tiene un coste en términos de recesión económica, y los mercados saben que si este coste es políticamente insoportable se producirá el abandono del sistema de tipo de cambio fijo. En definitiva, la falta de credibilidad de la política económica en países emergentes hace que los sistemas intermedios de tipo de cambio fijo sean propensos a los ataques especulativos.

Sin embargo, los tipos de cambio flexibles tampoco parecen ser la solución adecuada para las economías emergentes. Esto se debe a que estas economías presentan dos características que hacen que la flexibilidad del tipo de cambio no genere el efecto favorable que produce en las economías desarrolladas. Estas dos características son: a) la depreciación de su moneda tiene un alto impacto inflacionista; y, b) su alto endeudamiento en moneda extranjera.

Por lo que, la discusión se ha enfocado más en el papel del tipo de cambio que permite al sistema económico mantener la producción frente a varios tipos de choques internos y del extranjero. De esta forma, se ha sugerido que un tipo de cambio flotante hace frente de mejor manera a los choques internos de la economía real, ya que un movimiento en el tipo de cambio puede entonces ser la forma más efectiva de devolver la producción a su trayectoria de equilibrio. Mientras que, un tipo de cambio fijo hace frente del mejor modo a los disturbios monetarios internacionales, porque las entradas y salidas de capital pueden servir como amortiguador. Claro está que, en una economía abierta, el tipo de cambio fijo al reducir volatilidad e incertidumbre y permite manejar mejor los ingresos de la balanza comercial por los exportadores. Aunque se necesitaría un tipo de cambio flotante para aislar a la economía de las consecuencias de los masivos choques externos a los que se expone una economía abierta.

Dadas tales percepciones contrastantes y la dependencia de cada prescripción de las circunstancias o de los objetivos particulares de política para México, no es de

espanto que la elección de la política en la práctica sea menos clara de lo que cualquier modelo teórico podría sugerir.

### **3.8 Controles en las transacciones de divisas y flujos de capital**

Mientras que el orden internacional aspira a proporcionar a todos un acceso sin obstáculos a los mercados en el largo plazo, es necesario cierto número de controles para no caer en una situación de quiebra global. Algunos países desean evitar la depreciación de su tipo de cambio, por lo que imponen controles sobre las salidas de capital. Otros países pueden estar experimentando una presión a la alza sobre sus tipos de cambio y así imponer controles de divisas como el caso de Brasil.

Claro que dichos controles implican una reducción de los alcances de la volatilidad a corto plazo y minimizar el impacto de las consecuencias monetarias de las grandes potencias. Aunque, es un impedimento para los mercados y las inversiones, se podría generar distorsiones económicas entre diferentes empresas y sectores. Sencillamente, el costo podría ser muy alto y no ha probado eficiencia más allá del corto plazo.

Y es que, la crisis de balanza de pagos de México significó una salida masiva de capitales, como los mercados de capitales son más volátiles se constituyen en el problema.

Para ello, los controles al flujo de capital se refieren sólo a la salida de capitales puesto que los países emergentes requieren de los flujos de inversión, pero al establecerlos reducen su volatilidad. Se hace evidente que los controles a los flujos de capital pueden favorecer los capitales de largo plazo en detrimento de los de corto, reduciendo la probabilidad de crisis como consecuencia de una repentina salida masiva de recursos, los controles que pueden ser utilizados están relacionados con impuestos a la salida de recursos, reservas sobre inversión o ambos

De manera general, los controles al flujo de capital no son considerados sanos dentro de los esquemas de política económica puesto que limitan la posibilidad de acceder a préstamos e inversión, éstos impiden ver posibles riesgos a los agentes económicos internacionales, la transferencia tecnológica y prolongan la utilización de políticas insostenibles. Sin embargo, la principal objeción a su utilización es la fuerte tendencia a la evasión de impuesto y la necesidad de contar con una gran infraestructura de control, lo que impide su utilización de manera permanente.

## **CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES**

---

*“Cuando los ricos se hacen la guerra, son los pobres los que mueren.”*

Jean Paul Sartre

En este último capítulo concluyo el trabajo en sus diferentes alcances. Si bien era posible admitir modelos matemáticos que explicaran las crisis cambiarias y la importancia de las exportaciones en el PIB, me parece que quedan fuera del objetivo de nuestro trabajo, que es explicar la guerra de divisas y buscar alternativas para evitar sus complicaciones.

