

LA PROGRAMACION ECONOMICO-FINANCIERA EN UN SISTEMA DE CURRENCY BOARD

Dr. Gonzalo Rodríguez Prada
Universidad de Alcalá de Henares

I - Introducción

La elaboración de un programa económico se encuentra condicionada por la estructura económica subyacente y por la magnitud y naturaleza de los desequilibrios económicos presentes. La elección del régimen cambiario constituye el primer elemento del programa que debe ser definido, debido a la influencia que ejerce -de manera directa o indirecta- sobre el resto de sus componentes. Cuando las autoridades económicas deciden adoptar un régimen cambiario determinado están tomando implícitamente una decisión sobre el tipo de ancla nominal que desean para la economía. En general, la optimalidad del sistema de tipos de cambio dependerá de las perturbaciones que afecten al sistema. El modelo estándar de la macroeconomía de una economía abierta (modelo Mundell-Fleming) muestra las limitaciones de la flexibilidad cambiaria para aislar a la economía de un shock financiero externo. Y la teoría de la elección óptima de los instrumentos de la política monetaria -basada en la extensión del análisis de Poole (1970) para una economía cerrada al caso de economías abiertas- señala que un tipo de cambio fijo es preferible si la economía se ve afectada fundamentalmente por perturbaciones aleatorias sobre la demanda de dinero, mientras que la flexibilidad del tipo de cambio es más adecuada en presencia de shocks reales -por ejemplo, fluctuaciones aleatorias de la inversión-, dado que el tipo de cambio funciona en esas circunstancias como un estabilizador automático que compensa en parte los efectos del shock sobre la demanda de bienes.

La articulación de una política de desinflación basada en el control de las magnitudes monetarias, con tipos de cambio flexibles, puede parecer una solución razonable en presencia de rigideces fiscales importantes que imposibilitan una estabilización inmediata.¹Un problema esencial que

¹ Esa es la razón aducida por el FMI para justificar su respaldo a un régimen de flexibilidad cambiaria como ingrediente fundamental de los programas de desinflación que se llevan a cabo en la actualidad en las repúblicas de la antigua Unión Soviética. En la mayor parte de los nuevos estados independientes que formaron parte de la U.R.S.S. la moneda local ha circulado en paralelo con el rublo durante algún tiempo, a una tasa de conversión frecuentemente manipulada, lo que ha dificultado aún más la tarea de estimar la demanda de la moneda recientemente introducida.

puede explicar el escaso éxito de esta alternativa en la práctica, es la inestabilidad de la función de demanda de dinero frecuentemente observada en los países inmersos en un proceso de estabilización. Si las autoridades monetarias no son capaces de estimar con precisión la demanda de dinero, pueden cometer errores de bulto a la hora de determinar la tasa de crecimiento monetario consistente con los objetivos de inflación. La propia dinámica de la desinflación tiende a aumentar la demanda de dinero a medida que ésta progresa. Si, como suele ocurrir, la convergencia de las expectativas de inflación se produce lentamente, el aumento inducido de los tipos de interés reales puede hacer peligrar el proceso de estabilización.²

El principal objetivo de este trabajo es explicar en que medida la decisión de implantar un régimen cambiario determinado condiciona los propios objetivos de la política económica y la eficacia relativa de las políticas instrumentadas. En un régimen de tipos de cambio fijos que cuenta con plena convertibilidad de la moneda nacional (por cuenta corriente y por cuenta de capital), la política monetaria resulta ineficaz para controlar la renta nominal. Bajo este régimen cambiario la cantidad de dinero es una variable endógena, de modo que las autoridades monetarias pueden controlar la composición (crédito interno versus reservas de divisas), pero no el nivel de los saldos monetarios. La introducción de un currency board reduce todavía más el margen de maniobra de la autoridad monetaria, eliminando todo rastro de discrecionalidad en la conducción de la política monetaria.

