

SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL – REGÍMENES MONETARIOS

Zbigniew Kozikowski Z.

Objetivos de aprendizaje

Después de tratar los temas seleccionados, el lector será capaz de:

- Enumerar las principales funciones del sistema monetario internacional.
- Esbozar la evolución histórica del sistema monetario internacional.
- Definir los diferentes regímenes cambiarios.
- Analizar la evolución del régimen cambiario de México.
- Distinguir entre el equilibrio macroeconómico interno y el externo así como la relación entre ambos.
- Apreiciar la importancia del tipo de cambio para el funcionamiento de la economía.
- Analizar los diferentes mecanismos de ajuste a un desequilibrio en la balanza de pagos bajo el patrón oro.
- Entender el concepto de reglas del juego y el significado de esterilización.
- Entender las causas de la crisis económica de los años 30's y el concepto de devaluaciones competitivas.
- Describir los orígenes y fundamentos del sistema Bretton Wood.
- Analizar las causas del derrumbe del sistema Bretton Wood y las implicaciones del mismo sobre la situación económica actual.
- Analizar ventajas y desventajas de la libre flotación vs. tipos de cambio fijos.

Esta introducción nos lleva a las finanzas internacionales, siendo al mismo tiempo un breve resumen del tema. El problema de ajustes en los desequilibrios en la balanza de pagos es importante para las finanzas internacionales, y necesario para despertar el interés del lector sobre las causas de las crisis recurrentes que azotan a todos los países, principalmente a los que están en vías de desarrollo.

¿Qué es el sistema monetario internacional?

El *Sistema Monetario Internacional* es un conjunto de arreglos institucionales para determinar los tipos de cambio entre las diferentes monedas, acomodar los flujos de comercio internacional y de capital, y hacer los ajustes necesarios en las balanzas de pagos de diferentes países.

Es un conjunto de instituciones y acuerdos internacionales que permite que la economía global funcione.

La globalización incrementa de manera acelerada los flujos internacionales de bienes, servicios y capitales, lo que aumenta la necesidad de instituciones que regulen y faciliten dichos flujos.

Finanzas Internacionales

VENTAJAS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

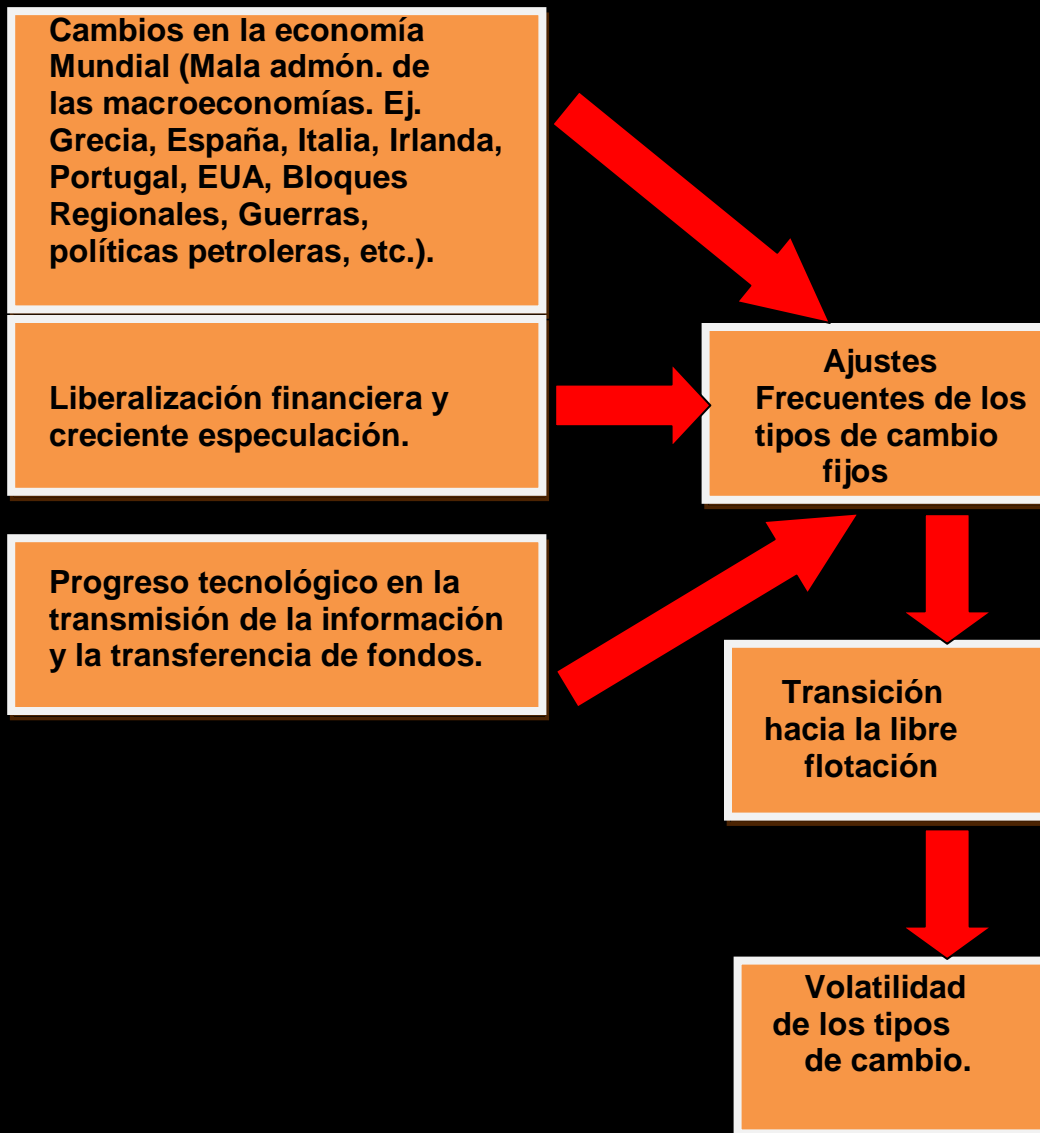


El hecho de establecer un Sistema Monetario Internacional, requiere de *un alto grado de cooperación entre los gobiernos de los principales países*. Requiere sacrificar parte de la soberanía nacional y subordinar los intereses nacionales en pos del bien común. La historia nos enseña que la cooperación favorece a todos los participantes, mientras que la búsqueda de un interés nacional egoísta los perjudica.

Durante los últimos 130 años existieron varios intentos de optimizar el Sistema Monetario Internacional. El análisis de los éxitos y fracasos de esos intentos nos dice claramente que *no existe una solución obvia y válida para todos*. El Sistema Monetario Internacional seguirá evolucionando para adaptarse mejor a las exigencias de la economía mundial en constante transformación. Mientras más rápidamente cambia la economía mundial, menor es por consecuencia la duración de cualquier arreglo internacional en materia de finanzas.

Después de 1973, los esfuerzos por crear un Sistema Monetario Internacional homogéneo perdieron ímpetu. La principal característica del sistema actual es que *no existe intervención Cooperativa en ningún sistema*. Diferentes países establecen reglas distintas en lo que se refiere a los regímenes cambiarios, el grado de apertura y la supervisión internacional. La característica principal de los mercados financieros internacionales en la actualidad es la *extrema volatilidad de los tipos de cambio*. El pronóstico de los tipos de cambio futuros es muy difícil, por lo que surge la **necesidad de administrar el riesgo cambiario**. (Comentar las velas japonesas, softwares especiales, etc.)

Finanzas Internacionales



Para cualquier país, la **divisa extranjera** es la moneda de otro país, siempre y cuando esta moneda sea *libremente* convertible en otras monedas en el mercado cambiario. Una vez derrumbado el sistema comunista, la mayoría de los países tuvieron monedas convertibles, con ciertas excepciones: Como lo fue Cuba, Corea del Norte, etc.

La **convertibilidad interna** significa que dentro del país es posible comprar y vender libremente diferentes monedas extranjeras. La **convertibilidad externa** significa que la moneda nacional se cotiza en los centros cambiarios fuera del país.

La convertibilidad de las monedas es muy importante para el comercio internacional y para la eficiencia económica de un país. Si la convertibilidad, el comercio se limitaría todo el sistema a un simple trueque de mercancías.

Finanzas Internacionales

Sin la convertibilidad, los precios internos están totalmente divorciados de los precios internacionales, por lo que el cálculo de la rentabilidad de los proyectos inversión resulta prácticamente imposible.

Cuando se derrumbó el sistema comunista, una de las tareas prioritarias de los nuevos gobiernos fue la de establecer la plena convertibilidad de las monedas nacionales. Aun con la moneda no convertible, las Leyes de Oferta y Demanda siguen funcionando, pero en el mercado negro de divisas que ha tendido a desaparecer.

Podemos establecer que el Tipo de Cambio es el precio de la moneda de un país en términos de la moneda de otro país. (Comentar sobre los Estados Financieros Consolidados y para efectos de *Translation*).

Una manera alternativa de cotizar el precio de una divisa en términos norteamericanos,, en la calle de dólares necesarios para comprar una unidad de moneda extranjera.

La forma más común de cotiza el tipo de dólar estadounidense (USD). Por ejemplo el TC 14.00 pesos en febrero del 2013 por cada dólar o bien 0.07142857 dólares por cada peso mexicano (dólares/peso), esto en términos norteamericanos.

El régimen de *tipos de cambio*, (**régimen cambiario**) es un conjunto de reglas que describen el papel que desempeña el Banco Central en la determinación del tipo de cambio. ¿Quién y cómo determina tipo de cambio?

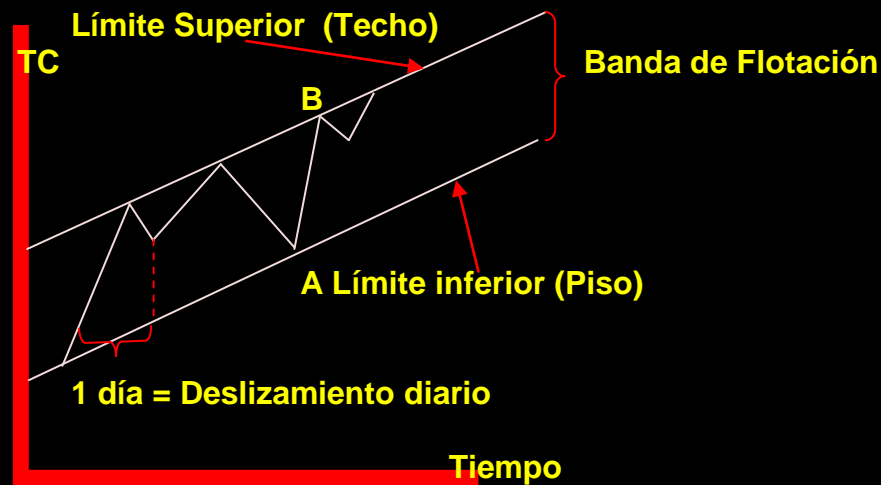
Si el tipo de **cambio es fijo**, se presenta cuando el Banco Central establece su valor en el mercado cambiario, como lo tuvo México durante décadas a 12.50 por cada dólar.

Si el tipo de **cambio es flexible**, es decir de libre flotación, es cuando el Banco Central no interviene en el mercado cambiario, permitiendo que el nivel del tipo de cambio se establezca como consecuencia del libre juego entre la oferta y la demanda de divisas.

El régimen de tipo de cambio *fijo* debería llamarse con mayor propiedad **tipo de cambio programado**, porque además del tipo de cambio realmente fijo, incluye también un tipo deslizante, o fluctuante, dentro de una banda fija o móvil.

Antes de la devaluación de diciembre de 1994 en el último año de Salinas de Gortari, el régimen cambiario en México era definido como *libre flotación dentro de una banda de deslizamiento diario programado*. Tanto el “piso”, como el “techo” de la “banda”, eran publicados al principio de cada año.

RÉGIMEN CAMBIARIO DE LA BANDA DE FLOTACIÓN



En cada momento, los límites “inferior” y “superior” de la banda de flotación, determinan los niveles de tipo de cambio que obligan a intervenir al Banco Central. En el punto “A”, por ejemplo, la moneda nacional se fortalece más de lo previsto y el Banco Central se ve obligado a comprar dólares en el mercado abierto para poder aumentar la demanda de divisas.

En el punto “B”, el dólar toca el límite superior obligando al Banco Central a vender, para evitar que se aprecie dicho dólar más de la cuenta. Mientras el tipo de cambio se mantiene dentro de la banda de flotación, la autoridad monetaria en nuestro caso Banxico no interviene y el tipo de cambio en un día concreto depende de los oferentes y demandantes de divisas. La pendiente de la banda de flotación se determina con base en la paridad del poder de compra, pero no en la inflación histórica, sino en la inflación esperada (o planeada) en los dos países. Un incremento del tipo de cambio de un día se llama *desliz* diario.