Mi intención nunca ha sido regresar a un tipo de cambio fijo o llegar al proteccionismo asfixiante por parte de nuestro gobierno pues, con base en la teoría explicada en el tercer capítulo, la intervención se ha vuelto cada vez más compleja y sus consecuencias son directamente proporcionales al nivel de injerencia.

En mi opinión, el orden mundial económico dictamina el modo de operar de las economías globales. Por tanto, pienso que se podría probar una economía con una política monetaria de tasa flotante con carácter independiente que permita adaptarse a los movimientos masivos de capital y frenar la volatilidad de los mercados internos, sin buscar un tipo de cambio objetivo. A través del saldo de la balanza de pagos y el nivel de las reservas internacionales evitando el comportamiento errático de los mercados. Si bien no es posible escapar por completo de los movimientos del mercado se podría amortiguar el impacto de diversas formas. Para ello, también se podrían establecer algunos controles de capital que no permitan la entrada excesiva de dólares que buscan el resguardo momentáneo ante la incertidumbre mundial. Probablemente algún impuesto a la salida de capitales genere una significativa disminución de la inversión en cartera, sin embargo podría detonar una buena cobertura en el largo plazo que evitaría la exposición al riesgo de los capitales golondrinos.

Si bien la guerra de divisas es un problema que podría inducir a una posible dolarización para solventar promesas de pago, algunos autores piensan que regresar al patrón oro es la única solución (Rickards, 2011), no pienso que el dominio permitiera que el dinero se les escurra de las manos. Lo más probable es que se encuentre una solución paralela en lugar de una estructural.

En México, no hemos hecho nada contra los efectos de la guerra de divisas y se ha permitido que los mercados resuelvan de la mejor manera posible. Claro que los mercados son imperfectos y no ven por el bien de todos, recordemos que en este juego lo que unos ganan, otros lo pierden y no hacer nada es como tirar una moneda al aire buscando siempre ganar. Posiblemente, en el orden actual los países emergentes, generadores de riqueza y grandes tasas de crecimiento, tienen el atractivo que los capitales buscan. Es decir, pagaran la crisis de las potencias mundiales. La famosa política de empobrecer al vecino se trata de eso. Hacemos creer que tenemos una especie de blindaje y las adversidades no podrán penetrar la superficie. Mientras que, poco a poco y de manera sucinta se utiliza a la economía mexicana, así como a otros emergentes, como pivote de escape a la inmensa presión que se ha generado por la incertidumbre,

La reacción contra la globalización obtiene su fuerza por las desigualdades del sistema comercial mundial. Pretender ayudar a los países subdesarrollados obligándolos a abrir sus mercados para que los más adelantados accedan a ellos, buscando un mejor precio, es una hipocresía pues únicamente contrasta, aún más, a las clases sociales. (Stiglitz, 2002).

Me parece que tenemos tan arraigada la cultura norteamericana en nuestro sistema financiero que hemos olvidado que nuestro banco central no es la FED. Banxico no va a imprimir billetes de 20 pesos para sacarnos de un problema de liquidez, ni buscare el rescate de la nuestras instituciones. Nuestro banco central buscare la ayuda de nuestro mayor socio comercial y, como siempre, que las cosas sean resueltas por la mano invisible.

#### **4.1 Desarrollo Financiero y crecimiento económico**

El desarrollo financiero implica la creación y expansión de instituciones, instrumentos y mercados que apoyen el proceso de inversión y consecuentemente el crecimiento. Sin embargo, genera importantes externalidades que pueden resultar negativas cuando se producen crisis financieras que son endémicas en el orden internacional.



El desarrollo financiero y el crecimiento económico siempre han estado vinculados pues uno debería impulsar al otro y generar un círculo virtuoso. El modelo ortodoxo basado en sistemas bancarios, créditos dirigidos, bancos de desarrollo público, cuentas cerradas de capital, tipos limitados de interés e intervención monetaria activa se ha convertido en un elemento central del proceso de reforma económica y ajuste estructural dirigido por las instituciones financieras internacionales. No olvidemos que fueron los países en desarrollo quienes llegaron a los resultados, de acuerdo a sus investigaciones, de liberalización de los mercados financieros en las economías avanzadas mediante el que el capital se desplazaba de un sistema nacional basado en los bancos a los mercados de capital abiertos. Se esperaba que estas reformas aumentarían los niveles de ahorro e inversión, incrementarían la tasa de crecimiento y reducirían la inestabilidad macroeconómica. Empero, no está nada claro que estos objetivos se hayan conseguido. Solo se ha seguido la idea de 1973, donde la liberalización de los mercados permitiría una profundización financiera que refleja una mayor utilización de la intermediación financiera por parte de ahorradores e inversores y la monetización de la economía, así como el flujo eficiente de recursos entre las personas y las instituciones a lo largo del tiempo. Todo ello fomentaría el ahorro y reduciría las restricciones sobre la acumulación de capital a la vez que mejoraría la eficacia en la asignación de inversiones mediante la transferencia de capital hacia los sectores más productivos.