La implantación de un sistema de currency board por parte de varios países en los últimos años ha supuesto la vuelta a la escena internacional de un régimen económico-financiero característico de los tiempos del patrón oro que, sin embargo, se ha mostrado particularmente bien equipado para lidiar con los gravísimos problemas de ajuste de economías que se encontraban en el umbral de la hiperinflación. Hasta que el gobierno argentino tomó la decisión de transformar su banco

²Los tipos de interés reales se determinan en los mercados financieros mundiales y se encuentran por ello, salvo quizás en el muy corto plazo, más allá de las posibilidades de control de las autoridades monetarias. Por consiguiente, éstas deberían concentrarse en el control de la variable que sí pueden controlar -la tasa de inflación- y no deberían intentar contrarrestar las fluctuaciones de los tipos de interés reales.

central en una currency board, solamente Singapur, el sultanato de Brunei y Hong Kong mantenían en vigor un régimen de currency board. El origen de esta institución se remonta a las administraciones coloniales del Imperio Británico. Su función esencial consistía en la emisión de moneda perfectamente convertible en la moneda de la metrópoli a un tipo de cambio fijo predeterminado. De este modo la colonia conseguía evitar los costes derivados del deterioro o pérdida de billetes (y de monedas de oro y plata) emitidos en la metrópoli, así como el coste de oportunidad derivado de la utilización de recursos reales como circulante. El sistema de currency board permitió la integración de las colonias en un sistema monetario internacional dominado por el patrón oro.

En abril de 1991, tras sufrir una corrida cambiaria contra el austral y un intenso rebrote de la inflación, el nuevo gobierno peronista argentino puso en marcha un ambicioso programa de estabilización (Plan de Convertibilidad) cuya pieza clave fue la Ley de Convertibilidad, que transformó el banco central en una CB y estableció el respaldo del 100% de la base monetaria con las reservas internacionales brutas del país, impidiendo con ello el resurgimiento de la financiación inflacionista del sector público. Al mismo tiempo se prohibió la indicación de los contratos denominados en moneda local y se reguló explícitamente la obligación de cumplimentar en la moneda extranjera de referencia los contratos pactados en dicha moneda, abriendo paso a una suerte de fórmula hayekiana de competencia entre monedas que redujese los incentivos de las autoridades monetarias para recurrir en el futuro al impuesto inflacionario o a la devaluación. La posibilidad -aprovechada desde el primer momento- de emitir bonos externos (BONEX) denominados en dólares aumentó en cierta medida el margen de maniobra de un esquema necesariamente rígido. Más recientemente, Estonia (en junio de 1992) y Lituania (en abril de 1994) también han optado por introducir currency boards para facilitar la estabilización macroeconómica durante su difícil y complejo proceso de transición a una economía de mercado.

En la sección II de este trabajo se examinan los rasgos fundamentales de la programación económico-financiera en un régimen de tipos de cambio fijos. En la sección III se describen las principales características de un sistema de currency board y se consideran sus implicaciones económicas fundamentales. En particular, se analizan las restricciones adicionales que el establecimiento de una currency board impone a la formulación de los programas económicos, en comparación con un sistema estándar de tipos de cambio fijos. La sección IV reflexiona sobre la importancia relativa del régimen cambiario y del ajuste presupuestario

para la estabilización macroeconómica. Finalmente, en la sección V se realizan algunas consideraciones finales con las que concluye el artículo.

II - La programación económico-financiera con tipos de cambio fijos

La coexistencia de tipos de cambio fijos, perfecta movilidad del capital y una política monetaria activista dirigida al mantenimiento del equilibrio interno, conforma una tríada incompatible de políticas -Wyplosz (1986, 1988)-. Las autoridades monetarias se verán obligadas a prescindir de, al menos, una de ellas si desean mantener en vigor las otras dos. El ejercicio de la soberanía monetaria en estas condiciones sólo es posible a corto plazo (hasta que se agote el stock de reservas). Una política monetaria demasiado expansiva -y por tanto inconsistente con el equilibrio externo- dará lugar en última instancia a un ataque especulativo que forzará la modificación del régimen cambiario. La introducción de controles a los movimientos internacionales de capital permitiría sostener por más tiempo -aunque no indefinidamente- esta política para un stock dado de reservas. En definitiva, una completa integración financiera con estabilidad cambiaria requeriría renunciar a la fijación unilateral de los objetivos monetarios y promover una convergencia (coordinación) estricta de (al menos) las políticas monetarias nacionales. En términos aún más generales, la combinación de un sistema de tipos de cambio fijos con un régimen de libre comercio de bienes y servicios, perfecta movilidad del capital y plena autonomía de la política monetaria, constituye un cuarteto incompatible de políticas económicas.

