Documento No. 17

Tipos de Cambio Flotantes y Desliz Cambiario: Las Experiencias de Algunos Países en
Desarrollo

Por

Guillermo Ortiz y Leopoldo Solís

Enero, 1980.

Las ideas contenidas en el presente ensayo son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan la posición del Banco de México, S.A.

Tipos de Cambio Flotantes y Desliz Cambiario: Las Experiencias de Algunos Países en Desarrollo

Por

Guillermo Ortíz y Leopoldo Solís*

1. Introducción

Este trabajo trata sobre la experiencia que en materia cambiaria han tenido recientemente algunos países en desarrollo, a dos niveles: en primer término, se discuten las razones por las que una flotación libre del tipo de cambio no constituye una alternativa viable de política cambiaria para la mayoría de los países en desarrollo; en segundo lugar, se examina la experiencia histórica de Brasil, Colombia, Chile y Argentina con tipos de cambio deslizantes, y la de México e Israel con tipos de cambio flotante. La parte final contiene una breve reflexión sobre los efectos de la flotación de las monedas de los principales países industriales sobre los movimientos del tipo de cambio real en países de América Latina.

Este tema es particularmente relevante, ya que varios países latinoamericanos han intentado recientemente reformas de liberalización financiera, basadas en los modelos teóricos de Gurley, Shaw y McKinnon y en las experiencias históricas de algunos países asiáticos (como Korea y Taiwan). que los intentaron durante los años sesenta y principios de los setentas.

Aunque los programas de reforma financiera tuvieron un éxito indudable en estos países, las actuales condiciones de la economía mundial han presentado serios problemas a los países latinoamericanos que han intentado dichas reformas.

---

* Banco de México, S. A.

2. Tipos de cambio flotante: Convertibilidad y Control Monetario.

Son pocos los países en desarrollo que han optado por un sistema de tipo de cambio flexible. Una razón importante es, desde luego, que prácticamente ningún país en desarrollo reúne las características que le permitirían adoptar dicho sistema.

Los tres criterios básicos que determinan la posibilidad de adopción de un tipo de cambio flotante son: a) el grado de apertura de la economía; b) convertibilidad de la moneda; y c) mercados financieros suficientemente desarrollados.

El criterio de apertura fue introducido a la literatura económica por McKinnon (1963), quien propuso que mientras mas abierta al comercio sea una economía, mayor es la proporción de los bienes comerciables internacionales en la canasta de bienes y servicios consumida y, por lo tanto, será mayor la necesidad de que el signo monetario doméstico guarde una relación estrecha con los precios de dichos bienes (que son fijados internacionalmente). La eficacia de la unidad monetaria doméstica dependerá entonces del dominio de acción de esa moneda; en el caso extremo de una economía completamente abierta, los agentes económicos preferirían realizar contratos denominados en moneda extranjera si el valor de la moneda doméstica experimentase fluctuaciones en términos de los bienes comerciables. De aquí que, fijar la paridad de la moneda del país a una unidad monetaria de mayor uso, amplía el dominio efectivo y la utilidad del signo monetario doméstico para realizar sus funciones de medio de cambio, acervo de valor y unidad de cuenta.

¿Por qué es la libre convertibilidad una condición necesaria para que una moneda pueda flotar efectivamente?. Una moneda suficientemente convertible permite a los operadores de departamentos de cambio de bancos comerciables y casas especializadas, tomar posiciones abiertas en divisas, para realizar y operar ambos: el mercado SPOT y el mercado a futuros. La existencia de un mercado a futuros vigoroso es importante para asegurar la estabilidad de un sistema flotante mediante la acción de especuladores con

expectativas regresivas –esto es, aquellos que esperan que el tipo de cambio se mueva alrededor de un nivel de equilibrio de largo plazo. Este último punto está íntimamente relacionado con el tercer determinante de las condiciones para una flotación libre.

El tercer criterio se relaciona con la estabilidad del mercado cambiario en un régimen flotante. Si un país posee mercados financieros desarrollados e integrados al mercado internacional de capitales, en el corto plazo, el tipo de cambio estará determinado por las condiciones de equilibrio en los mercados financieros. Por lo tanto, la estabilidad del mercado cambiario, en dicho plazo depende de la estabilidad de los mercados financieros; de manera que, países con mercados de capital bien integrados pueden considerar la alternativa de flotar el tipo de cambio en el corto plazo. Este enfoque de “cartera” para la determinación del tipo de cambio ha sido explorado extensamente en la reciente literatura económica en el contexto del “enfoque monetario a la balanza de pagos”^{1/}.

Supóngase, por ejemplo, que un déficit incipiente en la balanza de pagos inicia una tendencia de la moneda a depreciarse. Si los mercados financieros funcionan eficientemente, se originará un diferencial de tasas de interés a favor del país deficitario, que se traduciría en una entrada de capitales de corto plazo, impidiendo que la moneda siga depreciándose y asegurando la estabilidad de la flotación del tipo de cambio (de manera alternativa el ajuste puede realizarse a través de mercado a futuros como se detalla mas adelante).

Si, por otra parte, un país no posee un mercado de capitales desarrollado, la oferta y demanda de divisas estará determinada por flujos corrientes de comercio internacional y la estabilidad del mercado cambiario dependerá de las conocidas condiciones de Marshall-Lerner: si la suma de las elasticidades de las importaciones y exportaciones en el corto plazo es menor que 1, el mercado cambiario será inestable bajo un régimen flotante. Esto es así porque un déficit en balanza de pagos se traducirá en un exceso de demanda de divisas a la tasa de cambio original, presionando hacia abajo el valor de la moneda nacional. Así, si

las condiciones arriba mencionadas no se cumplen, el déficit en balanza de pagos no será corregido en el corto plazo y la tendencia del tipo de cambio a depreciarse continuará, lo que implica, en principio, inestabilidad en el mercado cambiario ^{2/}

Sin embargo, para mantener un tipo de cambio flotante, se requiere mas que el solo hecho de tener libre movilidad de capital. Las expectativas de los especuladores con respecto al tipo de cambio “normal” deben ser básicamente regresivas; esto es, los especuladores deben tener en mente un tipo de cambio de equilibrio de largo plazo determinado por condiciones de poder adquisitivo al cual debe tender eventualmente el tipo SPOT. De nuevo, si una depreciación inesperada del tipo de cambio ocurre, los especuladores deben anticipar una apreciación eventual a niveles normales y, consecuentemente, el tipo de cambio futuro debe moverse por encima del SPOT. Este tipo de expectativas regresivas son consistentes con un comportamiento estable de los precios frente a variaciones de corto plazo en el tipo de cambio. Así, el nivel de los precios no debe experimentar fluctuaciones en respuesta a variaciones de corto plazo en el tipo de cambio. Por su parte, la estabilidad de precios requiere que los agentes económicos confíen en que las autoridades monetarias preservarán el valor doméstico de la moneda en términos de poder adquisitivo; esto es, que el gobierno no seguirá políticas altamente inflacionarias o deflacionarias por períodos prolongados de tiempo ^{3/}

Un compromiso por parte del gobierno para mantener precios estables en el largo plazo es por tanto necesario para asegurar la estabilidad del mercado cambiario. Por otro lado, la posibilidad de realizar dicho compromiso depende en gran parte de consideraciones políticas y de la capacidad del gobierno de implementar programas de estabilización domésticos.