Lo esencial del Tipo de Cambio Fijo en la intervención obligatoria del Banco Central es para lograr algún nivel objetivo del tipo de cambio. El tipo de cambio de libre flotación **no excluye la posibilidad de intervención del Banco Central**, como lo es en el caso de México. Sin embargo, la intervención no es obligatoria y el Banco Central no tiene ningún compromiso con algún nivel específico del tipo de cambio. La autoridad monetaria (Banxico) deja que las fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio a largo plazo, pero interviene de manera esporádica para evitar fluctuaciones excesivas a corto plazo. Por ejemplo, suponga usted que toda la gente quiere comprar dólares, entonces Banxico debe comprar dólares muy caros para mantener una estabilidad en el mercado.

Finanzas Internacionales

Si las reglas de intervención del Banco Central en el mercado cambiario son claras y conocidas, estaríamos hablando de una *flotación administrada*. Son clásicos y de tenemos lo que se llama *intervención cooperativa*.

Las formas que asumen los regímenes cambiarios abarcan una amplia gama, que es lo que se conoce como Patrón Oro (el extremo de los tipos de cambio fijos), hasta el tipo de cambios de libre flotación. Entre los dos extremos existe una gran cantidad de regímenes híbridos (o mixtos).

La discusión sobre el régimen cambiario más adecuado para la economía de cierto país y para la economía mundial en su conjunto está muy lejos de haber sido concluida.

Desde 1973 se diseñaron e implantaron muchos regímenes cambiarios.

Sin embargo, el funcionamiento práctico de un régimen cambiario pues el muy diferente de las intenciones de sus creadores.

A diferencia de lo que usted puede concluir, los tipos de cambio “fijos” pueden tener fuertes variaciones a la vez que los “flexibles” pueden ser relativamente estables en el tiempo.

El *objetivo de controlar el tipo de cambio* es disponer de un mayor margen de maniobra en la Política Monetaria Macroeconómica. Para la mayoría de los países, el tipo de cambio es el precio más importante de la economía.

No debe extrañar a usted el afán de controlar el tipo de cambio, pero tampoco debemos olvidar que no todo lo que es deseable es al mismo tiempo posible.

¿Cuáles han sido los regímenes cambiarios vigentes, yendo desde los más rígidos hasta los más flexibles?

REGÍMENES CAMBIARIOS EN LA PRÁCTICA

1. **Moneda nacional pegada o adherida a otra moneda considerada “fuerte”.** Más de 20 monedas, están pegadas al dólar norteamericano. Éste régimen recuerda el patrón oro, con la diferencia de que el papel del oro está desempeñado por una moneda dura o sea una moneda de valor relativamente seguro.
2. **Moneda nacional pegada a una canasta de monedas de los socios comerciales más importantes.** Las monedas de Libia y de otros países están pegadas a los DGE (derechos especiales de giro). Las monedas de otros 30 países están pegadas a canastas de divisas confeccionadas a la medida.
3. **Flexibilidad limitada contra una sola moneda.** Las monedas de Arabia Saudita y Bahrein se mueven casi junto con el dólar.
4. **Flotación conjunta (joint float).** Las monedas de los países que forman el sistema monetario europeo se mueven contra otras monedas. Sus tipos de cambio en relación con el euro son fijas.
5. **Flotación dentro de bandas ajustables de acuerdo con un conjunto de indicadores.** (Chile, Colombia, Madagascar).
6. **Flotación administrada.** Más de 30 países están incluidos.
7. **Flotación libre (*Independent Float*).** Este grupo incluye más de 34 países, tales como Estados Unidos, Reino Unido, Australia, Japón, etcétera.

México tiene, como se sabe, una flotación libre, pero el Banco de México (Banxico) interviene el mercado cambiario de manera transparente, de acuerdo con las reglas descritas anteriormente. Por lo tanto, se le puede clasificar dentro del grupo 6 (Flotación Administrada) o bien dentro del grupo 7 (*Independent Float*). El objetivo de la intervención de Banxico no es llegar a algún “nivel de tipo de cambio objetivo”, sino mitigar las variaciones exageradas de la paridad de la moneda nacional en el corto plazo.

Por ejemplo, en la República de Chile, se pretende controlar la competitividad de su moneda mediante una banda de flotación que refleja la diferencia entre las tasas de inflación de este país y la de sus principales socios comerciales.

En el caso de los países en vías de desarrollo parece ser que las únicas opciones que tienen son la 1 (adherida a una moneda fuerte o bien la 7 (*Independent Float*). Para poder pegar la moneda nacional al dólar o cualquier otra moneda fuerte (Grupo 1), es necesario renunciar a la política monetaria independiente y sustituir el Banco Central por un *Consejo Monetario* (también conocido como Caja de Conversión).

Finanzas Internacionales

La principal ventaja de este régimen es la estabilidad (baja inflación, bajas tasas de interés) y la confianza.

Si existe un alto nivel de confianza, aunado a las bajas tasas de interés, se fomenta consecuentemente la inversión y el crecimiento económico. Su desventaja más importante es un menor margen de maniobra frente a los choques externos. Un Superávit en la Balanza de Pagos genera presiones inflacionarias y déficit, es decir Recesión.

Es el punto estratégico, la libre flotación (opción 7) permite una gran flexibilidad de la Política Fiscal y Monetaria, dado que en este régimen es el tipo de cambio el que desempeña el papel de la variable de ajuste. Su principal desventaja es una posible inestabilidad: una alta inflación, aunada a una gran variabilidad del tipo de cambio (*en la práctica, la libre flotación, al obligar a los gobiernos a aplicar políticas ortodoxas, genera mayor estabilidad macroeconómica de lo que se sugiere en la teoría. Cualquier error de política se refleja de inmediato en la depreciación de la moneda nacional, lo que conduce a la toma de medidas correctivas*).

En un país que persiguen Políticas Fiscal y Monetaria responsables y prudente, los resultados económicos por lo general son positivos, independientemente del régimen cambiario que el país en cuestión utilice.

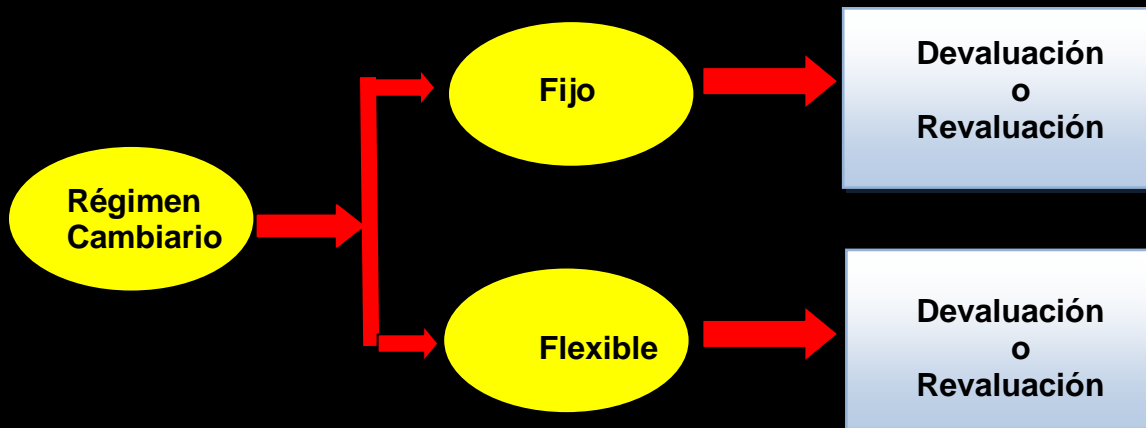
Ningún régimen cambiario funciona adecuadamente si no es acompañado por una Política Fiscal y una Política Monetaria responsables y prudentes.

La devaluación de la moneda nacional es un incremento del precio del dólar, o cualquier otra moneda, en términos de la moneda local, en un régimen de tipo de cambio fijo.

La devaluación es determinada por las autoridades monetarias, es decir el Banco Central. Es una decisión política.

Lo contrario a una devaluación es la revaluación. En un régimen de libre flotación, si la moneda pierde valor, se dice que se deprecia. Si gana valor, se aprecia.

DIFERENCIA ENTRE DEVALUACIÓN Y DEPRECIACIÓN DE UNA MONEDA



La devaluación y la depreciación tienen el mismo significado económico, es decir el debilitamiento de una moneda, pero mientras la **devaluación** es la consecuencia de una decisión política, mientras que la **depreciación** es el resultado de las fuerzas de mercado, a decir es la consecuencia de la oferta y la demanda de la moneda.

Por ejemplo, la depreciación del peso frente al dólar, es lo mismo que la apreciación del dólar frente al peso, pero los porcentajes de depreciación y de apreciación son diferentes debido al cambio de la base. Supongamos que el precio del dólar en México sube de \$11.00 a \$25.00, por lo tanto el dólar se apreció al 127.27% $[(25.00/11.00-1) \times 100] = 127.27\%$

Aunque la apreciación del dólar necesariamente implica la depreciación del peso, sería absurdo afirmar que el peso se depreció el 127.27%, ya que una depreciación del 100% significaría una pérdida total del valor.

Entonces, para calcular el porcentaje de depreciación del peso tenemos que contestarnos la siguiente pregunta ¿Cuál fue el valor original del peso? El valor original fue $1/11 = 0.090909$ El nuevo valor es de $1/25 = 0.04$, por lo tanto $[(0.04/0.0909)-1] = -0.56 = 56\%$ **negativo** es decir, el peso se depreció el 56% o que perdió 6 puntos más de la mitad de su valor original.

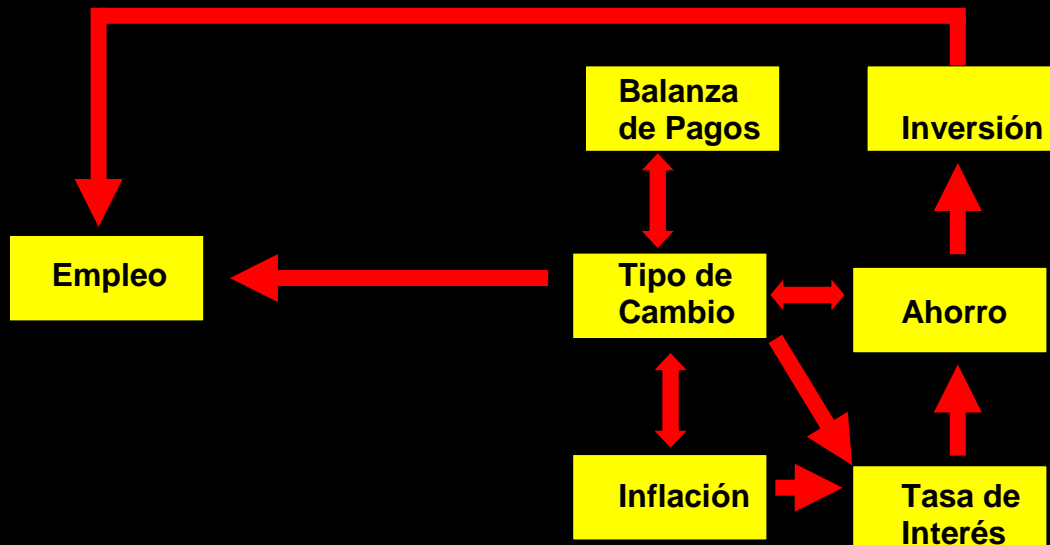
En una economía abierta, la Política Cambiaria está relacionada con los objetivos de la Política Macroeconómica. En términos generales podemos decir que el objetivo de las autoridades monetarias es lograr tanto el equilibrio interno como el equilibrio externo. Otro objetivo importante es tener como país un crecimiento económico alto y sostenido.

El **equilibrio interno** se alcanza cuando el pleno empleo de los recursos de un país coexiste con estabilidad de precios (pleno empleo y baja inflación).

Finanzas Internacionales

El *equilibrio externo* significa una posición sostenible de la cuenta corriente. El *equilibrio externo* puede darse en condiciones tanto de equilibrio de la cuenta corriente como en condiciones de déficit o superávit en ésta. Si existe déficit, éste debe ser fácilmente financiable, con un superávit correspondiente en la cuenta de capital. Si existe superávit en la cuenta corriente, éste no debe ser tan alto como para colocar a los socios comerciales en una situación de insolvencia. En una economía abierta de política cambiaria está en el centro de la política macroeconómica. Su conducción depende de las prioridades acerca de las variables tales como inflación, desempleo, tasas de interés, balanza comercial o el crecimiento económico.