En síntesis, el desarrollo financiero fomentado por la liberalización debería aumentar el nivel de inversiones y su eficacia. También, facilitaría la diversificación de cartera, que permite a los ahorradores reducir el riesgo y ofrece más posibilidades de elección para los rendimientos crecientes de los inversores.

Si existen mercados de acciones la mayoría de los agentes invertirán sus ahorros en ellos, ya que ofrecen mejor rentabilidad a largo plazo. En el corto plazo, el mercado de dinero y de divisas es la solución a las necesidades de inversión, de acuerdo al perfil de riesgo de los inversionistas. Sin embargo, en México es evidente

la carencia de cultura en la inversión y el ahorro. Nuestros mercados se encuentran en una etapa similar a la de Inglaterra hace más de 40 años. (FitzGerald, 2007)

El retraso financiero es tal que los mexicanos prefieren gastar todo su ingreso o simplemente guardarlo en el banco o bajo el colchón. En estos casos el dinero tiene un rendimiento negativo.

Un sistema financiero de mayor volumen debería también ser más efectivo a la hora de asignar el capital y vigilar el uso de los fondos. Es bien sabido que el uso del crédito en nuestro país tiene como destino en su mayoría, el consumo. El boom de las micro financieras en México llega a la población con más carencias. Las tasas de interés superiores al 100 por ciento hacen de este un negocio totalmente redituable.

Pero, en un país donde la mayor aportación a la producción son las PyMES, con un elevado costo del crédito y sin banca de desarrollo, no es clara la sinergia entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Solo se percibe información asimétrica, las externalidades de los mercados financieros y la competencia imperfecta que han producido niveles de financiación e inversión inferiores al óptimo, una distribución ineficiente del capital, fraude, falta de liquidez bancaria y corrupción en detrimento del crecimiento económico.

La eficiencia de la asignación financiera de recursos depende en gran medida de la capacidad de minimizar algunas imperfecciones del mercado emergente de capital, como pueden ser el riesgo moral o la selección adversa

Los problemas derivados de la información asimétrica impiden que los bancos calculen adecuadamente el riesgo asociado a sus préstamos por lo que, para compensar ese riesgo, suben los tipos de interés hasta un punto en el cual no les vale la pena a los prestatarios suscribirlos. Así, el banco desanima a los prestatarios solventes con altos costes de capital y las nuevas empresas sin historial crediticio se encuentran con dificultades para obtener créditos a cualquier precio. De este modo, el nivel de inversión se limita a la cantidad financiable mediante el

flujo de caja y el crédito comercial, lo que provoca un nivel de inversiones inferior al óptimo con consecuencias para el crecimiento económico total. Además, los mayores costes de capital inducen al prestatario a escoger los proyectos más arriesgados, ya que el mayor riesgo se asocia a mayor rentabilidad en los proyectos con éxito, todo lo cual supone una mayor probabilidad de falta de pago. Un pequeño aumento en el riesgo de ciertos prestatarios potenciales puede causar que el mercado se cierre para ellos aunque no haya ningún cambio en el rendimiento esperado de los proyectos de inversión y aún resulte socialmente rentable a un mayor tipo de interés.

Por ello, Stiglitz sugiere que cierto grado de represión financiera continua puede ser beneficioso hasta que se alcance una etapa muy avanzada del proceso de desarrollo. La inestabilidad macroeconómica aumenta la varianza en la rentabilidad de los proyectos y la posibilidad de selección adversa por parte de los bancos, lo que incrementa su aversión al riesgo. El auténtico beneficio de la estabilidad macroeconómica no es sólo el aumento del ahorro financiero y la mayor disponibilidad de crédito, sino también su impacto favorable sobre la distribución del riesgo entre prestadores.