La mayor parte de los países en desarrollo limitan la convertibilidad de sus monedas cerrándose (desde un punto de vista técnico) la opción de adoptar un tipo de

---

^{1/} Véase, por ejemplo, el volumen (1976-3) del Scandinavian Journal of Economics, y la discusión en Branson y Papaefstratiou (1977).

^{2/} Ver el trabajo de S. Black (1976).

^{3/} McKinnon (1979).

cambio flotante. Pero aun en ausencia de controles cambiarios, una inflación doméstica alta y variable, destruye la noción de tipo de cambio de equilibrio de largo plazo que pueda ser útil a los especuladores para formar sus expectativas. En una flotación libre, las fluctuaciones del tipo de cambio experimentadas por economías financieramente maduras. Esto resulta bastante aparente en las recientes experiencias con tasas de cambio flotantes, que se discutirán en detalle mas adelante.

Prácticamente todos los países en desarrollo han optado por alguna combinación de paridad ajustable o deslizando. Esta última variante, la paridad deslizando, ha sido adoptada principalmente por países semi-industrializados que han seguido objetivos inflacionarios distintos de aquellos de países mas industrializados. Los países que hasta ahora han implementado una paridad deslizando son: Chile, Colombia, Uruguay, Argentina, Perú, Israel, Portugal, Bangladesh y Viet-Nam del Sur ^{3/}. Casi todos estos países que han ensayado con sistemas deslizantes, mantienen monedas inconvertibles y poseen sistemas financieros insuficientemente desarrollados como para permitir una flotación libre del tipo de cambio ^{4/}

Por otra parte, la mayor parte de estos países han adoptado sistemas deslizantes mas con el objeto de neutralizar los efectos externos de seguir objetivos inflacionarios propios, que de facilitar ajustes en la balanza de pagos. Esto es, la motivación detrás de permitir el desliz del tipo de cambio ha sido básicamente el de evitar los efectos nocivos de devaluaciones crónicas y problemas estructurales de balanza de pagos, a los que políticas deflacionarias de estabilización convencionales no pueden ser aplicadas sin incurrir en altos costos económicos y políticos. En vez de discutir en mayor detalle la naturaleza de estos costos asociados con devaluaciones fuertes –que son bien conocidos-, conviene repasar brevemente la experiencia histórica de cuatro países latinoamericanos, Brasil, Chile, Colombia y Argentina, que han experimentado durante largos períodos de tiempo con sistemas de tipo de cambio deslizando.

---

^{3/} Williamson (1979), p. 36.

^{4/} Recientemente, Uruguay, Chile y Argentina han liberalizado sus mercados de divisas.

3. El Sistema de Paridad Deslizante.

Empecemos por hacer una descripción más exacta de lo que significa un sistema de paridad deslizante. Las dos características básicas de una paridad deslizante se reflejan en las palabras que constituyen el término ^{5/}. Primero, los países aceptan el compromiso de defender un cierto vínculo o valor a la par. Segundo, el desliz implica variaciones graduales en la paridad, realizadas a pequeños intervalos, en contraposición con las abruptas alzas ocasionales características del sistema de paridad ajustable.

Recientemente se hizo un análisis de la diferencia entre sistemas de paridad deslizante “pasivos” y “activos” ^{6/}. Un desliz “pasivo” del tipo de cambio significa que el gobierno ajusta la tasa de cambio “ex post” a cualquiera que resulte ser la diferencia del ritmo de inflación con respecto al resto del mundo. Por otra parte, se emprende una política de desliz activo cuando la autoridad monetaria da a conocer con antelación cuál será el ritmo de devaluación monetaria en los meses siguientes, ritmo que puede diferir de la experiencia inflacionaria reciente. Esta clasificación también está ligada a un razonamiento específico de política económica: un movimiento pasivo se relaciona con lo que se ha denominado economía “reprimida en el aspecto financiero” ^{7/}, en donde la inflación secular progresiva e incierta está asociada con las restricciones impuestas sobre el comercio exterior y sobre los tipos de interés y los procesos financieros internos. En contraste, un desliz activo implica el propósito definido del gobierno de liberalizar tanto el comercio exterior como el sistema financiero y de controlar la inflación ^{8/}. Teniendo presentes estas diferencias, procedemos a analizar los casos específicos por países.

---

^{5/} Williamson, 1979.

^{6/} McKinnon, 1979.

^{7/} McKinnon, 1973, Shaw, 1973.

^{8/} Lo que McKinnon llama un movimiento “pasivo” corresponde al que se estudia en la literatura, mediante el cual el tipo de cambio en cualquier momento dado es el resultado, de la actuación pasada de cualesquiera variables que se escogieron en la fórmula. Un movimiento activo es “un vínculo móvil de variable de decisión”, producido por un objetivo gubernamental.

3.1 Colombia.^{9/}

En el caso de Colombia, la adopción de una política de paridad deslizando fue consecuencia de una crisis de balanza de pagos. A finales de 1966, a raíz de que el precio internacional del café se había estancado durante varios años, Colombia había agotado sus divisas y sus acreedores de Nueva York se negaban a extenderle más préstamos a menos que el gobierno aceptara aplicar un programa de estabilización y que firmara un convenio de derecho de giro con el FMI. Como es costumbre, el primer paso que se debía dar de acuerdo con el programa del Fondo era devaluar substancialmente la moneda. No obstante, el gobierno rehusó seguir las instrucciones del Fondo, y decidió imponer en su lugar un estricto régimen de control de cambios y restringir severamente las importaciones. Con estas disposiciones se evitaron los efectos negativos de una fuerte devaluación, permitiendo a la economía salir adelante mediante el racionamiento de divisas, al gobierno iniciar un proceso gradual de devaluación. Aunque el desliz cambiario colombiano no se mueve de acuerdo con ninguna fórmula preestablecida, no se puede clasificar esta política como un “desliz activo” puesto que se anuncia con anticipación el objetivo de devaluación.

El objetivo principal de las autoridades colombianas con respecto a la política cambiaria era promover exportaciones de productos tradicionales. Como en otros países en desarrollo, las autoridades colombianas pensaban que el crecimiento económico estaba limitado por la escasez de divisas, y en virtud de que las perspectivas de los precios del café no parecían ser muy prometedoras, la única alternativa era diversificar las exportaciones. El resultado obtenido a este respecto ha sido sumamente impresionante. Las exportaciones de bienes manufacturados aumentaron de 12.1 % del total de exportaciones de 1970 a 38.1 % en 1973, el período durante el cual el ajuste provocó la mayor devaluación real. En varios estudios se ha explorado la sensibilidad a cambios en los precios de las exportaciones no tradicionales; en especial, Díaz-Alejandro (1976) encontró una elevada elasticidad-precio para productos manufacturados y, en vista de que la paridad deslizando ha servido como un instrumento eficaz para devaluar en términos reales, se le ha atribuido gran parte de los logros alcanzados en este renglón.