VARIABLES QUE DETERMINAN EL TIPO DE CAMBIO



Hasta no hace más de 15 años, los Gobiernos se inclinaban por los tipos de cambio fijos porque aparentemente facilitaban el intercambio comercial, fortaleciendo la cooperación internacional, fomentando la estabilidad de precios, reduciendo la especulación desestabilizadora y aseguraban la disciplina de las políticas fiscales y monetarias.

La verdad es que los tipos de cambio fijos disfrazan los errores de la política económica, durante períodos prolongados que obliga a mantenerse alejados de su nivel de equilibrio, provocando desequilibrios externos y para su mantenimiento requieren de fuertes reservas de divisas para conducir, al final de cuentas, a ajustes bruscos y muy dolorosos para la ciudadanía.

Si bien los tipos de cambio flexibles, no son los ideales, cuando menos representan un mal menor.

ANTECEDENTES DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

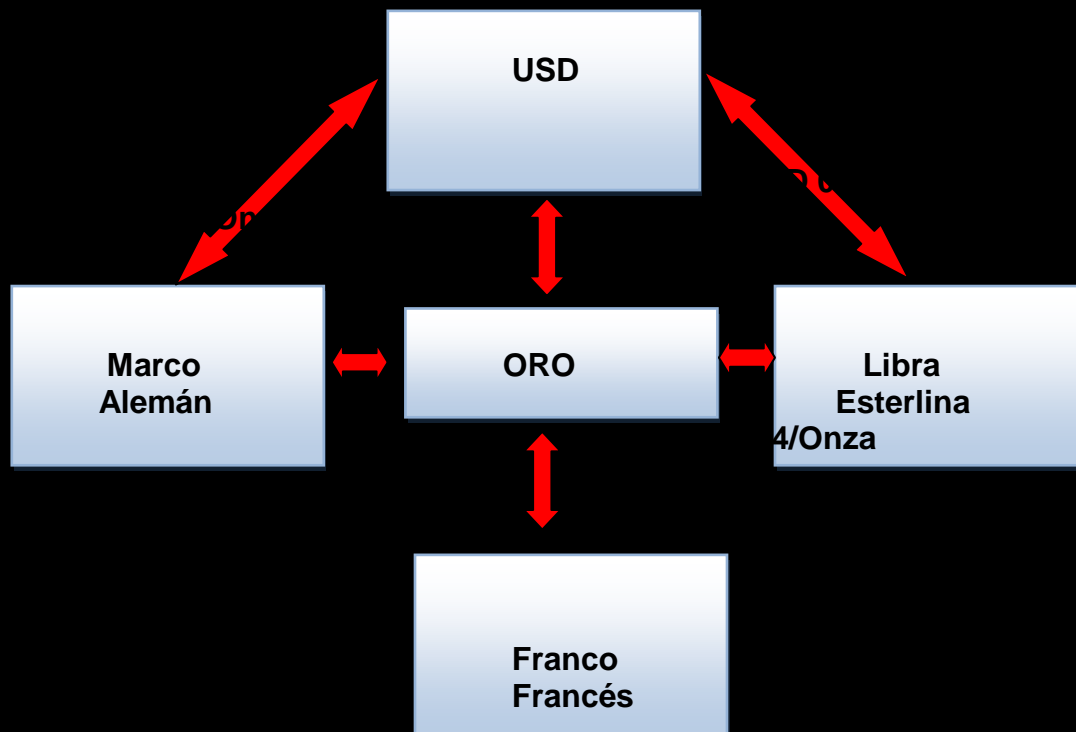
Período del Patrón Oro Clásico 1876-1913

En el período del patrón oro clásico, el comercio entre las naciones fue relativamente libre y los movimientos internacionales de capital no encontraban ningún tipo de restricción. Londres el centro indiscutible del comercio y las finanzas internacionales. Se decía que logró el monarca anónimo y la libra esterlina, el poder detrás del trono.

Cada país establecía el valor de su unidad monetaria en términos del oro. La convertibilidad de los billetes en oro era garantizada por los gobiernos. Los tipos de cambio entre diferentes monedas reflejaba la proporción entre las cantidades de oro contenidas en cada moneda.

La onza de oro era convertible en 20.67 dólares de los Estados Unidos y en 4.2464 libras esterlinas en la Gran Bretaña. Así, cada libra valía $20.67/4.2474 = 4.8665$ dólares y cada dólar valía 0.2055 libras esterlinas.

Con el patrón oro, la convertibilidad en oro de cada divisa garantizaba la convertibilidad entre todas las divisas



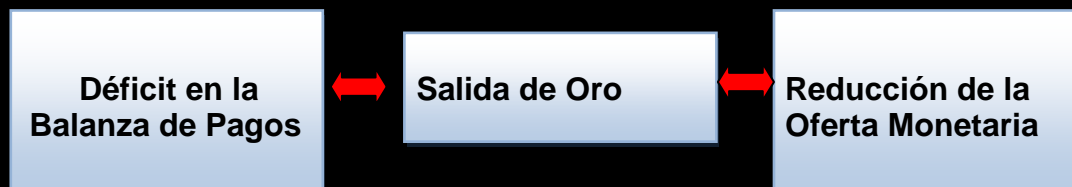
Finanzas Internacionales

De acuerdo con este sistema, la *cantidad de dinero que circulaba en cada país* (lo que denomina Oferta monetaria) estaba limitada por la cantidad de oro en manos de cada autoridad monetaria. El oro constituía lo que en lenguaje moderno se le conoce como *base monetaria*. El oro aseguraba el valor estable del dinero. La cantidad de oro a su vez estaba directamente relacionada con los resultados de la Balanza de Pagos.

Un Superávit en la Balanza de Pagos conducía a una entrada de oro y un incremento de la oferta monetaria.

Por contra, un Déficit en la Balanza de Pagos, provocaba una salida de oro y una reducción del circulante.

SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL – REGÍMENES MONETARIOS



Ajuste de los desequilibrios en la Balanza de Pagos bajo el Patrón Oro

El mecanismo de ajuste de los desequilibrios en la balanza de pagos bajo el patrón oro fue objeto de intensas investigaciones. Todos concuerdan en que el mecanismo de ajuste funcionaba de manera automática, pero existen controversias acerca de la forma en que funcionaba.

Para comprender las Finanzas Internacionales es necesario comprender diferentes visiones del proceso de ajuste.

El **primer mecanismo**, propuesto por los economistas clásicos, hace hincapié en la **relación de la balanza de pagos con la que tiene dinero en la economía, el nivel de precios y las tasas de interés**. A continuación se muestra la secuencia de acontecimientos durante el proceso de ajuste:

Supongamos que un país sufre un Déficit en la Balanza de Pagos, lo cual provoca una salida de oro, en la medida en que los extranjeros desean convertir los billetes del país en oro.

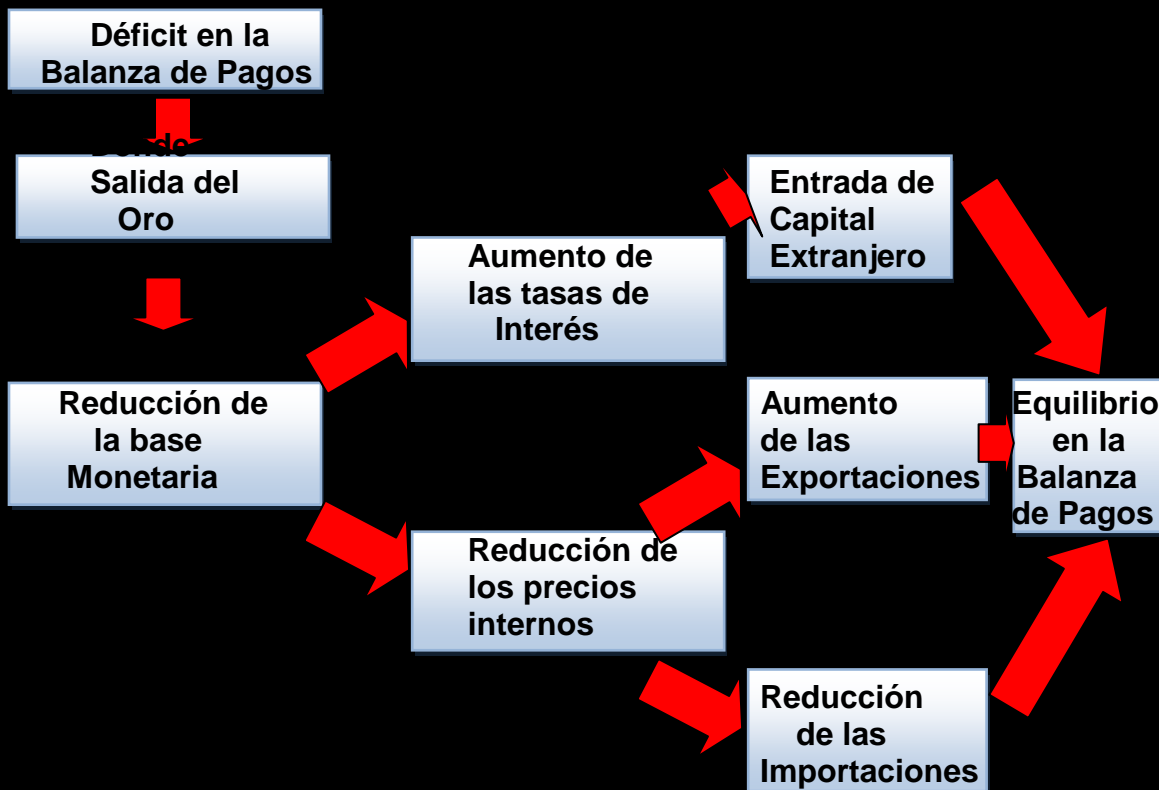
Finanzas Internacionales

Dado que el oro constituye la base monetaria del país, se reduce la cantidad de dinero en la economía. Esto tiene dos consecuencias:

- Por una parte se reducen los precios internos, al haber menos dinero en comparación con el Producto Interno Bruto del país.
- Por otra parte suben las tasas de interés, que representa el monto del dinero que ahora es más escaso.

Con la reducción del nivel de precios internos se mejora la competitividad internacional del país. Se abaratan sus exportaciones en los mercados externos, a la vez que se encarece las importaciones para el mercado interno. En consecuencia, al aumentar las exportaciones y disminuir las importaciones mejora la balanza comercial, la cuenta corriente y toda la balanza de pagos en general. Al mismo tiempo las altas tasas de interés atraen al capital extranjero corto plazo, lo que acelera el proceso de mejoramiento en la balanza de pagos, como se muestra a continuación:

AJUSTE AUTOMÁTICO DEL DÉFICIT DE LA BALANZA DE PAGOS BAJO EL PATRÓN ORO (Flujo en Especie-Precio)



Finanzas Internacionales

En el caso de un país con Superávit en la Balanza de Pagos, el proceso de ajuste funcionaría de manera inversa: entrada de oro, aumento de la base monetaria, aumento de los precios internos, reducción de las tasas de interés, etcétera.

Lo que acaba de describirse fue desarrollado por primera vez por *David Hume* en 1752, como parte de su crítica de las propuestas de los *mercantilistas*.

Los **Mercantilistas** argumentaban que era necesario introducir restricciones al comercio para evitar la salida del oro. Según ellos, la salida del oro empobrecía al país afectado. Los *mercantilistas* proponían restringir las importaciones y promover las exportaciones para acumular oro y así enriquecerse a costa de sus socios comerciales.

Hume demostró que este enfoque era absurdo, ya que la entrada del oro desencadena un proceso automático de ajuste al que él llamó “flujo en especie-precio”.

Según *Hume*, la riqueza del país no dependía de la acumulación de oro, como erróneamente sostenían los *mercantilistas*, sino de la capacidad de producción de bienes y servicios que sirven para satisfacer las necesidades de una población.

La ventaja del proceso de ajuste bajo el patrón oro es su carácter automático y su rapidez.

La desventaja del proceso de ajuste es que para que bajen los precios se hace necesaria una recesión (reducción de la actividad económica), lo que reduce el nivel de vida de la población del país obligando a ajustarse a un déficit en su balanza de pagos. En el vocabulario del Siglo XIX la palabra deflación (reducción del nivel de precios) era sinónimo de recesión.

La reducción de la base monetaria, provocada por la salida del oro, primero provoca una reducción de la actividad económica (recesión) y sólo después de una reducción de precios (deflación).