Algunas de estas imperfecciones del mercado podrían ser mejor entendidas mediante la oportuna supervisión ejercida por un ente público, pero el entorno legal e institucional también puede promover la eficiencia de los mercados financieros y contribuir al crecimiento económico. Ese es el papel que debería ejercer la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. En lugar de buscar políticas para solventar el creciente gasto corriente, anclar la inflación a un nivel que quizá no sea el óptimo para México y exigir políticas europeas para evitar quiebras bancarias.

Parece no existir suficientes pruebas de que la liberalización financiera produjera mayores tasas de ahorro, cuando era su principal contribución al aumento de la inversión y, por tanto, a un mayor crecimiento. Y es que, las reformas financieras provocan una transferencia de ahorros de activos tales como los metales preciosos, la propiedad o la moneda, a depósitos bancarios y acciones cotizables, lo que

aumenta la profundidad financiera registrada sin aumentar la tasa de ahorro. Solo se logró ampliar el acceso a los créditos de consumo en forma de tarjetas de crédito.

La liberalización financiera suele asociarse con la integración en el mercado global de capital. En principio, ésta debería crear una reserva de liquidez disponible para el sistema financiero interno que lo ayudaría a estabilizarse. En la práctica, sin embargo, el alto grado de volatilidad de los flujos entrantes de capital, combinado con la estrechez de los mercados receptores, somete a los países que acogen el capital a sacudidas y crisis que pueden ser frecuentes y duraderas. El efecto cuantitativo de los flujos se ve agravado porque el arbitraje hace que los tipos internos de interés vengan marcados por el tipo mundial de interés, más la devaluación prevista, más la bonificación de riesgo percibido por defecto. Este principio de paridad de las tasas de interés produce tipos de interés real muy elevados en los mercados emergentes.

Por eso, para la mayor parte de los países en desarrollo, la política de tasa de cambio resulta crucial para el éxito de la liberalización financiera. Desde el punto de vista de las empresas, enfrentadas a decisiones de inversión irreversibles, la estabilidad macroeconómica y la credibilidad política pueden resultar mucho más importantes que los incentivos fiscales o la ausencia de regulación.

El concepto de equilibrio en los tipos de interés puede ser difícil de definir o imposible de conseguir mediante el sistema de competencia, ya que la tasa necesaria para equilibrar los mercados financieros difiere de la que se necesita para lograr un equilibrio en el ahorro y la inversión. En este proceso resulta esencial un aumento en el control en ciertas áreas de los mercados financieros con el fin de asegurar que todo el desarrollo no se descontrole durante el período de transición.

Teóricamente, la desregulación de las instituciones financieras aporta beneficios potenciales en forma de aumento del crecimiento y del bienestar social, pero esto depende en gran medida de la manera en que se desarrolle el proceso, que si no adopta las fases necesarias puede ser contraproducente. Los estudios sobre la secuencia adecuada de la liberalización financiera intentan determinar el orden

preciso para liberalizar el sector real interno, el sector financiero externo y el sector real externo, y analizan el tema de la sincronización del proceso liberalizador con la estabilización macroeconómica.

Sikorski (1996) apunta que la liberalización financiera ha estado basada en una fe ciega en los mercados y en la creencia generalizada de que la mejor manera de combatir los errores del gobierno es eliminar el gobierno. Pero esta creencia entra en conflicto con lo que de verdad ocurre en cualquier economía real, donde las instituciones sociales desempeñan un papel fundamental en la búsqueda de información y en la reducción de la incertidumbre. Así pues, es esencial que se produzca un diseño institucional de antemano con el fin de establecer relaciones duraderas de confianza entre los participantes del mercado, que son las que determinarán la capacidad de un país para competir en los mercados internacionales y, por lo tanto, su desenvolvimiento económico.

Por lo que, es necesario reevaluar la decisión de cerrar los bancos de desarrollo del sector público, que estuvo justificada por sus fuertes pérdidas y su vulnerabilidad ante la presión política, pero siguen sin cubrirse necesidades financieras para la inversión a largo plazo en sectores clave, tales como la exportación o las infraestructuras. La intervención pública sigue siendo necesaria para corregir estos fallos del mercado, aunque ésta bien pudiera realizarse en forma de seguro de riesgos, apoyos para la conversión de deuda en reactivos negociables y ampliación del mercado en vez de mediante el tradicional crédito bancario.