---

^{9/} Esta encuesta está basada en M. Urrutia (1979) y Díaz-Alejandro (1976).

El rápido crecimiento de las exportaciones de manufacturas también ha contribuido notablemente a evitar ciclos económicos de “pare-siga” al disminuir la inestabilidad de los tipos de cambio efectivos y la variabilidad de las disponibilidades de divisas que estuvieron dominadas por las variaciones en el precio del café. Asimismo, existe amplia evidencia de que el crecimiento de las exportaciones tuvo un impacto favorable en el resultado de la evolución global de la economía, particularmente por el lado del empleo.

Sin embargo, los colombianos se han enfrentado a graves problemas de administración monetaria en los últimos años. En períodos de rápida inflación interna, el ajuste cambiario ha seguido un ritmo inferior al de los años de menor inflación, aumentando así el diferencial de los tipos de interés reales con respecto al resto del mundo y atrayendo entradas de capital a corto plazo que, a su vez, aceleran el crecimiento del medio circulante y estimulan la inflación. Por otro lado, los altos precios que el café ha registrado en años recientes, junto con las remesas crecientes de exportaciones ilegales han producido un sobrante de divisas que ha contribuido aun más a activar las presiones inflacionarias. Todo esto ha dado como resultado una situación muy peculiar: el tipo de cambio del mercado negro de Colombia ha sido inferior al tipo de cambio oficial del período comprendido de 1975 a 1979.

3.2 Brasil.^{10/}

Desde 1968, el gobierno brasileño aplicó el sistema de “minidesvalorizacoes” (minidevaluaciones) con el propósito principal de desalentar movimientos de capital especulativos que anticipaban devaluaciones importantes. Antes de 1968, las autoridades brasileñas devaluaron el cruzeiro en intervalos aproximados de un año (las devaluaciones generalmente excedían del 15 %), generalmente entre octubre y febrero. Aunque en esa época existían estrictos controles de cambio, la calendarización de los pagos por concepto

---

^{10/} Esta sección está basada en R. Fendt (1979) y E. Bacha (1979b).

de importaciones y exportaciones de mercancías constituían mecanismos de especulación difíciles de controlar.

El nuevo régimen cambiario logró reducir notablemente los movimientos de capital al aumentar los costos de las transacciones en el mercado cambiario. Otro beneficio que se derivó de las minidevaluaciones fue hacer del crédito externo una alternativa viable a largo plazo para los inversionistas brasileños, opción con la que anteriormente casi no se podía contar en vista de la incertidumbre cambiaria que prevalecía. Al igual que en el caso de Colombia, el sistema brasileño de paridad deslizante ha tenido un gran éxito en la promoción de exportaciones. Además de los efectos positivos de las minidevaluaciones asociados con la disminución de la incertidumbre cambiaria ^{11/}, las exportaciones brasileñas han crecido más rápido que el comercio mundial después de 1968.

Con respecto a los efectos inflacionarios del desliz el consenso es que cuando aumenta la frecuencia de las devaluaciones se advierte un impacto más rápido sobre los precios, pero, por otra parte, se reducen las expectativas inflacionarias. Además la indización de los tipos de interés y de los salarios formaba parte de la política económica brasileña aun antes de que se formalizara la adopción de la paridad deslizante, por lo que ha sido importante asegurar coeficientes de indización adecuados, con el fin de evitar una espiral inflacionaria. Los brasileños han tenido algunos problemas al respecto desde 1974; estos problemas han sido provocados en gran parte por el impacto de los precios del petróleo y por la inestabilidad de los tipos de cambio mundiales, situaciones que han deteriorado los objetivos gubernamentales de crecimiento doméstico y estabilidad externa.

En años recientes se ha incrementado notablemente el gasto público en términos reales, lo que aumentado al encarecimiento del precio del petróleo, ha empeorado considerablemente la balanza comercial. En una economía en donde los tipos de interés, de cambio y los salarios se relacionan con la inflación pasada, y en donde el gasto se ha elevado en respuesta a la crisis mundial, es de esperarse un efecto explosivo en la tasa inflacionaria que actualmente está llegando a un ritmo anual del 80%. En virtud de que el

---

^{11/} Ver, por ejemplo, el escrito de Coes (1979).

precio del tipo de cambio y la oferta monetaria están parcialmente indizados, no se pueden anticipar importantes efectos de las devaluaciones sobre la balanza real. El resultado es que se ha incorporado un sesgo inflacionario incorporado al sistema.

Pasando a un contexto de más largo plazo, el problema que actualmente se plantean las autoridades brasileñas es el de buscar una política de transición hacia un ritmo de crecimiento económico condicionado por el incremento de los precios del petróleo. La estrategia es reducir la demanda agregada si afectar en forma adversa la oferta y tratando de pagar progresivamente el servicio de la deuda externa. Recientemente se ha considerado a la maxidevaluación como una medida que puede ser válida para ambos objetivos; no obstante, los costos políticos parecen ser demasiado altos por el momento, y es probable, se siga empleando el sistema de minidevaluaciones. Los importantes déficits comerciales que ha venido sufriendo Brasil en la década de los 70, se han financiado con entradas de capital a largo plazo que han sido alentadas por el otorgamiento de garantías gubernamentales. El sistema actual de indización de tipos de interés, empero, ocasiona disparidades frecuentes entre las tasas reales domésticas e internacionales, induciendo, nuevamente, movimientos desestabilizadores de capital. El Banco Central de Brasil ha ido implantando un sistema de operaciones depósito-crédito (similar al que se utilizó en México en 1977), mediante el cual los créditos contratados en el exterior por particulares pueden depositarse en dicha institución e intercambiarse por un crédito en cruzeiros. Los depósitos pueden retirarse a los 30 días, y el Banco Central absorbe los costos por concepto de interés (externo) y riesgo cambiario. Si la tasa de interés doméstica es lo suficientemente baja y/o existen expectativas de devaluaciones substanciales, existe el incentivo de endeudarse en el exterior utilizando el sistema arriba mencionado con fines especulativos, lo que tiene graves efectos desestabilizadores de corto plazo. En los meses de agosto y septiembre, el índice de precios al mayoreo ha crecido 6 y 8% respectivamente, mientras que el índice correspondiente a Estados Unidos ha crecido a una tasa mensual promedio de 1%, de manera que las devaluaciones han promediado 5% en estos dos meses. En consecuencia, las expectativas inflacionarias (y de devaluación) se han reforzado recientemente, provocando movimientos especulativos y reforzando este proceso, ya que el Banco de Brasil se ve presionado a seguir devaluando substancialmente.

3.3 Chile. ^{12/}

A partir de 1965, Chile ha aplicado dos veces el sistema de paridad deslizante. La primera ocasión fue entre abril de 1965 y julio de 1970, y el segundo período comprendió de octubre de 1973 a junio de 1979. Los dos períodos comparten algunas características: además de emplear ajustes frecuentes en el tipo de cambio, ambos duraron casi cinco años y se establecieron en períodos de graves desajustes en la balanza de pagos y de presiones inflacionarias de gran magnitud. No obstante, difirieron en el papel que se asignó al tipo de cambio, en la estabilidad de la política y en el criterio que se usó para definir la modificación de la tasa real.