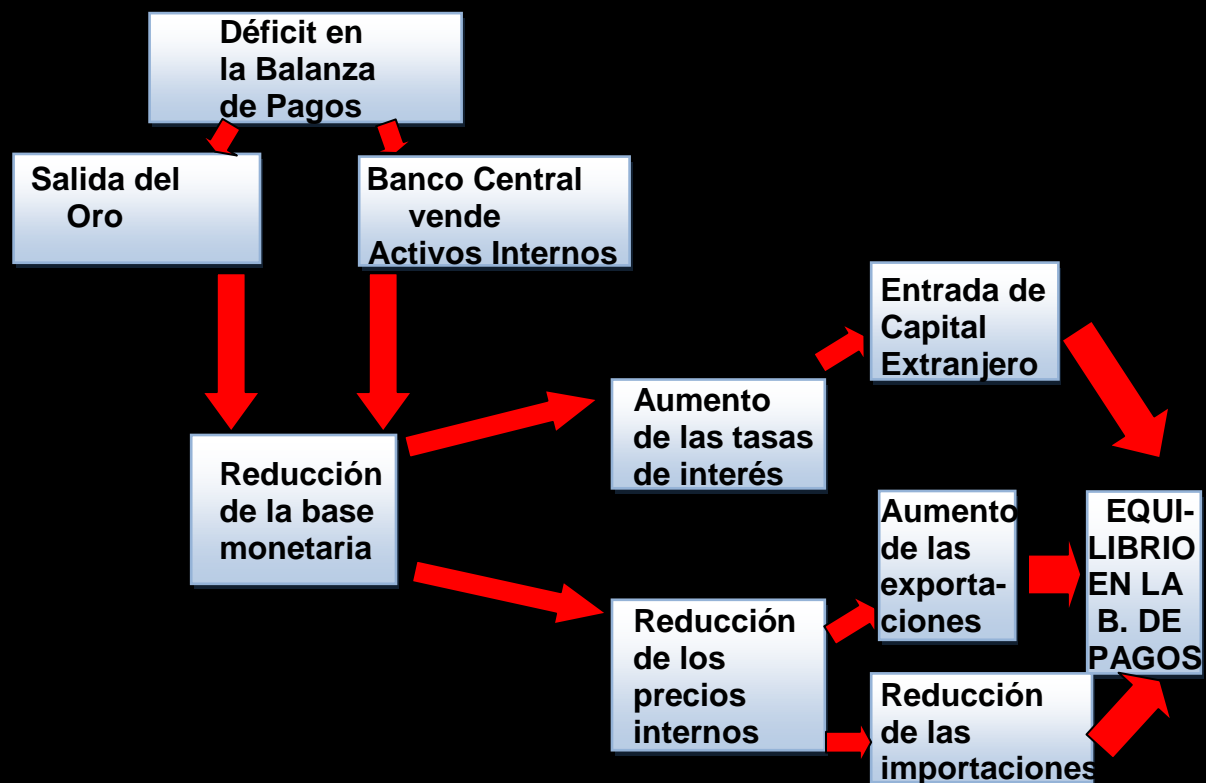
Finanzas Internacionales

Para facilitar el ajuste bajo el Patrón Oro existía un conjunto de “*reglas del juego*” no escritas que los países afectados tenían obligación de respetar.

Al producirse un déficit en la balanza de pagos y la salida de oro, el banco central del país está obligado a *vender los activos internos* (Instrumentos Financieros de Deuda) para así reducir la base monetaria todavía más y acelerar el ajuste económico.

La venta de los Activos Internos contribuía a un incremento de las tasas de interés y a una restricción del crédito. Si se respetaban las “*reglas del juego*” harían el proceso de ajuste más doloroso pero lo aportarían de manera significativa.

REGLAS DEL JUEGO BAJO EL PATRÓN ORO QUE FORTALECÍA EL MECANISMO FLUJO EN ESPECIE-PRECIO Y ACELERABA EL PROCESO DE AJUSTE



En un país con Superávit en la Balanza de Pagos las “*reglas del juego*” requerían que el Banco Central *comprara los activos internos* para aumentar todavía más la base monetaria, relajar el crédito interno, bajar las tasas de interés, aumentar el nivel de precios, reducir las exportaciones y aumentar las importaciones.

Finanzas Internacionales

Con frecuencia, los países deficitarios respetaban dichas “reglas del juego”, lo que provocaba movimientos bruscos en las tasas de interés y en la disponibilidad del crédito. En la ajuste al Déficit de la Balanza de Pagos invariablemente provocaba una *Recesión*. La inestabilidad interna se derivaba de la subordinación de la política económica al objetivo de equilibrio externo.

El patrón oro exigía el sacrificio del equilibrio interno para mantener el equilibrio externo

Sin embargo de manera rutinaria, los países superavitarios no respetaba las reglas del juego, lo que colocaba todo el peso del ajuste sobre los países deficitarios. El período del patrón oro se caracterizó por una baja inflación acompañada de frecuentes y profunda transición. El costo social de este sistema fue muy elevado.

ESTERILIZACIÓN Y REPOSICIÓN

Las “reglas del juego” son exactamente lo contrario de la **esterilización**, que consiste en *medidas de política monetaria que contrarresta los cambios en la base monetaria provocados por los desequilibrios externos*. Si un país tiene **Superávit** en la Balanza de Pagos, la entrada de divisas aumenta la base monetaria y la cantidad de dinero en economía. Para neutralizar el efecto de un superávit en la cuenta de capital sobre la base monetaria, el Banco Central vende bonos en el mercado abierto, recogiendo así el exceso de liquidez.

En el caso de un **Déficit** en la balanza de pagos y la subsecuente reducción de la base monetaria, la **esterilización** consistiría en una relajación del crédito interno y la compra de activos internos por parte del Banco Central con el objeto de aumentar la base monetaria en el mismo porcentaje en que se contrajo a consecuencia de la salida de oro (o divisas). Éste tipo de esterilización algunos autores lo llaman **reposición**.

Con la Esterilización Total, la oferta monetaria permanece constante, independientemente de la posición que tenga la Balanza de Pagos.

En la práctica, el proceso de ajuste no parecía funcionar tal como lo indicaba la teoría. La reducción de los precios era poco frecuente, debido a las políticas de esterilización por parte de las autoridades monetarias y sobre todo la poca flexibilidad de los precios a la baja. La experiencia indica que para que bajen los precios, se necesita un período prolongado de *recesión*. A corto plazo, la reducción de la demanda agregada tiene más efecto sobre la producción que sobre los precios.

Finanzas Internacionales

Si los precios eran poco flexibles a la baja, el mecanismo de ajuste no podía funcionar tal como lo describían los economistas clásicos. Lo que sucedía es que el incremento de las importaciones, el principal culpable de los problemas con la balanza de pagos, desencadenaba un proceso de reducción de la actividad económica. En parte, ésto se debía el desplazamiento de la demanda interna hacia los productos externos y en parte una *reducción de la inversión* provocada por un aumento de las tasas de interés y menores ingresos de la población en general. Según este esquema, la reducción del PIB un déficit en la balanza de pagos fortalecía el mecanismo de precios destacados por los economistas clásicos.

Las investigaciones empíricas del período del patrón oro indican que aún cuando los mecanismos señalados por los economistas funcionaban hasta cierto punto, el *principal mecanismo de ajuste real consistió en los movimientos de capital a corto plazo*, atraído por las altas tasas de interés.

En segundo lugar, ocurría una reducción de la acción económica en los países deficitarios. Los precios bajaban sólo en contadas ocasiones. Así, una consecuencia inevitable de cualquier ajuste a un déficit en la balanza de pagos era la recesión. Esto indujo a las autoridades de diferentes países a buscar *maneras no recesivas de lograr un equilibrio externo*, entre las cuales se incluían:

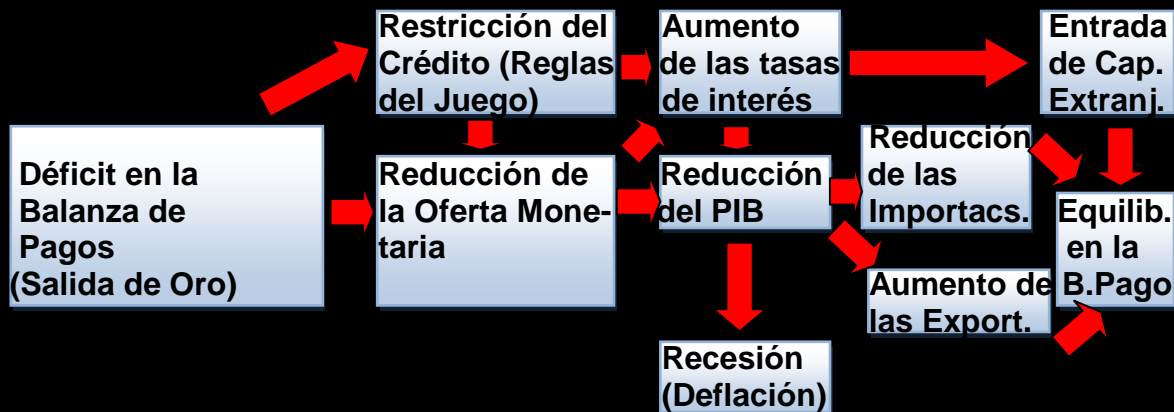
- El proteccionismo.
- Las restricciones a los movimientos internacionales de capital.
- Las políticas de esterilización, etc.

EL PERÍODO ENTRE GUERRAS 1918-1939

La Primera Guerra Mundial interrumpió el funcionamiento relativamente eficaz del patrón oro. La mayoría de los países, abandonaron dicho patrón oro y utilizaron la emisión de papel moneda para financiar las actividades bélicas. La emisión inmoderada de billetes, aunado a la reducción de la capacidad productiva de los principales países, contribuyeron a *brotes inflacionarios* e incluso la introducción de la “economía de guerra” en las potencias centrales. Los flujos del comercio internacional fueron interrumpidos y el oro se convirtió en el único medio de pago a nivel internacional.

Después de la Guerra, prevalecían condiciones caóticas tanto para el comercio como para las finanzas internacionales. El periodo entreguerras es el único episodio en la historia moderna durante la cual el comercio internacional crecía a un ritmo inferior al crecimiento económico promedio, que de por sí era muy bajo. La economía de guerra consiste en la sustitución del mercado por la planificación centralizada, subordinada totalmente al esfuerzo bélico. La economía de guerra implantada en Alemania sirvió a Lenin de modelo para la economía comunista.

Finanzas Internacionales



El período 1918-1923 Alemania y algunos otros países sufrieron episodios de hiper inflación nunca antes vistos, es decir los precios en Alemania subieron 481,000 millones de veces. Los intentos de volver al patrón oro (Estados Unidos en 1918, Gran Bretaña en 1925, Francia 1928) fracasaron rotundamente. El problema no resuelto de era establecer los tipos de cambio que reflejasen las nuevas realidades económicas de la posguerra. Los países que pretendían volver al patrón oro no sabían qué paridad sería la que garantizaría el *equilibrio externo*. En ese período fue desarrollada la *teoría de la paridad del poder adquisitivo*, como un método para determinar el tipo de cambio de equilibrio.

En el período 1929-1939 conocido como la Gran Depresión, ya que fue el peor descalabro del sistema capitalista hasta hoy en día; según los analistas el manejo de la Política Monetaria y la ineficacia del orden económico internacional en ese período contribuyeron a la gravedad y la duración de la depresión. (Depresión es una recesión especialmente profunda y prolongada. Esta es la definición más precisa).

El colapso del sistema bancario en Austria en 1931, contribuyó a que las principales naciones comerciales abandonaran el sistema denominado Patrón Oro.

En 1934 los Estados Unidos implantaron un patrón oro modificado, es decir, el oro se utilizaba en las transacciones entre los Bancos Centrales, pero las personas físicas no tenían ningún derecho a convertir sus billetes en Oro. En ese año el valor de la onza de oro fue fijado en 35 dólares.

Mientras tanto, en Europa, todos los intentos por regresar al patrón oro generaba fuertes recesiones y problemas políticos. Para resolver sus problemas de desequilibrio interno, muchos países recurrieron a *devaluaciones competitivas* con el objeto de “exportar el desempleo” y “empobrecer al vecino”.

Finanzas Internacionales

Se considera que una *devaluación es competitiva* cuando el país que la primera no tiene problemas con su balanza de pagos, sino que quiere exportar más y por supuesto importar menos para fomentar el empleo al interior de su país.