La relajación de las restricciones reguladoras (por ejemplo, la desregulación de los tipos de interés, la eliminación de los controles sobre asignación de créditos bancarios, la apertura de la banca, el aumento de la competencia en el sector financiero, la desregulación de los mercados de valores y la plena convertibilidad de las divisas) sin las adecuadas previsiones institucionales puede generar graves crisis financieras y crear riesgos sistémicos. Por lo tanto, los mercados emergentes necesitan una mayor, y no una menor, intervención pública, destinada a incrementar el volumen de inversión productiva y, por tanto, el crecimiento.

Y es que, la naturaleza irreversible de la inversión productiva supone que la política monetaria (incluyendo las tasas de cambio) debería dirigirse a procurar una estabilidad creíble a las empresas: concretamente, un tipo de interés real reducido y estable y una tasa de cambio real competitiva, apoyada por incentivos fiscales apropiados. La efectiva liberalización requiere, de una parte, la eliminación de las restricciones a las transacciones de mercado y, simultáneamente, la puesta en marcha de nueva reglamentación y disposiciones legales sobre los intermediarios financieros: estas últimas deberían no sólo evitar la fragilidad bancaria sino también amortiguar los shocks de los balances de las empresas.

Debería darse prioridad al desarrollo de un mercado de obligaciones a largo plazo, ya que no sólo proporcionaría capital para el crecimiento a largo plazo a un coste real razonable, sino que también estabilizaría las expectativas de la tasa de cambio y permitiría a las autoridades monetarias intervenir eficazmente para amortiguar los ciclos macroeconómicos causados por shocks externos.

## **4.2 Sobre la Guerra de Divisas**

La teoría económica defiende la devaluación o depreciación de la moneda como solución a problemas de crecimiento. Esto se debe a que; 1) reduce el precio de las exportaciones encareciendo las importaciones para impulsar el PIB; 2) puede traer como consecuencia una reducción de las tasas de interés abaratando el financiamiento al estado y; 3) dada la distorsión por la reducción de los precios los bienes se encarecen causando inflación que busca regresar a la condición previa a la devaluación. Para una economía que tiene esas necesidades podría ser una solución plausible.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) se ha encargado de elaborar artículos, manuales y toda clase de material auxiliar que demuestre a los países miembros por qué deben asumir sus “recomendaciones”. Ha establecido, desde su creación, el orden mundial que ellos consideran óptimo.

La guerra de divisas es una decisión de política monetaria del estado. No es consecuencia, sino la causa de lo que puede suceder si se intenta manipular el mercado. Devaluar con la creación de más billetes no es la panacea, el análisis va más allá de lo que parece.

La depreciación llevada a cabo por todas las economías en su conjunto pauperiza el dinero al reducir la utilidad marginal de los nuevos medios de pago, genera un *moral hazard* en el sistema financiero y apostilla la primera piedra de una burbuja financiera y productiva. La ventaja competitiva que obtiene la economía que deprecia su divisa sólo dura hasta que se compensa la rebaja del tipo de interés con el tipo de cambio, cuando el flujo de capitales cesa. Esto, desde el lado monetario, desde la óptica productiva, dicha burbuja se frena en cuanto los costes de los factores de producción se actualizan a la nueva situación generada tras la depreciación. empero, no se espera a que sea el propio dinamismo del mercado el que equilibre esta situación en un entorno de alta movilidad y con el sano arbitraje, sino que las restantes economías, creyendo que protegen sus exportaciones cuando las encarecen si se nutren del exterior, proceden a depreciar su divisa. Así, los mismos pauperizadores efectos que se viven en el exterior se traen al mercado interno.

Lo que, al final, genera es un puenteo en los mercados financieros. Artificialmente reducidos los tipos de interés del país que primero depreció, su apalancamiento aumenta. Este mismo proceso se repite en el resto de economías que se introducen en la guerra de divisas. El excesivo apalancamiento de todas ellas unido al equilibrio de las divisas a la baja, acaba por reducir en todas ellas (a distintos niveles) los tipos de interés pero equilibrar los mismos a través de los tipos de cambio. Aun así, la ventaja competitiva de los negocios ha quedado muy mermada porque el coste de financiación ya no es menos oneroso en uno u otro país si se observa desde un punto de vista dinámico y en cuanto formamos parte de un sistema con división internacional del trabajo y se acude a economías que no entran en la guerra de divisas – caso de Brasil – los negocios ahora excesivamente apalancados ven incrementar el coste de algunas de sus materias primas, a la par que ven que ya no

acceden a capital foráneo y la ventaja con el exterior, vía exportaciones, se ha reequilibrado. Por ello, se está sedimentando también, la primera señal que estallará la burbuja crediticia en la economía.