El período de 1965 a 1970.

No sorprende que la adopción del sistema de paridad deslizante en Chile haya sido provocada por desajustes de la balanza de pagos, las considerables devaluaciones anteriores (en 1962 y 1963) abrieron el camino a una intensa escalada de la inflación (del 10 por ciento en 1962 a casi el 50 por ciento en 1963 y 1964). Cuando subió al poder el gobierno de Frei en 1965, se dio a conocer un nuevo programa que tenía por objeto reducir la inflación y promover el crecimiento de exportaciones no tradicionales, y se empezó a aplicar el desliz cambiario en abril de 1965, conservando, empero, el sistema anterior de tres niveles: una tasa de cambio a futuro (para el volumen de operaciones comerciales), un tipo de cambio SPOT (para las empresas mineras importantes) y una tasa de “corretaje” (para el turismo y diversos servicios).

La principal variable que determinaba los ajustes del tipo de cambio nominal fue el ritmo de inflación interna; el objetivo era mejorar el poder adquisitivo del peso, reduciendo la tendencia creciente del endeudamiento externo y compensando una reducción intencional en el nivel promedio de protección comercial.

---

^{12/} Esta sección se basa en Ffrench-Davis (1979) y McKinnon (1977).

También la política cambiaria se dirigió a limitar la transmisión de la inestabilidad de los precios del cobre a la economía nacional: es decir, en épocas de alza de precios del cobre el ajuste seguiría un ritmo más lento y viceversa. Después de 1967, en virtud de la considerable elevación del precio del cobre y el incremento en la participación de los ingresos del gobierno, la balanza de pagos registró un excedente importante; esta situación también indujo entradas de capital a corto plazo, alentadas por las mayores tenencias de reservas (con la consecuente ampliación en la capacidad de pago de Chile) y por una política de expansión crediticia relativamente restringida. Evidentemente, se ejercieron fuertes presiones sobre el gobierno para fijar el tipo de cambio, pero las autoridades monetarias lograron elevar el tipo de cambio real “pari-passu” al ritmo inflacionario nacional; por lo menos durante este período, el objetivo de la balanza de pagos no substituyó al objetivo del poder adquisitivo como la fuerza más importante detrás de los movimientos del tipo de cambio.

El período de 1973 a 1979.

La situación era realmente crítica: la inflación había llegado a una tasa anual de 300% y la balanza de pagos continuaba deteriorándose rápidamente. Semanas después del golpe militar de septiembre, el gobierno anunció una nueva política económica, dirigida básicamente a reducir la intervención pública en la economía; los tipos de cambio se devaluaron hasta 300%, con el propósito de lograr una tasa de cambio real similar a la que prevaleció en 1970.

Los tipos de cambio se siguieron ajustando con una frecuencia similar a la primera experiencia con el sistema de paridad deslizante; sin embargo, en vista de que la tasa inflacionaria en 1974 fue diez veces superior a la inflación media de 1965 a 1970, las devaluaciones nominales medias fueron muy amplias; hubo movimientos que alcanzaron el 18 por ciento, y, en dos semanas, el efecto acumulativo de dos abruptas alzas fue de 40% (en marzo de 1975). A pesar del grave curso de la situación de la balanza de pagos, se procedió a liberalizar importaciones a un ritmo vigoroso; el arancel nominal medio se

redujo de 67 a 38 por ciento en menos de dos años. Las devaluaciones reales compensaron la baja media de las restricciones nominales, y ambos factores se combinaron para garantizar una protección efectiva más amplia a las exportaciones. El sector externo registró un incremento de 74 por ciento en las exportaciones no tradicionales de 1974 a 1976 (que cubrió el 30% de la pérdida del valor de las exportaciones de cobre en virtud de la caída de precios) y una declinación drástica de las importaciones debido a la baja de la demanda agregada que a su vez fue ocasionada por las austeras medidas impuestas por el gobierno. Por lo tanto, se alcanzó una situación comercial con el exterior mas equilibrada pero el desempleo urbano ascendió a 20 por ciento (marzo de 1976), la producción industrial cayó 25% aproximadamente, y el PNB per capita decreció 14 por ciento en 1975.

La mejoría gradual de la balanza de pagos tanto con una tasa inflacionaria mensual creciente provocaron una caída en el tipo de cambio real, y las autoridades decidieron modificar repentinamente la política cambiaria: en junio de 1976, el escudo se revaluó 10 por ciento. A pesar de la revaluación, la balanza de pagos continuó mostrando un buen desempeño, y el peso fue revaluado nuevamente en marzo de 1977, con la esperanza renovada de controlar el ritmo inflacionario.

En 1978, la inflación se redujo a 30 por ciento, y el gobierno optó por un desliz cambiario “activo” para 1979 anunciando un programa de ajustes diarios durante todo el año. La tasa compuesta anual de devaluación que se aplicaría sería de 14.7%, similar al ritmo inflacionario que se anticipaba para ese año. En el primer semestre de 1979, empero, la inflación en lugar de decrecer, empezó nuevamente a subir, y el gobierno concluyó prematuramente el desliz del escudo en junio del mismo año, fijando el tipo de cambio. En la actualidad, todavía no resulta claro lo que sucederá con la política cambiaria en el futuro, en vista de las presiones inflacionarias que aun subsisten, aun cuando la balanza de pagos sigue firme y se espera que el ritmo de crecimiento de la economía, que en 1978 fue de un 7% sea similar este año.

3.4 Argentina.^{13/}

Argentina realizó un primer intento de desliz cambiario en 1971, aunque este primer experimento sólo duró unos cuantos meses. Desde principios de 1972 hasta el primer trimestre de 1976 los argentinos ensayaron una gran cantidad de combinaciones de política cambiaria tales como sistemas duales y múltiples, desliz anunciado y no anunciado, tipo de cambio fijo y devaluaciones masivas. A raíz de la reforma financiera de 1977 las autoridades monetarias decidieron ensayar lo que en este documento se ha llamado un desliz “activo” del tipo de cambio que comenzó en, mayo de 1978.

A principios de 1978, la economía argentina se encontraba en una recesión mientras que la inflación seguía a niveles de 3 dígitos. Sin embargo, la posición externa había mejorado considerablemente ya que durante los dos años anteriores se registró un superávit en balanza de pagos, que unido a movimientos de capital hacia adentro, estaba produciendo un rápido incremento en las reservas internacionales. Dado el muy alto nivel de las tasas de interés domésticas (liberalizadas en 1977), los esfuerzos que el gobierno realizaba para restringir el endeudamiento externo –como exigir un mínimo de maduración de los créditos de 2 años- resultaban insuficientes.

En mayo de 1978 los argentinos intentaron una apreciación gradual del tipo de cambio en términos reales con el objeto de reducir el impacto del sector externo en el proceso de expansión monetaria. Esto se realizó bajo un sistema de flotación manejada, que vino a reemplazar al sistema de desliz pasivo que se estaba aplicando hasta entonces, consistente en devaluar ex post de acuerdo a diferenciales de inflación previas. En los primeros 11 meses después de que la nueva política se puso en práctica, se logró una apreciación real del peso argentino del 25%.