Otra forma de política de empobrecimiento del vecino consiste en un sistema de restricciones al comercio que incluye muy altos aranceles y cuotas y restricciones de tipo administrativo. Las políticas de empobrecimiento del vecino *inevitablemente provocan represalias de los países afectados y atacados*. Es cuando surgen las “guerras comerciales” que efectivamente empobrecen a todos los que participan. Durante la Gran Depresión, el volumen del comercio mundial se redujo al 50%.

La libre flotación de las principales divisas en los mercados cambiarios no establecía las *paridades de equilibrio*. De manera sistemática, los especuladores elevaban el valor de las monedas fuertes y bajaban el valor de las monedas débiles. En vista del surgimiento de nuevos centros de finanzas internacionales (El de Nueva York y el de París), los movimientos internacionales de capital de corto plazo se convirtieron en elementos desestabilizadores.

Para empeorar la situación, los países daban prioridad al equilibrio interno frente al externo y no seguían las reglas del juego. Los Bancos Centrales esterilizaban los movimientos internacionales de capital y de oro, rompiendo así la relación entre la posición de la Balanza de Pagos y la Oferta Monetaria del país. (Como se sabe, *la esterilización neutraliza efectivamente el mecanismo de ajuste y hace que los desequilibrios persistan durante períodos prolongados*).

Tan importante son estos temas tratados, que historiadores de gran prestigio consideran que la “*crisis económica*” y el “*caos monetario de los años 30's*” contribuyeron en gran medida a que se diera la Segunda Guerra Mundial.

Sistema de *Bretton Woods* (1944-1971)

La Segunda Guerra Mundial provocó un *choque* en la conciencia de las Naciones, seguido de un nuevo espíritu de cooperación. Para que evitar que se repitiera la historia entre Guerras, las potencias ganadoras tomaron la decisión de establecer un nuevo orden económico mundial. Este orden tomó su forma definitiva, precisamente en la conferencia de *Bretton Woods*, en julio de 1944, en la que participaron 44 países.

¿Cuál era el objetivo principal del sistema *Bretton Woods* y cuáles fueron las tres instituciones en que se basaba para su funcionamiento?

Finanzas Internacionales

Su objetivo principal era impulsar el crecimiento económico mundial, el intercambio comercial entre las naciones y la estabilidad económica tanto dentro de los países como a nivel internacional.

Los **Estatutos de Convenio** planteaban entre los países afiliados al FMI, los siguientes requerimientos:

- ↻ Promover la cooperación monetaria internacional.
- ↻ Facilitar el crecimiento del comercio.
- ↻ Promover la estabilidad de los tipos de cambio.
- ↻ Establecer un sistema multilateral de pagos.
- ↻ Crear una base de reserva.

El sistema *Bretton Woods* se basaba en 3 instituciones:

- El **Fondo Monetario Internacional (FMI)** debía garantizar el cumplimiento de las normas acordadas en lo referente al comercio y las finanzas internacionales y establecer las facilidades de crédito para los países con dificultades temporales de Balanza de Pagos.
- El **Banco Mundial** fue creado para financiar el desarrollo de largo plazo.
- El **Acuerdo General sobre los Aranceles Aduaneros y el Comercio (GATT)** tenía por meta la liberalización del comercio mundial.

El régimen cambiario establecido en *Bretton Woods* es conocido como el **Patrón Oro de Cambio**. Según este régimen, cada país fija el valor de su moneda en términos de oro o bien de dólares y mantiene su tipo de cambio dentro de un rango de variación del 1% de su paridad en oro.

Los déficits temporales se financiaban con las reservas de cada país y con préstamos del FMI. En caso de desequilibrios fundamentales (grandes y persistentes), el FMI permitía un cambio en la paridad. Los países miembro contribuyeron con cuotas a la creación del FMI. La magnitud de la cuota asignada a cada país, proporcional a su importancia económica, determinaba el poder de voto del país y su capacidad para obtener préstamos del Fondo.

Cada país debía pagar 25% de su cuota en oro y el resto en su propia moneda. Al tomar préstamos del Fondo, el país obtenía monedas convertibles a cambio de más depósitos de su propia moneda, hasta que el Fondo tuviese en su poder el 200% de la cuota como máximo. El país podía tomar en préstamo no más del 25% de su cuota para dar un total del 125% cada 5 años. Por cada préstamo adicional a la posición oro (el primer 25% de su cuota), se cobraban tasas de interés crecientes y se imponía una mayor supervisión por parte del Fondo.

Finanzas Internacionales

El país amortizaba sus préstamos recomprando su moneda al Fondo, hasta que éste poseyera no más del 75% de la cuota. El Fondo sólo aceptaba las monedas de las cuales poseía menos del 75% de las cuotas de los países respectivos. Las amortizaciones debían hacerse en un período de 3 a 5 años.

Funcionamiento y evolución del sistema de Bretton Woods.

Durante los primeros 25 años de su vigencia, el sistema establecido en *Bretton Woods* tuvo un gran éxito. Fue uno de los factores más importantes del auge económico de la posguerra.

Las principales monedas europeas adoptaron la convertibilidad en 1961 (el Yen en 1964). Hasta 1971, los aranceles nominales sobre los bienes manufacturados bajaron a 7% y los efectivos a 12%, lo que estimuló el crecimiento del comercio internacional. Sin embargo, la liberalización comercial no fue seguida de inmediato por la liberalización de los flujos de capital. Se permitieron restricciones a las transacciones en la cuenta de capital para evitar movimientos desestabilizadores del dinero caliente.

A pesar de su enorme éxito inicial del sistema de *Bretton Woods* padecía de algunos defectos de diseño que hacían inevitable su colapso. Además, no todo funcionaba tal como había sido previsto. *En materia de ajuste de los tipos de cambio, por ejemplo, los países industrializados en desequilibrio fundamental se oponían a modificar el valor de sus monedas. En cambio, los países en vías de desarrollo devaluaban con demasiada frecuencia.*

Para resolver los problemas que se presentaban constantemente, el FMI tuvo que hacer ajustes y modificaciones a su funcionamiento. Una descripción completa de estas modificaciones sería muy laborioso describirlas, sin embargo, dentro de las más importantes se referían a:

- Una ampliación de la capacidad de préstamos por parte del FMI.

- Una mayor flexibilidad en la modificación de los tipos de cambio.

- La creación de las Reservas Mundiales.

- Se dieron varios aumentos de cuotas al fondo (la suma de todas las cuotas del FMI fue de 285,000 millones de dólares. La cuota de México fue de 3.35 millones de dólares).

- Se renovaron los Acuerdos Generales para solicitar Crédito (GAB) y

- Los préstamos normales fueron complementados por los acuerdos *Stand By* y *Swap*.

- Para resolver el problema de la escasez de oro, en 1970 se crearon los Derechos Especiales de Giro (DEG) como unidad alternativa de reserva. El valor de un DEG es el promedio ponderado de las entonces 5 monedas más importantes: el marco alemán, el franco francés, el yen japonés, la libra esterlina y el dólar estadounidense. En términos de dólares, el valor del DEG cambiaba con frecuencia. En 1997, un DEG era equivalente a 1.3 dólares norteamericanos.

Finanzas Internacionales

En 1968 se estableció un sistema de 2 mercados de oro. El precio oficial del oro se utilizaba solo en las transacciones entre Bancos Centrales. El precio de mercado del oro fue determinado por las condiciones de demanda y oferta, muy por encima del precio oficial.

LA PARADOJA DE TRIFFIN

En 1960, *Robert Triffin* demostró la no viabilidad a lo largo del sistema de *Bretton Woods*. Este sistema, al depender de un solo país, no logra resolver la contradicción fundamental entre **liquidez** y **confianza**.

En la medida en que crecen las economías y aumenta el intercambio comercial, los países necesitan más reservas internacionales. Si el dólar estadounidense es la única moneda de reserva, para que otros países puedan acumular reservas, es necesario que EUA tenga déficits crecientes en su Balanza de Pagos. Sin embargo, estos mismos déficits, tan necesarios para la liquidez del sistema, provocan desconfianza en el dólar y ponen en duda la capacidad e los EUA para intercambiar todos los dólares en manos de los extranjeros por oro. La falta de confianza inevitablemente se traducirá en una conversión masiva de dólares en oro y el colapso del sistema.

EL PROBLEMA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LOS EUA

Después de la Segunda Guerra Mundial, mientras las economías de otros países se encontraban en ruinas, la de EUA estaba más fuerte que nunca. Además de ser la moneda de reserva central, el dólar se convirtió en la moneda utilizada en todo el mundo. Hasta 1957 había una fuerte escasez de dólares. EUA utilizaba el dólar de manera liberal para impulsar sus objetivos estratégicos. El Plan Marshall contribuyó a reconstruir Europa Occidental. Además, EUA proporcionó armamento bélico a sus principales aliados y construyó en todos los continentes una extensa red y costosa de bases militares.

EUA gozaba del privilegio del *señoraje*, que no es otra cosa que *la ganancia de quién produce el dinero o sea, que es la diferencia entre el poder de compra de la moneda y su costo de producción*. Dado que el dólar era generalmente aceptado, los norteamericanos podían prácticamente comprar cualquier cosa en el mundo con el simple recurso de imprimir más billetes verdes en su Banco Central (Treasury Office). El *señoraje* por un lado permitía a los EUA financiar sus crecientes déficits comerciales con su propia moneda, pero por otro lado limitaba su libertad de utilizar la política monetaria para lograr el equilibrio interno. El *señoraje* es un privilegio que requiere una gran disciplina de quien lo posee. La tentación de abusar es casi irresistible. Todo parece indicar que EUA abusó de este privilegio. Si al principio del período de posguerra, el apetito del mundo por los dólares

Finanzas Internacionales

parecía insaciable, durante 20 años EUA no sólo logró satisfacer esta hambre con creces, sino que virtualmente inundó el mundo con dólares.

Desde 1950, EUA registró año con año crecientes déficits en su Balanza de Pagos, De 1950 a 1970 perdió 13 mmd de sus reservas de oro. Además de que salieron del país 40 mmd. Cuando terminó la Segunda Guerra Mundial, EUA había atesorado el 75% de todo el oro del mundo. Pero esta reserva se reducía a pasos agigantados en la medida en que los poseedores de dólares demandaban su canje por el oro a precio de 35 dólares por onza.

Ya en la década de los 60's, EUA implantó las Políticas Fiscal y Monetaria expansivas con el afán de financiar la impopular Guerra de Vietnam, sin aumentar los impuestos. Como consecuencia, la escasez de dólares se convirtió en abundancia. Conscientes de su responsabilidad como país emisor de la moneda de reserva, EUA, sin introducir políticas restrictivas, tomó las siguientes medidas:

- Estimular sus exportaciones.

- Reducir los gastos militares.

- Condicionar la ayuda externa.

- Gravar la compra de títulos y valores extranjeros.

- En 1968 estableció estrictos controles sobre su inversión extranjera directa.

Sin embargo, todas estas medidas resultaron tardías e insuficientes para evitar la crisis del sistema monetario internacional.

EL COLAPSO DEL SISTEMA DE BRETTON WOODS

A medida que EUA demostraba su incapacidad para reducir su déficit y que una gran cantidad de dólares no deseados se acumularon en manos extranjeras, se perdió la confianza en el dólar y el sistema se derrumbó.

En 1971 las expectativas de devaluación del dólar provocaron una gran fuga de capitales de los EUA. Algunos Bancos Centrales Europeos intentaron convertir sus reservas de dólares en oro. Ante ello, EUA suspendió la convertibilidad del dólar en oro e impuso una sobretasa del 10% a las importaciones.

En un intento por salvar el sistema de *Bretton Woods*, los 10 países más grandes del mundo firmaron el *Acuerdo Smithsonian* en 1971. Los principales puntos del *Acuerdo Smithsonian* fueron:

- Devaluar el dólar (el precio de la onza de oro pasó de 35 a 38 dólares).

- Revaluar otras monedas fuertes.

- Suspender la convertibilidad del dólar a oro.

- Ensanche la banda de fluctuación de los tipos de cambio del 1% al 2.25% alrededor de las nuevas paridades.

Finanzas Internacionales

El *Acuerdo Smithsoniano*, que en su tiempo fue considerado como un gran éxito, resultó insuficiente para reestablecer la confianza. El dólar siguió sujeto a fuertes presiones hasta que en 1973 se liberaron los tipos de cambio que hasta hoy permanecen fluctuantes, con algunas intervenciones de las autoridades monetarias para mantener el orden en los mercados.