Se han producido múltiples devaluaciones que ni han fomentado aún más su economía exportadora (difícil que siguiera creciendo), ni el bajo tipo de interés ha devenido en un aumento de la velocidad del dinero (al encontrarse el canal obstruido en una situación de trampa de la iliquidez) y lo que sí ha ocurrido es que el sistema ha entrado en una situación de crisis crónica. Demostrando cómo la depreciación no puede ser considerada como salida de la crisis por sus efectos monetarios sino que crea un espejismo de crecimiento en el corto plazo que va afectando a todos los niveles de la producción y la inversión.

Quizá una buena combinación de agentes económicos, como los derivados, que funcionan como cobertura al riesgo pudieran disminuir el problema. Pero igual sería necesario calcular el pago de las primas de riesgo y evaluar si no es muy costoso, así como inculcar la cultura financiera en la población Mexicana.

Por lo pronto, queda demostrada la ineficiencia de la depreciación masiva, su inutilidad, los desequilibrios que genera y la escasa utilidad, de cara al mercado financiero, que la depreciación tiene para la economía cuya divisa se ve depreciada.

Estímulos monetarios basados en resultados cuantitativos no demuestran una mejoría en el sistema debido a la falta de análisis cualitativo. Únicamente se busca mejorar el empleo, aunque no se miden factores estacionales o estructurales que en verdad mejoren la economía global.

La guerra de divisas no nos hará salir de la crisis. Depreciar la moneda sólo esquiva la crisis, la posterga en el tiempo siguiendo el ciclo auto destructivo en el que los sistemas monetarios modernos (con la base de la teoría de Friedman) se encuentran inmersos. Una persistente estrategia de llevar los problemas a futuro hasta un gran colapso final.



La función del dinero como depósito de valor se pervierte, se genera un perverso incentivo para el sistema financiero y para la estructura productiva (que ve cómo sus ineficiencias serán solventadas a través de ulteriores depreciaciones) que convierte la economía que pauperiza su moneda en un enorme laboratorio de destrucción de riqueza. Además, si bien los efectos de la depreciación pueden reflotar en el corto plazo la industria exportadora, son efectos inocuos que rápidamente los absorbe el dinamismo del mercado. Por el lado financiero, los ajustes se producen a gran velocidad equilibrando vía tipos de cambio las fluctuaciones en los distintos tipos de interés. Por otro lado, los desajustes de la economía real son corregidos vía repunte de precios (ya sea por el envilecimiento de la moneda, sea por el aumento de coste de materias primas foráneas, sea por ambos).

Y es que, este nacionalismo monetario keynesiano (como lo bautizó Hayek) acaba incluso resultando contradictorio. Esto lo observamos con los tenedores de deuda norteamericana. En el largo plazo, la rebaja de los tipos de interés (subida del precio del bono americano) ha atraído muchísimo capital extranjero (sobre todo chino) a dicho mercado. Es decir, en la actualidad, la mayor parte de la deuda americana en manos de no residentes se encuentra en china. Quien es el mayor tenedor de futuros del oro. Situación que pone en riesgo todo el sistema monetario internacional cuando sea la hora de liquidar vencimientos.

Por todo, la guerra de divisas es inocua de cara al exterior. Sólo sufrirá el tejido exportador del país que no deprecia su divisa si la ventaja competitiva no tenía fortaleza suficiente o si, aun teniéndola, el desajuste es tan inmenso que se ve forzada a adaptarse.

Por ello, la ley de Say funcionará mejor y más rápido será el proceso de ajuste (y más si venimos de un largo periodo de déficit exterior como España) cuanto más libertad exista en el mercado. Cuanto más flexible sea el sistema más inmune será frente a las artimañas monetarias del vecino; impidiendo que éste traslade de manera estructural sus desajustes a la economía exterior. Por el contrario, el vecino sufrirá inevitablemente un proceso de burbuja al destrozarse el valor de su moneda.

Por ello, la guerra de divisas no debe preocupar a nuestras exportaciones, debe preocupar a todo el sistema debido al efecto en el largo plazo (generando un ciclo) que provoca. Es éste, y no otro, el verdadero problema que subyace. Una huida hacia delante y hacia el gran colapso final. Sólo con más libertad, con rendición individual de responsabilidades y con un dinero sano y óptimo se evitan estos problemas.