La política de apreciación gradual del tipo de cambio consiguió disminuir la inflación en los 4 primeros meses en que se puso en práctica; sin embargo, en los siguientes

---

^{13/} Esta sección se basa en Martirena-Mantel (1979) y Y. Maroni (1979).

4 meses volvió a sus niveles anteriores. La tasa anual del índice del costo de la vida, base diciembre a diciembre, fue de 170% en 1978, comparado con 160% en 1977.

Diversos factores contribuyeron al sostenimiento de altas tasas inflacionarias. Uno de ellos fue que el déficit fiscal del sector público, que se había reducido substancialmente de 1975 a 1977 (del 16% PNB al 5.5%), volvió a crecer en 1978 debido a que la recesión económica afectó los ingresos del gobierno mientras que los gastos resultaron mayores que los programados. Otro factor fue que pese a la apreciación cambiaria en términos reales, el superávit en cuenta corriente y los ingresos de capital fueron mayores en 1978 que en 1977, y por lo tanto las reservas internacionales (y la base monetaria) continuaron creciendo.

Un tercer factor esta asociado con la reforma financiera de julio de 1977. Con la liberalización de las tasas de interés, el Banco Central adquirió el compromiso de pagar tasas de mercado sobre los depósitos legales, lo que resultó en grandes transferencias a la banca privada en 1978, aumentando su capacidad crediticia. Con el objeto de reducir estos pagos, el Banco Central disminuyó progresivamente el encaje legal de 44% en abril de 1978 a 25% en diciembre, pero la reducción de transferencias por concepto de pago de intereses se vio más que compensada por la liberación de recursos generada por la disminución del encaje.

En conclusión, los factores arriba mencionados aparentemente nulificaron el efecto anti-inflacionario de la política cambiaria, o por lo menos, generaron expectativas de rápido crecimiento en los precios que las apreciaciones reales del tipo de cambio no pudieron contrarrestar. Sin embargo, la actividad económica se recuperó durante 1978 y el desempleo, que había tendido a incrementarse en la primera parte del año, comenzó a reducirse rápidamente llegando en el primer trimestre de 1979 al nivel más bajo que se había registrado en 10 años (1.8% de la fuerza de trabajo).

A fines de 1978, las autoridades acordaron eliminar el depósito de reserva que previamente se requería mantener contra préstamos externos, y reducir el vencimiento mínimo de dichos préstamos de 2 a 1 año alentando los movimientos de capital hacia

adentro. Al mismo tiempo también se implantó un sistema de desliz activo con ajustes preanunciados del tipo de cambio, de los salarios y de los precios y tarifas del sector público. El calendario de las devaluaciones comenzaría a una tasa de 5.2% en enero, que se reduciría paulatinamente hasta alcanzar 3% en diciembre, mientras que los salarios y precios de tarifas de servicios públicos también se incrementarían a una tasa mensual decreciente. El equivalente anualizado de estos incrementos era substancialmente menor a la tasa inflacionaria de 1978 y el objetivo de este preanuncio consistía en convencer al público de que la inflación se reduciría en 1979.

Para reforzar el impacto de estas medidas sobre las expectativas inflacionarias, las autoridades también anunciaron un plan quinquenal de liberalización del comercio externo, reduciendo en mas de la mitad, el arancel máximo durante el período. Otro punto del programa preveía reducciones arancelarias adicionales para penalizar aquellas empresas que incrementasen precios excesivamente. Finalmente, se adoptó un programa fiscal que preveía una reducción gradual del déficit del sector público como porcentaje del PNB.

Sin embargo, en el primer semestre de 1979, la tasa mensual de inflación no disminuyó significativamente. El índice del costo de la vida se mantuvo del 8% mensual de Febrero a Mayo aunque en Junio volvió a ser de 10%. La tasa anualizada de inflación en primer semestre fue entonces de 168%, cifra similar a la del año anterior.

De nuevo varios factores explican la ineffectividad de las políticas adoptadas para disminuir el ritmo de inflación. En primer lugar, la expansión de la actividad económica que comenzó a fines de 1978 y se aceleró durante los primeros meses de este año, coincidió con un incremento de las entradas de capital externo y con una subida sustancial de los precios de las exportaciones argentinas que se reflejaron en un superávit sustancial en balanza de pagos. Además, los esfuerzos para restringir el gasto público se vieron frustrados por el hecho de que los incrementos anunciados de los precios y tarifas de empresas públicas resultaron menores que la tasa de inflación, por lo que se hicieron necesarias aportaciones adicionales por parte de la tesorería. Debe añadirse, desde luego

que como el resto de los países analizados, la inflación mundial a la primera mitad de 1979 tuvo un impacto adverso en la inflación argentina.

La apreciación en términos reales del tipo de cambio y la reducción gradual de la producción efectiva deben resultar en un incremento de las exportaciones que modere el eventual alza de precios. Si la industria argentina puede ajustarse a nuevas condiciones de competitividad, es posible prever un período de transición a una tasa menor de inflación sin que resulte seriamente afectado en nivel de actividad económica. Por otra parte, si las empresas argentinas no pueden incrementar eficiencia para poder competir internacionalmente y comienzan las quiebras múltiples, seguramente se generarán presiones que comprometerán el esfuerzo anti-inflacionario.

El costo de la flotación.

Al principio del trabajo se discutió por qué la flotación del tipo de cambio no es factible para la mayoría de los países en desarrollo. Ahora discutiremos la experiencia de dos países que han probado períodos de flotación casi libre: Israel y México, para concluir haciendo una evaluación de la forma en la que la flotación de las monedas de los principales países industriales ha afectado a los países latinoamericanos.

4.1 Israel. ^{14/}

El sistema de paridad deslizando se usó por primera vez en Israel en 1975, cuando se adoptó un límite bastante estricto sobre la magnitud de las devaluaciones mensuales (no deberían exceder el 2% y un mínimo de 30 días tenía que transcurrir entre cada ajuste). Este sistema se modificó gradualmente con el objeto de lograr una mayor flexibilidad y, en octubre de 1977, el nuevo gobierno anunció una importante reforma financiera que incluyó: a) la abolición de la mayoría de los controles cambiarios; b) la terminación del sistema múltiple de cambios abiertos mediante la eliminación de subsidios a las exportaciones y

---

^{14/} Esta sección está basada en Bruno y Sussman (1979a y 1979b).

aranceles a las importaciones; c) la flotación oficial de la libra israelí; y d) una gran devaluación inicial (próxima al 50 por ciento) que supuestamente compensaría a los exportadores por la eliminación de los subsidios directos.

Uno de los primeros efectos de la reforma fue, como era de suponer, un considerable aumento de los depósitos de moneda extranjera en los bancos locales. Para evitar la fuga de capital, el gobierno introdujo primero restricciones monetarias, pero para enero de 1978, esas restricciones fueron eliminadas, y el crédito total (tanto en moneda nacional como extranjera) aumentó a un ritmo bastante rápido de manera que la inflación se empezó a acelerar. En octubre de ese año, las autoridades monetarias invirtieron su política de desahogo monetario y aplicaron controles más firmes sobre los créditos bancarios; el elevado ritmo inflacionario de ese período causó una notable apreciación real del tipo de cambio y el total de las reservas de divisas aumentó considerablemente, a pesar del déficit de la cuenta corriente.