La elaboración de un programa económico bajo tipos de cambio fijos comienza con la selección de una serie de objetivos consistentes con las restricciones impuestas por el mantenimiento de la paridad cambiaria. La fijación del tipo de cambio impone límites estrictos a la magnitud y duración del desequilibrio externo, de modo que el logro del equilibrio externo se convierte en un objetivo inexcusable del programa económico. A su vez, el programa económico así diseñado impone restricciones sobre la programación financiera de la economía, es decir, sobre el comportamiento del crédito interno del sistema financiero al sector -público y privado- no financiero. A su vez, estas restricciones limitan la capacidad de endeudamiento del sector público y pueden crear la necesidad de proceder a un ajuste presupuestario. A continuación consideraremos un esquema analítico simplificado de elaboración de un

programa económico, con el fin de explicar los elementos fundamentales de la programación económico-financiera.³

La variación del stock de reservas de divisas, en términos de la moneda extranjera, obedece a la siguiente expresión:

$$\Delta R = SC + SK \quad [1]$$

donde SC es el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, y SK es el saldo de la balanza por cuenta de capital.

A su vez, el saldo por cuenta corriente es la contrapartida del ahorro neto de la economía, de modo que:

$$E^0 SC = SN - D \quad [2]$$

donde E^0 es el tipo de cambio fijo de referencia (expresado como el precio en moneda doméstica de una unidad de la moneda extranjera), SN representa el ahorro neto del sector privado (ahorro menos inversión) y D es una medida del déficit público.

Por lo tanto, el establecimiento de un objetivo para el saldo por cuenta corriente de la balanza de pagos, SC^* requiere estimar la evolución prevista del ahorro SN^e , y fijar un objetivo para el déficit público, D^* :⁴

$$E^0 SC^* = SN^e - D^* \quad [3]$$

³Lógicamente este proceso entraña una mayor complejidad en la práctica. Por ejemplo, en el texto prescindimos completamente del análisis de políticas complementarias del lado de la oferta (por ejemplo, políticas para promover la investigación y el desarrollo, políticas de desregulación y flexibilización del mercado de trabajo, políticas de liberalización y apertura de la economía, políticas de desarrollo regional, etc.) que resultan esenciales para el logro de un crecimiento económico sostenido.

⁴ El objetivo de déficit público influirá a su vez sobre la evolución del ahorro y la inversión del sector privado.

Tras estimar la evolución prevista de las entradas netas de capital extranjero, SK^e es posible determinar la evolución requerida de las reservas, ΔR^* , consistente con el valor deseado del saldo corriente:

$$\Delta R^* = SC^* + Sk^e \quad [4]$$

Si el cambio implicado de las reservas se traduce en una reducción del stock de las mismas, la viabilidad del programa económico dependerá del stock disponible de reservas al inicio del programa.

La programación económica tiene su necesaria contrapartida en la programación financiera. El balance consolidado del sistema financiero implica que la variación a lo largo del periodo de referencia del stock monetario responde a la siguiente expresión:

$$\Delta M = \Delta CI + E^0 \cdot \Delta R \quad [5]$$

donde CI es el crédito interno del sistema financiero, que puede expresarse como la suma del crédito interno al sector privado (familias y empresas), CIFYE, y al sector público (administración pública), CIAP:

$$\Delta CI = \Delta CIFYE + \Delta CIAP \quad [6]$$

La demanda de dinero es una demanda de saldos reales (para simplificar, supondremos que depende convencionalmente del tipo de interés, i , y de la renta real, y). La demanda de saldos monetarios, M^d se obtiene, por tanto, multiplicando la demanda de saldos reales por el nivel de precios. El equilibrio en el mercado monetario se alcanza cuando la oferta iguala a la demanda de saldos monetarios:

$$M = M^d = P \cdot L(i, y) \quad [7]$$

donde, para simplificar, supondremos que se verifica en todo momento la condición de la paridad del poder de compra, de modo que el nivel de precios en moneda nacional viene determinado por:

$$P^0 = E^0 \cdot P_f \quad [8]$$

siendo P_f el nivel de precios extranjero de referencia.