La experiencia nos dice que el más óptimo a tal fin, el que realmente es un buen dinero y protege a la sociedad, es el patrón oro.

El entusiasmo mostrado por los mercados financieros ante la devaluación del yen es un juego cuya suma es cero. Lo que ganan unos, significa pérdidas para todos los demás. La guerra de divisas constituye una política encaminada a empobrecer al vecino.

Incluso el ex presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha aceptado que el Banco Central de Estados Unidos podría haber hecho más para combatir la crisis financiera del país y que los había un exceso de la confianza que ha provocado derrumbes como el del 2008. Ha aceptado que el Banco Central estaba en una situación política difícil porque podría ser acusado de rescatar indebidamente a las instituciones financieras. Siendo él un académico que plantea hipótesis, se dio cuenta de que no podía hacer eso porque los mercados no entienden las hipótesis.

La vieja ortodoxia dice que las monedas deben flotar y los mercados decidir, sin embargo el Banco de México debe establecer un régimen de flotación evitando que el precio del dólar baje del piso de equilibrio cambiario el cual se debe ajustar en función de las tasas de inflación mexicana y estadounidense, un régimen de libre flotación tampoco garantiza un nivel de reservas adecuado que permita establecer la paridad de equilibrio. (Calvo & Reinhart, 2000)

Recordemos que la guerra de divisas parece afectar únicamente a los productos terminados, pero también afecta a la cadena productiva. Especialmente cuando se compran materias primas de un lugar, se ensamblan en otro y el sistema de distribución se encuentra en otro país. Lo mismo sucede con los servicios.

Algunos hablan de la dolarización, sin embargo dolarizar cuando los vecinos no lo hacen puede generar problemas de balanza de pagos (Rodríguez, 2004). Las crisis cambiarias provienen de mercados financieros subdesarrollados por lo que la dolarización contribuiría a brindar mayor estabilidad. Sin embargo eso implicaría asumir los problemas de las otras economías que se integren, como es el caso de España y Grecia en la Unión Europea. Al dolarizar, tanto deuda interna como externa se homogeneizan bajo el mismo patrón, pero puede presentarse relajamiento de la disciplina fiscal por esta razón, que podría ser contraproducente para la economía y causar como efecto el incremento en el riesgo y la tasa de interés generando inestabilidad económica.

En mi opinión, el crecimiento de un país no se debería dejar a la suerte de los demás. Se necesita de un mejor control y mayor perspectiva a los eventos que suceden y alternativas que permitan revestir el progreso de la nación, promoviendo instrumentos y políticas que permitan el desarrollo económico.

## **BIBLIOGRAFIA**

---

- Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2000). A simple model of monetary policy and currency crises. *European Economic Review*, 728-738.
- Anguita, J. P. (2003). *Argentina's Economic Crisis and the Viability of Currency Boards*. Madrid: Universidad Computense de Madrid.
- Anguita, J. P. (2004). *El Debate Sobre el Tipo de Cambio para las Economías Emergentes*. Madrid: Universidad Computense de Madrid.
- Aparicio, J. F., Vega, C. G., González, C. R., & Correa, E. (2007). *La Liberalización Financiera en América Latina: efectos sobre los mercados financieros locales*.
- Bank for International Settlements. (2010). *Report on global foreign exchange market activity in 2010*. Basel, Suiza.
- Bergsten, F., & Gagnon, J. E. (2012). *Currency Manipulation, the US Economy, and the Global Economic Order*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 30.

- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). *Fixing for your life*. Cambridge: Working Paper Series.
- Caramazza, F., & Aziz, J. (1998). *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990's*. FMI.
- Cline, W. R., & Williamson, J. (2010). *Currency Wars?* Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Correa, E. (1998). *Liberalización y Desregulación Financiera en México*. México, DF: UNAM.
- Corsetti, G., Kuester, K., & Müller, G. J. (2011). *Tipo de Cambio Flotante, Tipo de Cambio Fijo y Transmision de la Política Fiscal*. Chile: Economía Chilena.
- Currency War Has Started *The Wall Street Journal*
- Duttagupta, R., Fernández, G., & Karacadag, C. (2006). *Transición hacia un tipo de cambio flexible ¿Cómo, cuándo y a qué ritmo?* Temas de Economía Fondo Monetario Internacional.
- Dziobek, C., & Pazarbas, C. (1998). *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. FMI.
- Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *National Bureau of Economic Research* , 56.
- FitzGerald, V. (2007). *Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico: Una Visión Crítica*. Universidad De Oxford.
- FitzGerald, V. (2007). *Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico: Una Visión Crítica*. *Universidad de Oxford* , 24.
- Ganapolsky, E. J. (2003). *Optimal Fear of Floating: The Role of Currency Mismatches and Fiscal Constraints*. Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Guzman, G. R., Santiago, B. M., & García, C. M. (2004). El Tipo de Cambio Flexible y la Política Monetaria en México: 1995-2003. *Revista Latinoamericana de Economía* , 15.
- Latter, T. (1997). *La Elección del Régimen de Tipo de Cambio*. México D.F.: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Lusting, N. (2001). Life is not Easy: Mexico's Quest for Stability and Growth. *The Journal of Economic Perspective* , 85-106.
- Macias, A. M. (2003). Tipo de cambio y paridad del poder de compra en México. *Comercio Exterior* , 12.