A principios de 1979, el gobierno procedió a introducir restricciones más estrictas sobre la contratación de préstamos a corto plazo en el exterior con el fin de frenar la entrada de divisas, liberando al mismo tiempo la política monetaria para evitar una contracción crediticia excesiva aunque la inflación ya llegaba a una cifra de tres dígitos. Sin embargo, las restricciones sobre la contratación de préstamos extranjeros y la intervención directa del Banco de Israel contribuyeron a una tasa de depreciación cambiaria aún mayor fue la tasa de inflación, de manera que este último período se caracterizó por una depreciación real (como se muestra en la Gráfica 1).

Gráfica 1

El período de inflación más elevada de Israel coincidió con la flotación de la libra. Según Bruno y Sussman, parte de esta etapa inflacionaria quizá pueda atribuirse a la devaluación mal programada que formó parte integral de la reforma iniciada por el nuevo gobierno, y a la deficiente administración de la política fiscal por parte del gobierno. Esta situación también pudo haber ocurrido bajo un régimen cambiario diferente; sin embargo, las amplias fluctuaciones del tipo de cambio real (ver Gráfica 1) muestran los problemas que se pueden encontrar cuando un déficit estructural a largo plazo requieren un tipo de decisiones, mientras que el funcionamiento del mercado libre a corto plazo determina otras. Los autores concluyen que una flotación pura con una intervención sólo nominal de las autoridades monetarias en los mercados de cambios sería inadecuada en un país semi-industrializado, que cuenta con un gran déficit estructural, como Israel.

4.2 México ^{15/}.

El peso empezó a flotar a raíz de la devaluación de 1976, la cual provocó una crisis generalizada en la economía mexicana. Aunque se anunció que la devaluación formaba parte de un paquete de medidas económicas, este paquete nunca se aplicó en su totalidad y el país sufrió una grave crisis financiera. Como secuela de la devaluación, la actividad económica se estancó, el país se mostraba desconfiado del desempeño de la economía, que estaba altamente endeudada (la deuda exterior del sector público se elevó súbitamente a 19,600 millones de dólares EE.UU. a fines de 1976, en comparación con 4,300 millones de dólares a fines de 1970), y se sentía inseguridad con respecto al futuro.

El primer efecto de la flotación fue, como era de esperarse, una brusca alza en el nivel de los precios. El índice de precios al consumidor, que había ascendido a un ritmo anual de 12.4% de enero a agosto, aumentó 1.8% en septiembre, 4.5% en octubre y 5.2% en noviembre. Naturalmente, a esto siguieron ajustes salariales y el medio circulante aumentó a un ritmo anual de 98.8% de septiembre a diciembre. En esa época, el panorama para 1977 aparecía francamente mal. Las predicciones más optimistas calculaban un ritmo inflacionario del 35 al 40% durante el año (y una depreciación correspondiente del tipo de cambio). No obstante, las políticas gubernamentales restrictivas aunadas a perspectivas más favorables después de los primeros meses de la nueva administración, lograron reducir substancialmente el ritmo inflacionario durante 1977. El índice de precios al consumidor aumentó 20% de diciembre de 1976 a diciembre de 1977, mientras que el índice de precios al mayoreo se elevó sólo 18.1% durante el mismo período.

La devaluación también dio como resultado una reducción substancial de la demanda agregada. La demanda de inversiones registró una fuerte caída en los meses que siguieron a la devaluación y las importaciones de bienes de capital también decrecieron ^{16/}. Las inversiones se contrajeron debido en parte a que las expectativas asociadas con el

---

^{15/} Esta sección está basada en Ortíz y Solís (1979 b).

^{16/} En 1977, según cálculos de contabilidad nacional la inversión total bruta disminuyó 8.3% en términos reales, en tanto que el consumo privado registró una leve baja. Para una mayor explicación de los efectos reductores de la devaluación mexicana sobre las inversiones, ver J. Córdoba y G. Ortíz (1979).

futuro del peso eran tales que la tasa de rendimiento sobre las inversiones en el extranjero parecía ser más atractiva que la nacional.

Otro efecto contraccionario de la devaluación sobre la demanda agregada se dio a través de la caída del ingreso real. Los mayores precios de los bienes comerciables internamente (y su efecto sobre los precios nacionales) dieron como resultado la caída del poder adquisitivo real de los balances monetarios y otros activos financieros mantenidos por empresas y familias. Este efecto de “liquidez” sobre las empresas fue importante: primero, produjo un notable aumento en la demanda de capital de trabajo para llevar a cabo el mismo número de transacciones, en virtud de que se había elevado el costo de los productos importados y de los salarios. Segundo, el costo financiero en moneda nacional del servicio de la deuda externa también sufrió una fuerte alza.

Un tercer elemento que contribuyó a la reducción de la demanda agregada fueron los problemas que enfrentó el sistema financiero para cumplir con su función de intermediario. La magnitud real del sistema bancario disminuyó, afectado seriamente por la falta de confianza en el futuro de la economía y por las fuertes presiones inflacionarias. Así, el crédito en moneda nacional resultaba caro y escaso mientras que la contratación de créditos en moneda extranjera representaba una empresa arriesgada para los prestatarios.

La incertidumbre cambiaria que prevaleció durante 1976 y 1977 afectó considerablemente a la estructura de pasivos del sistema financiero. El proceso de desintermediación financiera y de “dolarización” del sistema siguió un ritmo rápido desde principios de 1976, reflejándose en una disminución de los balances reales del sector financiero, en un incremento de la proporción de créditos denominados en dólares del 5.2% en 1975 al 19.4% en diciembre de 1976, y una salida de capital que se estimó en 2,500 millones de dólares.

Por “dolarización” entendemos un aumento del monto de transacciones reales y financieras denominadas en dólares con respecto a las denominadas en pesos para la economía en general. Un índice del grado de dolarización es la relación dólar/peso de los

distintos agregados monetarios; en julio de 1979, casi el 20% del total de depósitos en manos del público estaban denominados en moneda extranjera (Gráfica 2).

Gráfica 2

Tomando en consideración que México ha sido uno de los pocos países en el mundo en donde ha existido libre convertibilidad monetaria por décadas, tanto en cuenta corriente como de capital, y donde los precios no se han vuelto terriblemente inestables (por lo menos de acuerdo con los patrones latinoamericanos), la dolarización del sistema sólo puede explicarse en función del riesgo asociado con la incertidumbre cambiaria. ¿Por qué una cobertura a plazo no puede encargarse adecuadamente de este riesgo?.

Gráfica 3

En primer lugar, los mercados a futuro en pesos sólo existen en Chicago y Nueva York, en donde el volumen de transacciones efectuadas es muy pequeño (en comparación con las transacciones SPOT que se realizan en México), y en donde operan muy pocos individuos o compañías mexicanas (quizá debido a los altos costos de operación). En segundo lugar, los mercados a futuro del peso aún no se han desarrollado en México, y este factor es muy importante para explicar tanto la demanda de saldos en moneda extranjera por residentes mexicanos (a pesar de disfrutar de una moneda plenamente convertible) como el carácter impracticable de una “verdadera” flotación limpia.