Una vez estimada la variación de los saldos monetarios, es posible cuantificar la variación del crédito interno que resulta necesaria para satisfacer la variación requerida de las reservas:

$$\Delta C\dot{I} = (\Delta M^d)^e - \underline{E}^0 \cdot \Delta R^* [9]$$

Por lo tanto, el crédito interno se configura como el principal objetivo de la política financiera implícita en el programa económico.⁵

Finalmente, la restricción presupuestaria del sector público implica que el déficit público requerido, \dot{D} , ha de financiarse recurriendo a la emisión de deuda pública. Esta, a su vez, puede colocarse en el sistema financiero doméstico -lo que se traduce en un aumento del CIAP-, entre el sector privado no financiero -aumentando la deuda con el sector de familias y empresas, DFYE- y entre no residentes -aumentando el endeudamiento externo, DE-. Luego,

$$\dot{D} = \Delta CIAP + \Delta DFYE + \Delta DE [10]$$

Una vez determinada la capacidad del sector privado no financiero y del sector exterior para financiar el déficit público -es decir, una vez estimados $(\Delta DFYE)^e$ y $(\Delta DE)^e$ -, es posible determinar el flujo de crédito interno proporcionado por el sistema financiero al sector público consistente con el objetivo de balanza de pagos. Por consiguiente, el flujo de crédito interno al sector privado, $\Delta CISP$, resulta ser una variable residual del programa económico, cuyo valor será tanto menor cuanto mayor sea el $\Delta CIAP$ requerido para financiar \dot{D} .

III - La programación económico-financiera bajo un sistema de currency board

El establecimiento de un régimen de currency board supone un endurecimiento unilateral, para el país que lo adopta, de las reglas del juego de un sistema de tipos de cambio fijos. Un sistema de currency board obedece a las siguientes reglas de comportamiento:

1^a) La currency board se compromete a intercambiar libremente y sin límite alguno la moneda nacional por la moneda extranjera de reserva (y viceversa). Esta función suele delegarse en el sistema bancario. La libre

⁵En la práctica, la financiación proporcionada por el FMI a los países con dificultades de balanza de pagos que se encuentran inmersos en un proceso de estabilización económica, se encuentra estrictamente condicionada al cumplimiento por parte de estos países de los compromisos asumidos en torno a la variación estipulada del crédito interno en sus programas de ajuste.

convertibilidad se limita estrictamente al circulante, y no se extiende por tanto a los depósitos ni a otros activos financieros. El requisito fundamental que debe satisfacer un sistema de currency board es que, "incluso en las más condiciones más difíciles, la comunidad financiera mantenga su fe en que la currency board cumplirá sus obligaciones de cambio a la paridad especificada".⁶

2ª) La credibilidad de este principio de convertibilidad requiere que la base monetaria, H, esté respaldada por reservas de elevada liquidez (integradas fundamentalmente por oro y por activos suficientemente líquidos denominados en la moneda de reserva), cuya cuantía debe ser como mínimo igual al valor de la emisión doméstica, computado de acuerdo con el tipo de cambio fijo de referencia. Por lo tanto,

$$\Delta H = E^0 \cdot \Delta R \quad [11]$$

de modo que el establecimiento de una currency board excluye estrictamente las emisiones fiduciarias.

3ª) Se prohíbe expresamente la realización de operaciones de préstamo al gobierno y la monetización de deuda pública, con el fin de impedir la financiación inflacionista del déficit público. También se excluyen las operaciones de mercado abierto y las políticas de intervención esterilizada.

4ª) Finalmente, en un régimen de currency board el banco central suele dividirse en dos departamentos: el departamento de emisión, encargado de dirigir la currency board, y el departamento bancario, responsable de las otras funciones propias de un banco central -prestamista de última instancia, garantía de depósitos y supervisión y regulación administrativa del sistema bancario-.⁷

En conjunto, estas disposiciones aseguran la independencia de la currency board frente al gobierno y contribuyen a garantizar que los tipos de interés y la curva de retorno se encuentren determinados en todo momento exclusivamente por las condiciones del mercado. Además, el aumento de credibilidad inducido por el sistema de currency board

⁶Walters (1989), p. 113.

⁷ Históricamente es posible rastrear esa división de funciones en la reorganización del Banco de Inglaterra dispuesta por la Bank Charter Act de 1844, con ocasión de la concesión a dicho banco (que no fue nacionalizado hasta 1946) del monopolio virtual de emisión de billetes.