Entre las **principales causas del derrumbe del sistema de Bretton Woods** están:

1. El sistema patrón oro de cambio, que dependía de la confianza internacional en un solo país, desde su inicio contenía la semilla de la crisis de convertibilidad.
2. En la práctica, los costos de ajuste de los tipos de cambio entre las principales monedas resultaban muy elevados.
3. Las políticas expansivas (inflacionarias) de EUA crearon el fenómeno de “exportación de la inflación” y para otros países la única alternativa a importar la inflación de EUA fue la libre flotación de sus monedas.

LOS REGÍMENES CAMBIARIOS Y LA “IMPORTACIÓN DE LA INFLACIÓN”

Si EUA tiene un déficit en la Balanza de Pagos, esto significa que sus socios comerciales tienen superávit. Las reservas internacionales de un país superavitario aumentan, lo que *ceteris paribus*, aumenta su base monetaria y la cantidad del dinero en circulación. Si los superávits son altos y persistentes, su esterilización mediante la venta de los activos internos resulta cada vez más difícil. Así, al crecer la oferta monetaria a un ritmo mayor que la producción, los precios suben. El país superavitario “importa” la inflación del país deficitario que en este caso fue EUA.

Para un país superavitario la única alternativa a importar la inflación es dejar que su moneda se aprecie en relación con la moneda del país deficitario, lo cual es difícil de lograr bajo el régimen de tipo de cambio fijo. Si los países no pueden ponerse de acuerdo acerca de su Política Monetaria común (unos prefieren políticas restrictivas y otros expansivas o sea inflacionarias), es mejor que el valor de sus monedas fluctúe de acuerdo a la Oferta y la Demanda.

En vista de lo comentado, no es de extrañar que como condición previa a la creación de la moneda europea (EURO) se postuló la homogeneización de las políticas fiscales y monetarias de los países involucrados. Todos los países que deseen sustituir sus monedas nacionales por Euros, tienen que lograr una serie de objetivos sumamente restrictivos en materia de política fiscal y monetaria (Acuerdo de Maastricht).

Sistema Monetario Internacional

Como ya se comentó anteriormente, en un breve intento de esbozo histórico, el Sistema Monetario Internacional siempre pretende ajustarse a las cambiantes condiciones de la economía mundial. Durante los últimos 20 años, el ritmo de los cambios se aceleró considerablemente. Ningún sistema de tipo de cambio fijo hubiera soportado transformaciones tan dramáticas. Parece que, en un mundo que experimenta un proceso de cambio estructural tan profundo, la única opción es el sistema de tipo de cambio flexible.

Es sumamente difícil resumir todos los cambios que ocurren en el mundo, pero algunos de ellos son los siguientes:

Cambios mundiales importantes que afectan directamente al Sistema Monetario Internacional.

- ↻ Cambia el poder económico relativo de los distintos Países y Continentes. El peso relativo de la economía estadounidense en la economía mundial decrece. Este fenómeno no se debe a una supuesta decadencia de los EUA sino al increíble ascenso económico de los países del sudeste asiático: Japón, - Hong-Kong, Taiwán, Corea del Sur, Singapur – China.
- ↻ Se producen desequilibrios comerciales crecientes, relacionados con el cambio del poder económico. Debido a sus enormes déficits comerciales, EUA se convirtió en la locomotora de la economía mundial y ahora quizá sea China. Una recesión grave en EUA puede traer consecuencias incalculables para los países exportadores.
- ↻ Se modifican constantemente los precios internacionales (petróleo, metales, café, semiconductores, etc.). Un deterioro brusco de los términos de intercambio puede convertir rápidamente a un país superavitario en uno deficitario (*Términos de Intercambio o Terms of Trade son la relación entre el índice de precios en dólares de los productos que el país exporta y el índice del precios de los productos que importa. La ponderación de cada producto en el índice es igual a su participación en las exportaciones o importaciones. El deterioro de los términos de intercambio implica que un país tiene que exportar cada vez un mayor volumen de productos para poder importar lo mismo que antes.*)
- ↻ Se crean bloques económicos regionales (Europa, América del Norte, Asia, etc.).
- ↻ Se desplomó el comunismo y los países que lo aplicaron están tratando de integrarse a la economía global.

Finanzas Internacionales

En la actualidad, la mayoría de los países tiene algún sistema de flotación controlada. Las autoridades monetarias no pretenden defender ningún nivel particular de tipo de cambio, pero si intervienen en los mercados de divisas para suavizar las fluctuaciones especulativas de corto plazo. Si un Banco Central se opone a las tendencias de mercado, ello solo provocaría un aumento en la especulación y al final de cuentas tendría un efecto opuesto al deseado.

Después del derrumbe definitivo del sistema *Bretton Woods* en 1973, el FMI tuvo que buscar un nuevo papel para justificar su existencia y ese fue:

1. Supervisar la Política Económica de los países miembro.
2. Promover Políticas Fiscales y Monetarias responsables.
3. Impulsar el desarrollo del Sector Privado y de los mercados libres. Ayudar a los gobiernos a crear un entorno institucional y político en el que el Sector Privado pueda crecer.
4. Señalar los puntos débiles de cada economía nacional (prender los focos rojos) y exigir medidas correctivas.
5. Organizar paquetes de rescate para los países en problemas como México en 1995; Tailandia, Corea del Sur e Indonesia en 1997. Un país que acepta el rescate del FMI, está obligado a firmar una Carta de Intención, en la cual se compromete a resolver los problemas que provocaron la crisis.
6. Promover las reformas de los Sistemas Financieros de los países miembros.
7. Coordinar los esfuerzos internacionales para perfeccionar el Sistema Monetario Internacional.

El SMI ha funcionado bien, tomando en cuenta los choques externos a los que fue sujeta la economía mundial en los últimos años. Sin embargo, la volatilidad de los tipos de cambio genera una gran preocupación y constantes llamadas a la imposición de algunas restricciones. La propuesta que se discute regularmente en los foros internacionales es que se establezcan "áreas objetivo de fluctuaciones permitidas y coordinar las política macroeconómicas entre los países líderes.

De acuerdo con los economistas y teóricos, un SMI ideal debería tener los siguientes atributos:

1. Tipos de Cambio Fijos.
2. Libertad de los movimientos internacionales de capital.
3. Independencia de las Políticas Monetarias.

Es obvio que ningún Sistema Monetario puede tener los 3 atributos listados al mismo tiempo. Si un país quiere autonomía en Política Monetaria, debe restringir sus movimientos de capital y ajustar periódicamente el valor de su moneda.

Finanzas Internacionales



Los tipos de cambio fijos requieren de la homogeneización de las políticas macroeconómicas de los países que entrarían en tal sistema (Unión Europea), mientras que es prácticamente imposible que 170 países establezcan alguna política común mediante negociaciones. Una hazaña fue el establecimiento del Euro.

Durante los últimos años observamos una homogeneización del facto de las políticas económicas de los países se incorporaron al proceso de globalización.

Si un país desea ser competitivo a nivel internacional, al menos debería hacer lo siguiente:

- Bajar las tasas de inflación.
- Lograr el equilibrio en sus Finanzas Públicas.
- Eliminar las barreras comerciales.
- Otorgar autonomía a sus Bancos Centrales o aplicar una política monetaria conservadora.
- Reducir el Gasto Público como un porcentaje del PIB.
- Reducir los impuestos.
- Desregularizar sus economías y fortalecer el mecanismo de mercado.
- Privatizar sus empresas Paraestatales e impulsar la competencia.
- Fomentar el Ahorro y la Inversión.
- Invertir en infraestructura física y en Capital Humano.

Pareciera como si los mercados financieros internacionales tuvieran una larga lista de políticas económicas correctas y evaluaran cada país continuamente según la lista anterior.

Finanzas Internacionales

Si un país aplica las políticas adecuadas en cierto rubro, obtiene un “punto”, pero si no es así tiene un “tache”. Los países con el mayor número de buenos puntos son generosamente recompensados en los mercados internacionales:

- Acceso ilimitado al crédito.
- Entrada de IED (inversión extranjera directa)
- Bajas tasas de interés, etc.

Sin embargo, los países con más “taches” tienen ciertos castigos:

- Salida de Capitales.
- Negación de Créditos.
- Tasas de interés muy altas.

Es por lo anterior que se afirma que la disciplina de mercado está logrando lo hubiera sido imposible por *Bretton Woods*

Los países que quieren ir en contra de la corriente globalizadora están condenados a la marginalización y al subdesarrollo

TIPOS DE CAMBIO FIJOS VS LOS TIPOS

A pesar de todo lo planteado en materia de ventajas y desventajas de regímenes de tipos de cambio, aún existe mucho que caminar. La mayoría de los economistas están a favor de los tipos de cambio fijos. Existen más argumentos en contra de los tipos de cambio flexibles que de los fijos, sin embargo por lo sucedido en los últimos 20 años la mayoría de los argumentos en contra de los tipos de cambio flexibles no encuentran sustento en los hechos.

Los partidarios de los tipos de cambio fijos argumentan que este sistema tiene las siguientes ventajas sobre las tasas de cambio flexibles:

1. Genera menos incertidumbre en el Comercio en las Finanzas Internacionales.
2. Es más probable que genera una especulación estabilizadora.
3. Exige una mayor disciplina de precios.

En la vida real, en economías menos desarrolladas, los tipos de cambio fijos generan más incertidumbre que los tipos de cambio flexibles, porque conducen a una especulación desestabilizadora y sirven de disfraz a políticas económicas irresponsables. Los tipos de cambio fijos alientan los movimientos de capital a corto plazo, porque garantizan al inversionista el rendimiento de su moneda. En cambio con los tipos de cambio flexibles el inversionista corre un riesgo cambiario y busca una cobertura con un costo que puede ser gravoso o bien invierte a un plazo más largo.

Finanzas Internacionales

Suponga usted que un inversionista extranjero desea invertir su dinero en México durante una semana. Si el sistema es fijo, el único requisito para que esta operación sea lucrativa es que el rendimiento en pesos fuese más alto que el rendimiento en la moneda del país del inversor y que el costo de transacción sea más bajo que la ganancia de toda la operación.

Ahora bien, con los tipos de cambio flexibles estas condiciones ya descritas ya no son suficientes. Por ejemplo, durante el período de tenencia de los pesos mexicanos por un extranjero, estos se depreciarían un 1%, al tratar de regresar a su moneda original después de una semana de inversión en pesos, el inversor sufrirá una pérdida de capital por semana, equivalente al 52% anual. La diferencia de rendimiento en pesos y dólares difícilmente puede ser mayor a dicho 52% anual. Si el inversionista cubre su riesgo cambiario mediante algún instrumento financiero, el costo de cobertura fácilmente puede ser igual a la diferencia de rendimiento entre las dos monedas, con lo cual el movimiento de capital a corto plazo resultará poco rentable.

En conclusión: El régimen cambiario de libre flotación desalienta los movimientos nacionales de capital a muy corto plazo.

Otra ventaja de los tipos de cambio flexibles es que estimulan el desarrollo de los mercados financieros y mejoran la calidad de análisis de riesgo en todas las operaciones financieras. El riesgo cambiario implícito en el régimen de libre flotación obliga a las empresas a medir con exactitud el nivel de exposición y tomar las medidas necesarias para reducir el riesgo a niveles aceptables. Esto genera una demanda de diversos instrumentos de cobertura y especulación, lo que favorece el desarrollo de los mercados financieros. Desde que se inició la flotación del peso, se introdujeron los futuros del peso y las Opciones sobre los futuros en Chicago. En diciembre de 1998 arrancó el mercado de instrumentos derivados en la BMV, MEXDER. El primer instrumento ofrecido fueron los futuros del dólar.

La libre flotación de las monedas genera menos presiones restrictivas sobre los flujos internacionales de capital, lo que favorece un mayor movimiento de capitales entre las naciones.

La constante migración de capitales, en busca de una mayor utilidad, contribuye a una asignación más eficiente de los recursos productivos a nivel mundial y permite maximizar los beneficios del comercio intertemporal.