En ausencia de un mercado de futuros activo (es decir, sin la influencia de la especulación estabilizadora), el tipo de cambio tenderá a sufrir fluctuaciones considerables bajo un régimen de tipo flotante; esto es precisamente lo que ocurrió en los primeros meses que siguieron a la devaluación de 1976 en México, antes de que el Banco Central empezara

a intervenir en el mercado para estabilizarlo (como se muestra en la Gráfica 3) ^{17/}. Por otro lado, la imposibilidad de obtener una cobertura adecuada para el riesgo cambiario, induce a individuos y empresas a mantener saldos en dólares.

¿Cuáles son los costos de este fenómeno de sustitución de divisas o dolarización?. Si se guardan los depósitos en bancos locales, no existe una pérdida real de reservas; no obstante, la demanda de moneda doméstica se vuelve inestable lógicamente y esto plantea graves problemas para el control monetario. Por otra parte, si la moneda nacional (no los depósitos) se sustituye por dólares, esto implica que se pierde el peso como el habitat monetario de México y se le pasa a los Estados Unidos el derecho de creación monetaria.

4.3 Tipos flotantes: el costo para Latinoamérica.

La flotación de las principales monedas internacionales a partir de 1973 ha planteado nuevos problemas para el comercio exterior y la balanza de pagos de los países en desarrollo. En un trabajo reciente, E. Bacha (1979) analizó las consecuencias de la flotación sobre la variabilidad del tipo de cambio real efectivo de cuatro países latinoamericanos: Brasil, Chile, Costa Rica y Guatemala. Afirma que uno de los principales problemas comunes a estos países asociados con la flotación mundial, no se deriva de las fluctuaciones de monedas a corto plazo, sino de la continua depreciación del dólar EE. UU. - tanto para los seguidores de la flotación como para los que han fijado el tipo de cambio. Los países de América Latina no alteraron sus políticas cambiarias a consecuencia de la flotación de las principales divisas. Se advierte asimismo, que a raíz de la flotación, la volatilidad de los tipos de cambio efectivos se puede deber a que un país no pueda estabilizar el tipo de cambio de su moneda con respecto al dólar o a los movimientos del dólar frente a otras divisas – es decir, un efecto doméstico y un efecto extranjero.

---

^{17/} Desde octubre de 1977, el tipo de cambio del peso/dólar se ha mantenido prácticamente fijo. Esto corresponde al segundo período de la Gráfica 3.

Los tipos de cambio efectivos reales no sufrieron importantes fluctuaciones durante el período de enero de 1969 a diciembre de 1978 en Brasil, Costa Rica y Guatemala. Chile, como se mencionó antes, es un caso totalmente diferente en virtud del cambio de gobierno ocurrido en 1973, de modo que el período de análisis de este país se inicia en 1974. Los resultados que Bacha obtuvo indican, empero, que el componente externo de la variabilidad del tipo de cambio es mucho más amplio durante el período de flotación (especialmente en Brasil y Costa Rica) (incluyendo 1971) que durante los años de 1969-70 y 72. El componente externo es especialmente extenso en 1973, pero su importancia también se manifiesta en 1974-75 y nuevamente en 1978.

En resumen, los tipos de cambio efectivos reales no han resultado seriamente afectados por los tipos de cambio flotantes de las naciones industrializadas. Los países en vías de desarrollo siguen políticas de cambio dirigidas a alcanzar objetivos nacionales: la diversificación de exportaciones, un ritmo de inflación determinado o un nivel de desempleo. Tanto los que utilizan la paridad fija como los que aplican el desliz han sido incapaces de compensar el impacto de la inestabilidad del dólar sobre los tipos de cambio efectivos. Es más difícil de comprobar, por otra parte, que los seguidores de la flotación han demostrado la misma impotencia que los países con tipo de cambio fijo para compensar las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar.

Aunque el predominio del dólar sobre el comercio exterior y los pagos ofreció alguna protección contra las fluctuaciones de las divisas en todo el mundo (medidas por la baja variabilidad global de los tipos de cambio efectivos), Bacha concluye que los países de América Latina parecen haber pagado un precio muy alto por esta protección- Importaron la inflación del dólar, pagaron precios mayores por los bienes industriales producidos fuera de la zona del dólar y, probablemente, sufrieron una pérdida en los términos de intercambio como consecuencia de la depreciación del dólar. Ahora está abierto a discusión el problema de si es aconsejable establecer la paridad cambiaria, ya sea móvil o fija, a una canasta de divisas en vez del dólar americano.

5. Conclusiones.

¿Ha funcionado el sistema de paridad deslizante?. Aunque de ningún modo son idénticas las experiencias de los países examinados, existen semejanzas interesantes. En primer lugar, estos países adoptaron políticas de paridad deslizante debido a desajustes de la balanza de pagos, ocasionados a su vez por el desequilibrio estructural asociado al proceso de crecimiento económico. Las experiencias anteriores que habían tenido con el círculo vicioso de inflación-devaluación-recesión no había permitido que se desarrollara un sector de exportaciones no tradicionales vigoroso. De ahí que una primera lección que se desprende de la experiencia de estos países es que el sistema de paridad ajustable que implica devaluaciones amplias y discretas parece ser la alternativa de política cambiaria a menos adecuada.

En segundo lugar, en todos los casos el sistema de paridad deslizante ha favorecido el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, evitando variaciones substanciales del tipo de cambio real (o por lo menos, estable que antes de que se adoptara dicha política). Apparently, el efecto más importante de la estabilización del tipo de cambio fue el disminuir el grado de incertidumbre sobre precios relativos, situación que permitió a los inversionistas contratar créditos extensos a largo plazo y definir una mejor estrategia de fijación de precios.

Un tercer punto se refiere a la administración del desliz cambiario. Pese a que el objetivo principal de la política cambiaria ha sido mantener la paridad del poder adquisitivo, las consideraciones de balanza de pagos casi siempre interfirieron con este objetivo. Resulta claro que, la política de paridad deslizante dejó de ser efectiva y tuvo dificultades cuando las autoridades trataron de utilizarla para mas de un fin. Sí se encauza el tipo de cambio hacia el objetivo del poder adquisitivo, no se puede utilizar simultáneamente para alcanzar, digamos, una meta en materia de reservas. También es evidente que el desliz cambiario no es un instrumento independiente de la política monetaria; si las autoridades adquieren el compromiso de defender una paridad –sea o no móvil- éste restringirá automáticamente el uso de la política monetaria.

Finalmente, vale la pena hacer hincapié en la experiencia de Chile y Argentina, países que adoptaron recientemente un desliz “activo” como parte de un paquete de liberalización financiera. Como se explicó en el texto, estos países se han enfrentado a problemas severos de manejo monetario de corto plazo, lo que les ha impedido alcanzar sus metas de estabilización de precios. Se pueden identificar dos fuentes potenciales de inestabilidad monetaria: primero, los flujos generados por el cambio de precios relativos entre activos domésticos y extranjeros; y segundo, los ajustes de cartera generados en respuesta a los erráticos y volátiles movimientos de tasas de interés en los nuevos mercados financieros no regulados.