(mayor cuanto menores sean las expectativas de una devaluación futura), tenderá a traducirse en una disminución de la prima de riesgo.⁸ La caída consiguiente de los tipos de interés nominales y reales se reflejará, a su vez, en una reducción del servicio de la deuda y de los costes asociados a la reducción de la inflación.⁹

El establecimiento de una currency board impone, por tanto, restricciones adicionales a la programación económico-financiera. La relación entre la base monetaria y el stock monetario viene dada por,

$$M = \mu \cdot H \quad [12]$$

donde $\mu = \mu(c^e, f^e) > 1$, es el valor estimado del multiplicador monetario, siendo c el coeficiente de caja (la proporción entre los activos líquidos del sistema bancario y los depósitos) y f el coeficiente de filtración (la proporción efectivo-depósitos)¹⁰.

Teniendo en cuenta las ecuaciones [5], [9], [11] y [13], obtenemos:

$$(\Delta M^e)^e = \Delta C I + E^e \cdot \Delta R = \mu \cdot E^e \cdot \Delta R \quad [13]$$

⁸ La convertibilidad por cuenta de capital impide, en general, la imposición de controles a la movilidad del capital, pero no excluye la existencia de activos financieros nacionales y extranjeros imperfectamente sustitutivos. La prima de riesgo se define como,

$$I = i - i^f - \hat{E}^e,$$

donde \hat{E}^e representa la tasa de variación esperada del tipo de cambio nominal.

⁹ En el caso de los países bálticos la evidencia empírica parece confirmar los efectos relativamente beneficiosos del sistema de currency board. Estonia adoptó una currency board desde el comienzo del proceso de transición, logrando mantener sus tipos de interés reales más bajos y sufriendo una caída del output menor que sus vecinos bálticos, que intentaron inicialmente desarrollar sus programas de estabilización -tras abandonar el área del rublo- en el marco de un sistema de flexibilidad cambiaria. Lituania estableció finalmente un régimen de currency board el 1 de abril de 1994.

¹⁰ El coeficiente de filtración depende a su vez de las preferencias del público, y el coeficiente de caja se encuentra en función del coeficiente legal de caja, de la estructura de los tipos de interés y del grado de incertidumbre en torno al flujo de depósitos del sistema bancario. Se supone que $0 < c < 1$, de modo que $\mu > 1$.

Es decir,

$$E^0 \cdot \Delta R = (1/\mu)(\Delta M^d)^e \quad [14]$$

$$\Delta CI = (\mu - 1) E^0 \cdot \Delta R = [(\mu - 1)/\mu] (\Delta m^d)^e \quad [15]$$

Por consiguiente, en un régimen de currency board queda vedado el establecimiento de objetivos para la balanza de pagos y el crédito interno. Una currency board impone una restricción adicional en comparación con un régimen de tipos de cambio fijos, dado que ahora también el crédito interno -y no sólo el stock monetario- es una variable endógena. El crédito interno se ajusta a las variaciones de las reservas, y las reservas se ajustan continuamente a los cambios de la demanda de dinero, para mantener en equilibrio el mercado monetario. Por lo tanto, la elaboración de los programas económicos en economías que cuentan con currency boards se simplifica en grado sumo. El aumento de la credibilidad de las autoridades monetarias bajo éste sistema se debe precisamente a la eliminación de cualquier elemento de discrecionalidad en la conducción de la política monetaria. Un régimen de currency board no sólo inhabilita a las autoridades monetarias para controlar la cantidad de dinero, sino que éstas pierden incluso su capacidad para controlar la composición de la oferta monetaria, que queda también endógenamente determinada.

El establecimiento de una currency board presiona directamente sobre el déficit público al eliminar la posibilidad de que las administraciones públicas tengan acceso a cualquier tipo de financiación privilegiada. La capacidad de llevar a cabo un ajuste presupuestario eficaz es el elemento clave para determinar las posibilidades de éxito de un plan de estabilización y la viabilidad de un sistema de currency board.