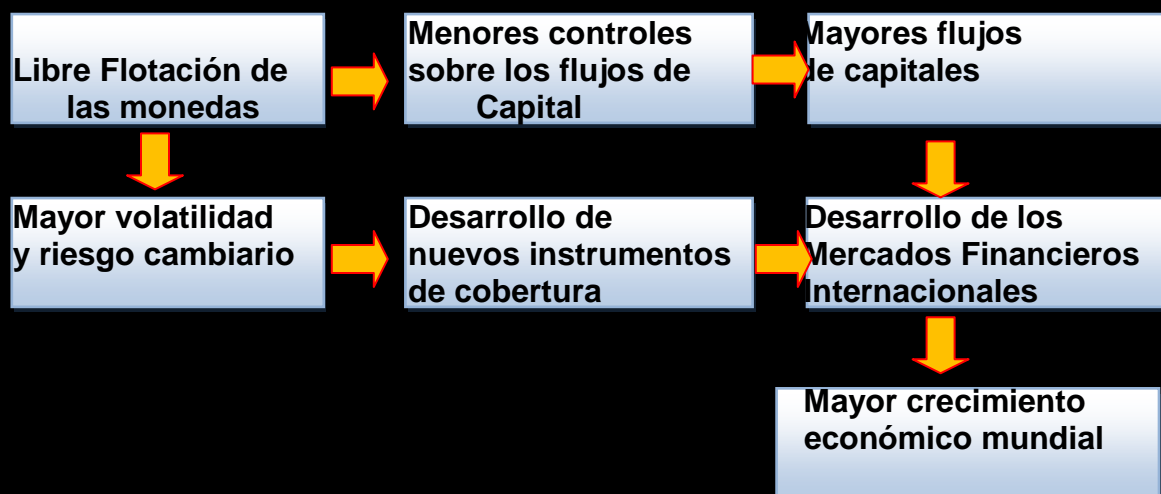
Ventajas y desventajas de la libre flotación del los tipos de cambio, no apoyadas por la experiencia en la vida real.

VENTAJAS	DESVENTAJAS
El ajuste de los desequilibrios en la Balanza de Pagos es automático, mediante la modificación de la paridad.	La flexibilidad puede ser inflacionaria.
El ajuste de los tipos de cambio es continuo, gradual y de bajo costo.	Las fluctuaciones a corto plazo pueden ser excesivas y desestabilizadoras, lo que aumentaría la incertidumbre y limitaría el comercio y la inversión.
La eliminación de las devaluaciones catastróficas aumenta la confianza en la economía.	Las fluctuaciones pueden distorsionar el patrón de especialización mundial y reducir el comercio.
No hay necesidad del grandes reservas internacionales	Aumenta la incertidumbre, lo que dificulta la planeación del presupuesto y la planeación corporativa.
Las políticas monetarias no están sujetas a las exigencias del equilibrio externo.	
Se desalientan los movimientos de capital especulativo a corto plazo.	
Las autoridades no tienen que calcular el tipo de cambio de equilibrio.	
Se liberalizan los flujos internacionales de capital.	
Crecen los mercados financieros internacionales	
Las depreciaciones son reversibles.	

Finanzas Internacionales

El desarrollo de los mercados financieros requiere una información más abundante, fidedigna y oportuna, lo cual genera presiones para que los Gobiernos mejoren la calidad de sus sistemas de información, y publiquen la información lo más pronto posible. Después de la crisis de 1994, por ejemplo, el gobierno de México publica toda la información financiera pertinente en Internet. Información que está sujeta a un constante escrutinio por miles de analistas y especuladores, tanto nacionales como extranjeros. Cualquier debilidad es detectada inmediatamente y afecta la cotización del peso al contado y a futuro.

En resumen: El régimen cambiario de libre flotación contribuye al desarrollo e incrementa la eficiencia de los mercados financieros.



Según los detractores, el régimen flexible le quita al Gobierno la responsabilidad de llevar a cabo un ajuste de desequilibrio externo (*Un déficit en la Balanza de Pagos produce automáticamente una depreciación de la moneda nacional y un superávit: una apreciación*) Esto libera al Banco Central de la obligación de apoyar al tipo de cambio y le permite buscar el equilibrio interno (pleno empleo) mediante políticas monetarias expansivas.

¿Qué provoca la falta de disciplina monetaria, aunada a una depreciación de la moneda local?

La falta de disciplina monetaria, aunada a una constante depreciación de la moneda nacional, conduce inevitablemente a altas tasas de inflación.

Ningún Gobierno es indiferente frente al valor de su moneda. La depreciación de la moneda local es considerada por el público como un signo inequívoco del fracaso de las políticas económicas (*José López Portillo dijo en alguna ocasión "cuando el peso se devalúa, el Presidente de la República también se devalúa"*).

Finanzas Internacionales

Para asegurar un valor estable de su moneda el Gobierno debe ser estricto en la disciplina fiscal y políticas que impulsen el crecimiento económico y la competitividad. Cualquier error de política se refleja inmediatamente en una pérdida del valor de la moneda nacional tanto al contado como a futuro. El Gobierno no puede ignorar estas señales de censura de los mercados financieros so pena de recibir reveses políticos, por lo que se siente obligado a tomar medidas correctivas. En la práctica, con el tipo de cambio flexible el margen de error es más pequeño que con el tipo de cambio fijo y las correcciones tienden a ser más rápidas.

El régimen cambiario de libre flotación favorece una mayor disciplina en las Políticas Fiscal y Monetaria.

¿Cuál es la paradoja del tipo de cambio fijo?

Paradójicamente, el tipo de cambio fijo permite, hasta cierto punto “esconder la basura debajo de la alfombra”. Mientras la moneda nacional se mantenga firme, la gente piensa que todo está bien. Al amparo de este falso sentido de seguridad, el Gobierno tiene un amplio margen de maniobra para introducir políticas poco prudentes. Al no haber ajustes de política pequeños pero frecuentes, los problemas se acumulan y periódicamente se necesitan ajustes drásticos.

Esto fue lo que sucedió en México en 1982 y 1995. Una fuerte devaluación es más inflacionaria que una depreciación gradual. Además puede desarticular toda la economía y provocar una crisis política de graves consecuencias.

El argumento de que los tipos de cambio flexibles originan una especulación desestabilizadora tampoco tiene mucho peso. Con la libre flotación, los ajustes a los desequilibrios son más bien graduales. La disciplina del mercado no permite que se acumulen los desequilibrios. Los especuladores tienen expectativas divergentes, en gran medida se anulan mutuamente: mientras unos compran divisas, otros las venden. Cada noticia nueva provoca un ajuste de expectativas, por lo que los movimientos del tipo de cambio son muy frecuentes pero no muy bruscos.

Con el tipo de cambio fijo, los desequilibrios no atendidos si se acumulan en algún momento todos los especuladores están convencidos de que la devaluación es inminente. La sospecha de la devaluación provoca una crisis en la balanza de pagos. Los especuladores venden la moneda nacional, con lo que presiona el tipo de cambio al alza. Las autoridades monetarias, si tienen reservas, se sienten comprometidas a venderlas para aumentar la oferta de divisas y mantener el tipo de cambio fijo. El resultado depende de que la intervención sea esterilizada o no, en cualquier caso es muy negativo.

Finanzas Internacionales

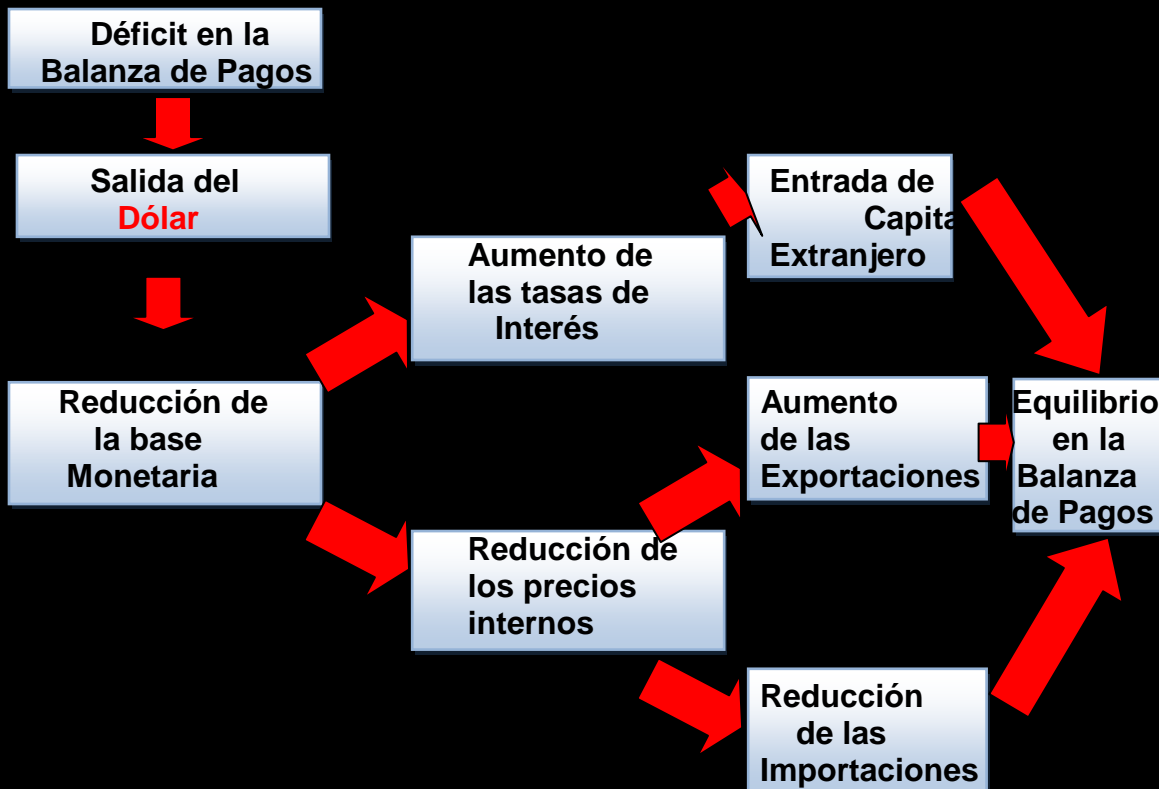
La venta de dólares por parte del Banco Central, *ceteris paribus*, reduce la oferta monetaria, ya que, al vender dólares por pesos, recoge la moneda nacional del mercado. Para contrarrestar este efecto, el Banco Central utiliza los pesos ganados por la venta de dólares para comprar activos internos (bonos) que circulan en economía, con lo que se re-inyecta la moneda nacional al mercado.

Con una esterilización del 100%, la cantidad de dinero permanece constante y las tasas de interés nunca cambian. Todo parece muy bien, exceptuando el hecho de que con cada venta de dólares las reservas internacionales del banco disminuyen. Cuando la reserva son muy bajas, el banco finalmente decide devaluar la moneda. El pánico desatado por la devaluación aumenta la demanda de divisas y por lo tanto su precio se eleva más allá de lo que antes tenía de la devaluación y que era considerado como un nivel de equilibrio (este tipo de sobre ajuste del tipo de cambio es conocido como *overshoot*). Al carecer de reservas, el banco central no tiene la capacidad para apoyar el nuevo nivel de tipo de cambio y está obligado a permitir que la moneda nacional se devalúe una y otra vez más. Esto provoca más pánico, brotes inflacionarios, fuga de capitales, crisis política, lucha por la distribución del producto, etcétera. Una devaluación aplazada y no controlada (por falta de reservas que se gastaron para aplazarla) tiende a convertirse en una catástrofe económica, como sucedió en México en 1982 y 1994.

El intento de mantener el tipo de cambio fijo mediante una intervención esterilizada, sólo logra aplazar un ajuste inevitable los especuladores, seguros de que al final de cuentas van a ganar, siguen vendiendo la moneda nacional. Resulta muy difícil frenar un ataque especulativo. En la mayoría de los casos, las fuerzas del mercado superan a las fuerzas combinadas de las autoridades monetarias y del FMI. Resulta más eficaz devaluar la moneda nacional cuando todavía se cuenta con reservas y después defender el nuevo tipo de cambio está más cerca del nivel determinado por los factores económicos fundamentales.

Una intervención no esterilizada podría mantener el nivel del tipo de cambio, pero al costo de una fuerte recesión. El mecanismo es muy semejante al de las reglas del juego bajo el patrón oro en donde se fortaleció el mecanismo flujo en especie y un precio y aceleraban el proceso de ajuste, sólo habría que sustituir la palabra “oro” por la palabra “dólar”.