- Martner, R. (2000). Estrategias de Política Económica en un Mundo Incierto. 167.
- Marull, F. (2000). *Crisis Cambiarias: A survey*. Argentina: Universidad Católica Argentina.
- Masson, P., Obstfeld, M., & Mundell, R. (2000). One World, One Currency: Destination or Delusion? *One World, One Currency: Destination or Delusion?* (pág. 23). Economic Forum.
- Menger, C. (1871). *Principles of Economics*.
- Mishkin, F. S. (2010). *Moneda, Banca e Instituciones Financieras*. Pearson.
- Moral, E. M. (2004). *An Early Warning System of Currency Crises for the Latin American Region*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- North, G. (2012). *Mises on Money*. Alabama: Mises Institute.
- Petersen, A. G. (2010). *"Guerra de Divisas" y el Proteccionismo S XXI*. México, D.F.: INDUMEX.
- Rickards, J. (2011). *Currency Wars*. New York: Penguin Group.
- Rico, D. R. (2002). *La Banca Mexicana 1989-2005*. México, D.F.: Instituto Politécnico Nacional.
- Rivero, J. L., & León, J. L. (2002). *Crisis Cambiarias: La Complejidad De la Identificación Empírica*. Departamento de Economía Aplicada, Universidad de Oviedo.
- Rodríguez, L. C. (2004). Mercado de Divisas y Crisis Cambiaria; ¿dolarizar, la solución? *Economía y Desarrollo* .
- Sánchez, A. H., Moral, E. M., & Otero, J. V. (Enero de 2000). Modelos de Crisis Financieras. Madrid, España.
- Santos, P. R. (2005). *Teoría y Política Monetaria y Bancaria*. México, D.F.: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Stiglitz, J. E. (2002). *El malestar en la globalización*. Madrid.
- Taleb, N. N. (2010). *The Black Swan*. Random House Trade Paperbacks.

## Gráficos

---

ILUSTRACIÓN 1 INGRESO INTERNO BRUTO REAL .....	14
ILUSTRACIÓN 2 (PIB) ANUAL A PRECIOS CORRIENTES EN DÓLARES.....	15

ILUSTRACIÓN 3 PIB TOTAL ANUAL A PRECIOS CORRIENTES DE AMÉRICA LATINA (%) .....	16
ILUSTRACIÓN 4 INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, ENTRADA NETA DE CAPITAL (MILLONES DE DÓLARES).....	17
ILUSTRACIÓN 5 INFLACIÓN.....	20
ILUSTRACIÓN 6 REAL BRASILEÑO.....	40
ILUSTRACIÓN 7 YEN JAPONÉS .....	41
ILUSTRACIÓN 8 RESERVAS INTERNACIONALES DE CHINA .....	42
ILUSTRACIÓN 9 APRECIACIÓN DEL YUAN CHINO.....	43
ILUSTRACIÓN 10 PARIDAD EURO/DÓLAR AMERICANO .....	45
ILUSTRACIÓN 11 TASA DE DESEMPLEO.....	47
ILUSTRACIÓN 12 ECONOMÍA MEXICANA .....	49
ILUSTRACIÓN 13 INVERSIÓN EXTRANJERA EN BONOS EN MILLONES DE PESOS.....	50
ILUSTRACIÓN 14 PESO ARGENTINO .....	57
ILUSTRACIÓN 15 GDP ARGENTINA EN MILLONES DE DÓLARES.....	58
ILUSTRACIÓN 16 VARIACIÓN ANUAL.....	60