IV - Tipo de cambio y estrategias de desinflación: algunos ejemplos

En general, un déficit público excesivo tiende a traducirse, cualquiera que sea el régimen cambiario en vigor, en una apreciación del tipo de cambio real. Con tipos flexibles y una elevada movilidad del capital, el aumento de los tipos de interés reales inducido por el agravamiento del déficit y las entradas de capital resultantes, producirán una apreciación nominal y real de la moneda. Con tipos de cambio fijos el exceso de demanda de

bienes no transables dará lugar a un aumento del precio relativo de estos bienes y, en consecuencia, a una apreciación real de la moneda.¹¹

Además, con frecuencia la lenta convergencia de las expectativas de inflación -como consecuencia de la imperfecta credibilidad inicial del programa y de las rigideces estructurales de la economía- acaba generando una apreciación del tipo de cambio real (o, de manera equivalente, un aumento del precio relativo de los bienes no comerciables internacionalmente) que puede socavar el proceso de estabilización, especialmente cuando el atraso cambiario impide un ajuste suficiente de los salarios reales.

Este problema de precios relativos tenderá a incidir de manera particularmente adversa sobre las economías que disponen de un gran mercado interno y tienen un grado de apertura relativamente reducido. En economías pequeñas y relativamente abiertas, en las que la mayor parte de los precios se determinan en los mercados internacionales, el aumento de los precios de los bienes no transables tendrá un impacto relativamente menor sobre la competitividad. Como ha señalado McKinnon (1963), con un grado de apertura elevado la flexibilidad del tipo de cambio resultará poco eficaz para ajustar la balanza corriente ante perturbaciones reales de la demanda, dado que las variaciones del tipo de cambio nominal se trasladarán inmediatamente a los precios de los bienes comerciables, impidiendo el ajuste del tipo de cambio real. Desde esta perspectiva, un régimen de currency board parecería más adecuado a priori para Hong Kong que para Argentina, y más satisfactorio para este país que para Brasil. Del mismo modo, la currency board tendría más que ofrecer a Estonia o Lituania que a la Federación Rusa.

Sin embargo, a pesar de su relevancia, el régimen de tipos de cambio finalmente adoptado tiene una importancia secundaria en la elaboración del programa económico, en comparación con la trascendencia del ajuste presupuestario. A continuación se examinan algunos ejemplos que muestran que, en efecto, la estabilización macroeconómica puede

¹¹ Las estrategias de corrección del déficit tienen efectos diferentes sobre el tipo de cambio real. En general, una reducción del gasto público en bienes transables restaura directamente el equilibrio, mientras que si el ajuste se lleva a cabo por medio de un aumento de los impuestos o de una disminución del gasto en bienes no transables se requiere una depreciación real (de mayor magnitud si se reduce el gasto en bienes transables). Sobre esta cuestión véase Rodríguez Prada (1993).

abordarse con éxito tanto a partir de un sistema de tipos de cambio flexibles como mediante un régimen de tipos de cambio fijos. Sin embargo, el fracaso en la ejecución del necesario ajuste fiscal condena también al fracaso al plan de estabilización. Buena parte de la contribución a la estabilización macroeconómica de una currency board se deriva precisamente del estricto corsé que ésta institución impone a las políticas fiscales, al impedir de manera rigurosa la monetización de la deuda pública. Un efecto inducido es la reducción de la prima de riesgo asociada a las expectativas de modificación del régimen cambiario. Esta incertidumbre disminuirá significativamente tras la introducción de la currency board, permitiendo una caída de los tipos de interés domésticos. De este modo, los costes asociados a la estabilización monetaria pueden ser menores que en esquemas alternativos de flexibilidad cambiaria o de incertidumbre acerca de la permanencia de un régimen de tipos de cambio fijos.

Los Cuadros 1 a 3 muestran un conjunto de indicadores económicos seleccionados de tres países -economías en transición a una economía de mercado desde un régimen de planificación central- embarcados en sendos procesos de reformas económicas y monetarias. Lituania y Letonia, tras acceder a la independencia y abandonar el área del rublo -en mayo y julio de 1992, respectivamente-, eliminaron todas las restricciones a las transacciones por cuenta corriente y por cuenta de capital, ejecutaron políticas monetarias restrictivas y adoptaron inicialmente un régimen de flotación libre.