Dado que uno de los objetivos básicos de las autoridades monetarias durante las etapas de la reforma financiera es que el mercado establezca los rendimientos de los activos financieros, esto ha resultado en muy fuertes incrementos en las tasas nominales de interés domésticas –debido también a la presencia de altas tasas de inflación. Mientras que estas altas tasas de interés nominales pueden resultar en tasas positivas de interés en términos reales, también han creado fuertes incentivos para que el público se endeude en el exterior o bien los extranjeros compren activos domésticos. Esta situación se puede dar por dos causas: en primer término el costo nominal de endeudarse en el exterior equivale a la tasa nominal de interés externa más la depreciación esperada del tipo de cambio; segundo, las reformas financieras empleadas por Chile y Argentina han comenzado con devaluaciones substanciales, lo que reduce la probabilidad y el tamaño de devaluaciones adicionales en el corto plazo. De esta manera, una vez que ocurra la depreciación inicial, la tasa esperada de depreciación que es relevante para cálculos de transacciones de capital de corto plazo generalmente declina, lo que implica un alto costo percibido de endeudamiento en moneda nacional versus moneda extranjera, por lo que conviene pedir prestado en el exterior. Esto es muy claro en los casos de Chile y Argentina en los que las diferenciales de tasas de interés han resultado en fuertes movimientos de capital hacia adentro.

Una segunda fuente de inestabilidad monetaria en el corto plazo se presenta cuando se eliminan totalmente los topes a las tasas de interés como parte de la reforma

financiera, como ocurrió en Chile y Argentina. La eliminación brusca de los controles en mercados relativamente “débiles” (donde el número de transacciones no es muy grande), resultó en tasas domésticas de interés demasiado “altas” y volátiles; además la diferencial entre tasas activas y pasivas ha sido substancial. Las elevadas tasas de interés han surgido obviamente debido a los efectos de altas tasas de inflación esperada, pero también de manera importante como producto del comportamiento no competitivo de los mercados financieros y de funciones de demanda de crédito relativamente inelásticas.

Estos problemas sugieren que una forma financiera puede conducir a condiciones inestables en el mercado financiero que dificultan enormemente el control monetario en el corto plazo. Parece aconsejable, entonces, proceder de manera gradual atendiendo especialmente a factores institucionales cuando se tienen en mente reformas financieras. El caso de Chile es particularmente ilustrativo: aunque durante mucho tiempo las autoridades han estado entregadas a un programa de liberalización económica total y el gobierno no incurre en déficits fiscales, el ritmo inflacionario todavía está fuera de control de las autoridades monetarias.

Por otra parte, hemos visto que la experiencia histórica limitada de Israel y México con tipos flotantes ha sido mas bien decepcionante. En ambos casos, se puede atribuir el proceso de substitución de divisas directamente a la incertidumbre en los tipos de cambio, asociada con la ausencia de un compromiso verosímil del gobierno para vincular la moneda. Desde la devaluación de 1976, México ha tenido un tipo de cambio oficialmente flotante; sin embargo, la paridad peso/dólar no se ha movido mucho en casi un año.

Esta política de “flotación fija” evolucionó a partir de dos consideraciones pragmáticas: la no viabilidad de una verdadera flotación (como lo demostró la breve experiencia de septiembre de 1976 a mayo de 1977), y la renuencia a establecer un tipo de cambio fijo en el que quizá no se creyera. Si oficialmente el peso estaba flotando, entonces se podrían manejar movimientos del tipo de cambio necesarios sin implicar los costos políticos y psicológicos de una nueva devaluación; Sin embargo, puede afirmarse que el sistema ha funcionado bien, aunque es vulnerable a brotes ocasionales de actividad

especulativa. En una forma peculiar, ha combinado la flexibilidad “oficial” de una flotación con las ventajas de una paridad fija.

REFERENCIAS

- Bacha, E. (1979 a), "Floating Rates in the 1970's: Perspectives from Latin America". Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects", ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.
- (1979 b), "Notes on the Brazilian Experience with Minidevaluations". Journal of Development Economics. (a publicarse en diciembre).
- Black, S. (1976), "Exchange Policies for Less Developed Countries in a World of Floating Rates", Essays in International Finance N°. 119, Princeton.
- Branson, W. y Papaefstratiou (1978), "Income Instability, Terms of Trade and the Choice of Exchange Rate Regime". Trabajo presentado en el seminario sobre "Developing Countries and the International Finance System", Fundación Ford/Banco de Barbados, Barbados, Enero.
- Bruno M. y Sussman, Z. (1979 a), "Exchange Rate Flexibility, Inflation and Structural Change: Israel under Alternative Exchange Rate Regimes", Journal of Development Economics. (a publicarse en diciembre).
- (1979 b), "Floating Versus Crawling: Israel 1977-1979 in Hindsight" Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects", ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.
- Coes, D. (1979), "The Crawling Peg and Exchange Rate Uncertainty". Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects", ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.

- Córdoba, J. y Ortiz G. (1979), "Contractionary Aspects of the Mexican Devaluation of 1976". Trabajo presentado en la reunión de la Eastern Economic Association, Boston Mass., Mayo.
- Díaz-Alejandro, C. (1976), Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia. N. B. E. R., Nueva York.
- Fendt, R. (1979), "The Brazilian Experience with the Crawling Peg". Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg; Past Performance and Future Prospects", ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.
- Ffrench-Davis (1979), "Exchange Rate Policies in Chile: The Experience with the Crawling Peg". Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects", ANPEC/Fundación ford, Río de Janeiro, Octubre.
- Maroni, Y. (1979), "Recent Innovation in Exchange Rate Policy in Latin America". Trabajo presentado en la XVI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, San José, Costa Rica, Noviembre.
- Martirena-Mantel, A. M. (1979), "Crawling Peg Systems and Macreconomic Stability: The case of Argentina 1971-1978". Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects", ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas", American Economic review, Septiembre.
- (1979), "Monetary Control and the Crawling Peg". Trabajo presentado en la conferencia sobre "The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects", ANPEC/fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.

Ortíz, G. y Solís, L. (1979 a), “Financial Structure and Exchange Rate Experience: México 1954-1977”, Journal of Development Economics, (a publicarse en diciembre).

------(1979 b), “Inflation and Growth: Exchange Rate Alternatives for Mexico”. Trabajo presentado en la conferencia sobre “The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects”, ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.

Shaw, E. (1973), Financial Deepening in Economic Development, Osford.

Urrutia, M. (1979), “Experience with the Crawling Peg in Colombia”. Trabajo presentado en la conferencia sobre “The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects”, ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.

Williamson, J. (1979), “The Crawling Peg in Historical Perspective”. Trabajo presentado en la conferencia sobre “The Crawling Peg: Past Performance and Future Prospects”, ANPEC/Fundación Ford, Río de Janeiro, Octubre.