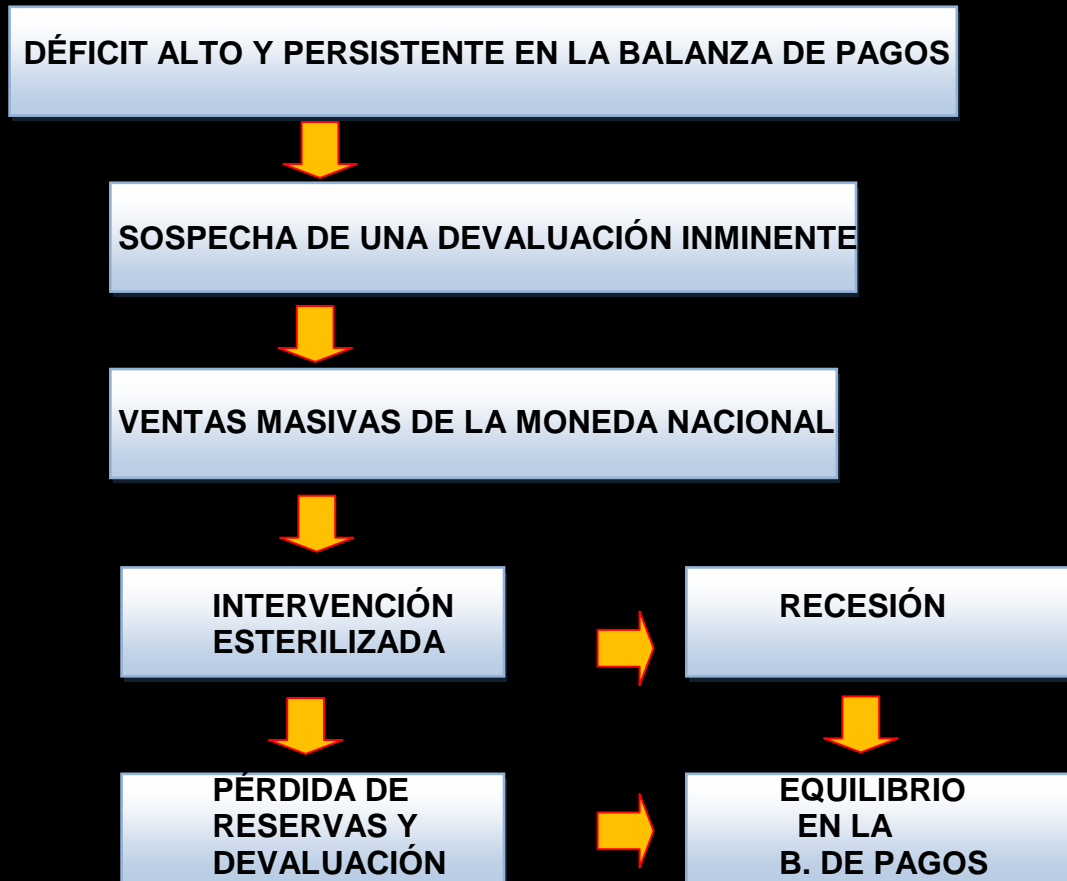
AJUSTE AUTOMÁTICO DEL DÉFICIT DE LA BALANZA DE PAGOS BAJO EL DÓLAR



Cuando el banco de México vende dólares, la oferta monetaria se reduce debido a que cada persona que compró un dólar deja de poseer la cantidad correspondiente en pesos. La reducción de la oferta monetaria presiona las tasas de interés al alza. Si bien las altas tasas de interés por una parte atraen al capital extranjero, por otra parte reducen la inversión productiva y el consumo. La recesión subsecuente reduce las importaciones tanto de bienes de inversión como de los intermediarios y de consumo. Al mismo tiempo, los productores nacionales que tienen productos de calidad internacional aumentan las exportaciones. La balanza de pagos se equilibra, pero el costo social es demasiado elevado.

Independientemente de que la intervención de las autoridades monetarias en el mercado de divisas sea o no esterilizada, el ajuste del tipo de cambio bajo el régimen del tipo de cambio fijo es muy costoso y conflictivo, como se muestra en la figura a continuación:

Finanzas Internacionales

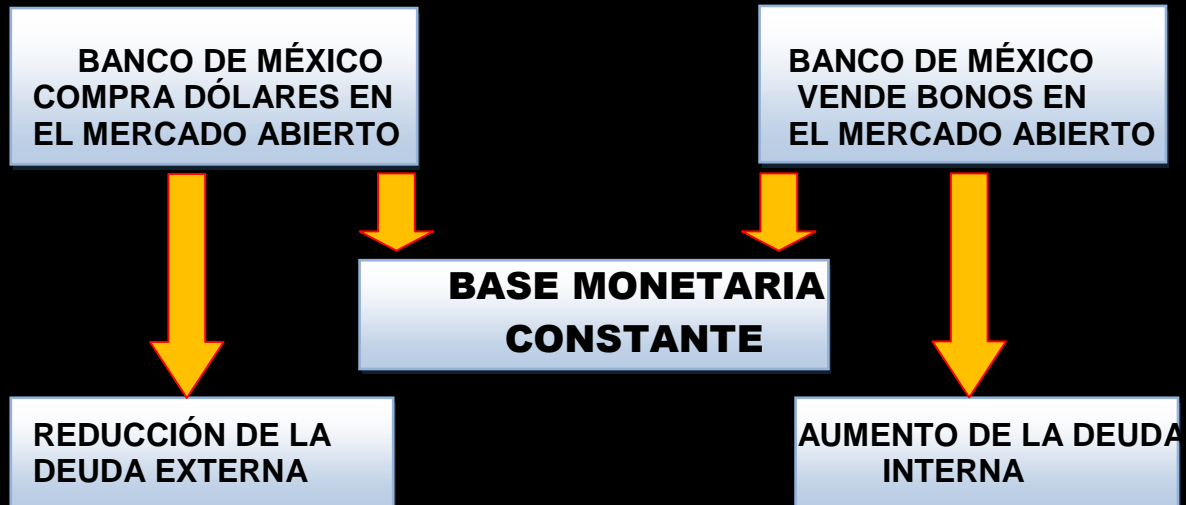


Hasta la fecha la experiencia de México con los tipos de cambio fijos no ha sido alentadora. Hubo tres devaluaciones catastróficas: 1976, 1982 y 1994 en muchas otras menos graves durante toda la década de los ochentas. El tipo de cambio fijo resultó ser no fijo. Después de establecer la libre flotación en diciembre de 1994, el peso mexicano vivió un período de gran volatilidad. Una vez superada la inestabilidad económica, sus fluctuaciones diarias eran muy pequeñas. En 1997, las variaciones del valor del peso frente al dólar son menores que las de las principales divisas como el marco alemán (ahora euro) o el yen japonés.

El régimen de libre flotación no excluye la posibilidad de una depreciación brusca del peso frente al dólar, si cambia la percepción de que los mercados internacionales tienen de México. Un posible ajuste de la paridad cambiaría no tendría consecuencias desastrosas si Banxico se abstuvieron de intervenir en el mercado cambiario. La mejor garantía de no intervención de las autoridades monetarias es no contar con las reservas suficientes para hacerlo. La experiencia demuestra que la única circunstancia bajo la cual la flotación es verdaderamente limpia, es cuando el Banco de México no posee las reservas adecuadas, como sucedió en 1995 y 1996. Por esta razón no se recomienda acumular reservas internacionales excesivas.

Finanzas Internacionales

Los dólares que Banxico compra ejerciendo sus opciones mensuales, deberían ser utilizados para reducir la deuda pública externa y no para abultadas reservas internacionales. Para evitar que las compras de dólares por parte de Banxico aumente la base monetaria y la cantidad de dinero en la economía, México está obligado a esterilizar estas compras. Por ejemplo, si compran 1000 millones de dólares, debería venderse instrumentos de deuda interna por esa misma cantidad en pesos. Si los dólares comprados se dedicarán a amortizar la deuda externa, esta operación sería equivalente a una *sustitución de la deuda externa por deuda interna*.



Términos Clave:

Acuerdo de Maastricht
Consejo Monetario (o Caja
de Conversión)
Coordinación de las Políticas
Derechos Especiales de Giro
Devaluación-Depreciación.
Devaluaciones Competitivas.
Equilibrio Externo.
Equilibrio Interno.
Especulación Desestabilizadora.

Esterilización (Reposición).
Flotación administrada.
Importación de inflación.
Intervención cooperativa.
Mecanis. de Aj. Automático.
Patrón Oro Clásico.
Patrón oro de cambio.
Políticas de empobrecimiento
del vecino.
Régimen cambiario.

Reglas del juego
Señoriaje
Sist. de Bretton Woods
Sist. Monetario Int'l.
Térm. estadounidenses
Términos europeos
Tipo de cambio fijo
Tipo de cambio flexible

Finanzas Internacionales

PREGUNTAS Y PROBLEMAS A SER RESUELTOS Y ENTREGADOS PRÓXIMA CLASE:

1. ¿Por qué se dedica tanto tiempo y esfuerzo a establecer un Sistema Monetario Internacional eficiente y justo?
2. ¿Cómo afecta al comercio la falta de convertibilidad de las monedas?
3. ¿Qué regímenes de Tipos de Cambio existen?
4. Explique ¿En qué circunstancias se usa el concepto de Devaluación de la moneda y en qué circunstancias se utiliza el término de Depreciación de la moneda?
5. El valor del dólar bajó de ocho pesos por dólar a 7.7 Calcule la depreciación del dólar y la apreciación del peso en términos porcentuales.
6. ¿Por qué con frecuencia los objetivos de Equilibrio Interno y del Equilibrio Externo entran en conflicto?
7. En un país en vías de desarrollo con una Economía Abierta como la de México ¿Qué tipo de desequilibrio recibe la atención prioritaria de las autoridades: el Interno o el Externo y por qué?
8. ¿Por qué el patrón oro favorecía la estabilidad de los precios?
9. ¿Por qué la acumulación del oro no aumenta la riqueza de un país?
10. ¿Por qué los precios no son flexibles a la baja?
11. Suponga que durante una semana entraran a México 1,000 millones de dólares de la Inversión Extranjera en cartera:
 - a) ¿Qué sucedería con la Oferta Monetaria si Banxico no hiciera nada?
 - b) ¿Cómo podría Banxico esterilizar esta entrada de Capital?
12. Describa el Ajuste Real bajo el Patrón Oro.
13. ¿Por qué durante una guerra no puede mantenerse el Patrón Oro?
14. ¿Por qué una devaluación competitiva no es un buen instrumento para promover las exportaciones?
15. Explique ¿Por qué las políticas de empobrecimiento del vecino realmente empobrecen a todos?
16. ¿Por qué se llegó al acuerdo de *Bretton Woods* con una relativa facilidad?
17. ¿Cuál fue el papel original del FMI?
18. Describa el régimen cambiario establecido en *Bretton Woods*.
19. ¿Qué son y para qué sirven los Derechos Especiales de Giro?
20. Explique por qué un país con políticas monetarias prudentes se vería obligado a importar la inflación de los Estados Unidos bajo un sistema de *Bretton Woods*.
21. Explique las causas del derrumbe del sistema *Bretton Woods*.
22. ¿Por qué en la actualidad es tan difícil establecer un nuevo Sistema Monetario Internacional?
23. Resuma las experiencias de México con los tipos de cambio fijos y los flexibles.
24. ¿En qué circunstancias sería posible regresar a los tipos de cambio fijos?

PRÓXIMO TEMA: BALANZA DE PAGOS.

El lector después de estudiar este tema será capaz de:

- Entender la importancia de la contabilidad de la balanza de pagos para la formulación de políticas económicas y la toma de decisiones.
- Distinguir entre las tres cuentas de la balanza de pagos.
- Analizar los principales rubros de la cuenta corriente de México.
- Comprender un sesgo hacia el déficit de la cuenta corriente de México.
- Entender los componentes de la cuenta de capital y su importancia para la economía mexicana.
- Apreciar la importancia de las reservas internacionales y analizar los factores que determinan su tamaño adecuado para un país como México.
- Definir el déficit de la balanza de pagos y sus implicaciones para la economía.
- Determinar el nivel óptimo de endeudamiento de un país.
- Relacionar la cuenta corriente con el ahorro interno y la inversión.
- Comprender por qué las dificultades de la economía mexicana se derivan de las deficiencias del ahorro interno y qué puede hacerse para remediar esta situación.
- Discutir las principales conclusiones y recomendaciones del Programa para el Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE).

Lo que pretendo en el estudio de este tema, es que el lector se familiarice con las principales cuentas de la Balanza de Pagos y que pueda explicar por qué *la debilidad estructural* principal de un país como lo es México es la *tendencia hacia un déficit en la balanza de pagos*.

Se hará un esfuerzo por aclarar la naturaleza del Déficit en la Balanza de Pagos mediante una distinción entre las transacciones *Autónomas* y las transacciones de *Ajuste*.

Se vinculará la Balanza de Pagos con la Contabilidad Nacional de una economía abierta, para poder demostrar que la única forma de superar el “*estrangulamiento externo*” es el Ahorro Interno y las Exportaciones.