Cuadro 1

Indicadores Económicos Seleccionados Lituania

	1992	1993	1994 ¹
Tasa de crecimiento del PIB real (cambio porcentual)	-37,7	-16,2	4,7
Tasa de inflación (cambio porcentual)	1.020,5	409,2	58,8
Déficit público (en % del PIB)	0,7	-5,2	-4,9
Saldo por cuenta corriente excluyendo transferencias oficiales (millones de dólares)	62	-192	-33
¹ Proyectado	Fuente: I.M.F. Survey, 2 de mayo de 1994		

Cuadro 2

Indicadores Económicos Seleccionados
Letonia

	1992	1993	1994 ¹
Tasa de crecimiento del PIB real (cambio porcentual)	-34	-12	4,0
Tasa de inflación (cambio porcentual)	958	35	20
Déficit público (en % del PIB)	—	1	-2
Saldo por cuenta corriente (en % del PIB)	2	8	-2
¹ Proyectado	Fuente: I.M.F. Survey, 12 de septiembre de 1994		

Cuadro 3

Indicadores Económicos Seleccionados
Federación Rusa

	1992	1993 ¹	1994 ²
Tasa de crecimiento del PIB real (cambio porcentual)	-19	-12	-10
Tasa de inflación (cambio porcentual)	1.353	896	399
Déficit público (en % del PIB)	-18,2	-8,0	-8,5
Saldo por cuenta corriente (mlles de millones de dólares)	-5,7	2,7	-12,0
¹ Estimación	Fuente: I.M.F. Survey, 2 de mayo de 1994		
² Proyectado			

Las dificultades de la Federación Rusa para poner en orden las finanzas públicas han generado una evolución mucho menos favorable de sus indicadores económicos fundamentales y han dado lugar a una sucesión

de corridas cambiarias contra el rublo (la última en octubre de 1994) que han amenazado la continuidad del proceso de reformas económicas. Como puede apreciarse, en las fases iniciales del ajuste el output se redujo en mayor cuantía en los países bálticos que en la Federación Rusa debido al tratamiento de choque adoptado. Sin embargo a mediados de 1993 la caída del output en estos países ya se había prácticamente detenido, mientras que en el resto de la antigua Unión Soviética el proceso de deterioro continuaba imparabile.

El Cuadro 4 muestra algunos indicadores económicos relevantes de la evolución de la economía argentina. Argentina ha tenido que soportar una apreciación acumulada de su tipo de cambio real -calculado comparando el IPC argentino con el índice de precios al por mayor de Estados Unidos- de más del 50% desde la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad, en abril de 1991, antes de lograr estabilizar su tasa de inflación a mediados de 1993. El Plan de Convertibilidad no se limitó a establecer una Ley de Convertibilidad, sino que sentó las bases para la recuperación de una economía gravemente desindustrializada y desmoralizada. Se emprendió una ambiciosa reforma fiscal, complementada por un masivo programa de privatizaciones y por la reforma del sistema de pensiones (en el sentido de promover la transición desde el tradicional régimen de reparto a un régimen de capitalización, administrado por instituciones públicas y privadas). Antes de la reforma aproximadamente el 50% de los ingresos impositivos se obtenían recurriendo al impuesto inflacionario. El intenso esfuerzo realizado permitió pasar de un déficit presupuestario consolidado del sector público -sector público no financiero y banco central, excluyendo ingresos por privatizaciones- del 2,7% en 1990 a un superávit del 0,7% en 1993. También se llevó a cabo una vasta reestructuración de la deuda externa -que permitió reducirla a lo largo del periodo 1990-93 en cerca de 16.000 millones de dólares-. Además, la profundización de la convertibilidad (por cuenta corriente y por cuenta de capital) ha sido una constante en Argentina en los últimos años. El arancel promedio se situó en torno al 14% en 1993 desde niveles próximos al 30% a mediados de 1989.¹²

¹² Para un análisis más detallado de los desafíos afrontados por la apertura comercial y financiera de la economía argentina en el contexto del MERCOSUR véase Rodríguez Prada (1994).

Cuadro 4
Indicadores Económicos Seleccionados
Argentina

	1990	1991	1992	1993 ¹
Tasa de crecimiento del PIB real (cambio porcentual)	0,1	8,9	8,7	6,5
Tasa de inflación (cambio porcentual)	1.344	84,0	17,5	7,4
Déficit consolidado del sector público no financiero nacional (en % del PIB)	1,8	0,8	-0,7	-1,8
Saldo de la balanza comercial (miles de millones de dólares)	8,28	3,70	-2,64	-3,70
Saldo por cuenta corriente (miles de millones de dólares)	1,90	-2,83	-8,42	-8,97
Índice del tipo de cambio real	100,0	64,9	54,3	50,2
Índice del salario real	100,0	108,1	103,4	101,8
¹ Estimado	Fuente: CEDEAL, Situación Latinoamericana, 1994			

El paso, en Argentina, de un superavit comercial de más de 8.000 millones de dólares en 1990 a un déficit próximo a los 4.000 millones de dólares en 1993, pone de relieve las dificultades de balanza de pagos implicadas por la sobrevaluación de la moneda a pesar del ajuste presupuestario realizado. Esa intensa apreciación real ha generado un déficit por cuenta corriente que rondó los 9.000 millones de dólares en 1993 (frente a un superávit de más de 1.900 millones de dólares obtenido en 1990), pero que, sin embargo, fue fácilmente financiado por unas entradas netas de capital de más de 16.500 millones de dólares que hicieron de hecho aumentar las reservas de divisas en más de 7.500 millones de dólares el pasado año.

El mantenimiento a lo largo del tiempo de un régimen de currency board exige resolver con éxito el problema de precios relativos generado a lo largo del proceso de ajuste. La profundización en el ajuste sólo puede mantenerse de tres maneras: a) mediante un incremento adicional de la productividad (propiciada por la reconversión industrial y por la flexibilidad

laboral y el ajuste salarial); b) mediante una recesión; y c) mediante una devaluación. Las dos primeras posibilidades -una buena y otra mala- son compatibles con el mantenimiento de la currency board, mientras que la tercera implica su abandono.

V - Consideraciones finales

El análisis desarrollado en las secciones anteriores ha mostrado la importancia del ajuste presupuestario para el éxito del programa económico. La fijación del tipo de cambio no garantiza, sin embargo, la realización de una política fiscal suficientemente contractiva. El modelo Mundell-Fleming muestra que, con tipos de cambio fijos y perfecta movilidad del capital, la política fiscal alcanza su máxima eficacia -mientras que la política monetaria resulta ineficaz- para controlar la renta nominal. En ciertas ocasiones la adopción de un sistema de tipos de cambio fijos o cuasifijos puede, por consiguiente, crear incentivos para retrasar el ajuste de las finanzas públicas. Por ejemplo, en el caso del Sistema Monetario Europeo (SME), tras un periodo de aprendizaje inicial, caracterizado por frecuentes realineamientos de paridades, el sistema pareció consolidarse, hasta el punto de que hasta las autoridades monetarias de los países miembros con mayor propensión a la inflación consiguieron transmitir al mercado confianza suficiente en su capacidad para mantener el objetivo de tipo de cambio. El aumento de la credibilidad de las autoridades monetarias llevó consigo la desaparición de la transmisión automática de las perturbaciones de demanda sobre las expectativas de variación del tipo de cambio. Algunos países aprovecharon esa situación para relajar su política fiscal.¹³ En el caso de España; la positiva evolución de la actividad económica tras la entrada de la peseta -el 19 de junio de 1989- en el mecanismo de tipos de cambio del SME, podría haber inducido a las autoridades económicas a retrasar el ajuste del déficit presupuestario, en unos años de relativa bonanza económica en los que dicho ajuste habría sido más fácil. Por otra parte, la pertenencia al SME no ha servido para disciplinar las demandas salariales -una de las razones más frecuentemente aducidas para

¹³ Por otra parte, parece claro que sin un uso adecuado de la política fiscal la convergencia nominal podría provocar una acusada divergencia real. Para un análisis más detallado de esta cuestión, véase Rodríguez Prada (1994), capítulos VII y VIII.

justificar la entrada de la peseta en el mecanismo de tipos de cambio del SME-.

Una cuestión final que resulta necesario abordar, es la relación existente entre la persistencia de un programa económico y su credibilidad. En principio, la persistencia de la estabilidad macroeconómica se reflejará, en general, en una disminución de las expectativas de variación del tipo de cambio y de la prima de riesgo-país, facilitando el estrechamiento del diferencial de intereses con respecto a los activos denominados en moneda extranjera. Pero, un tanto paradójicamente, en algunos países este proceso de reformas económicas, que ha generado un entorno macroeconómico más estable, se ha visto acompañado por un aumento del grado de dolarización de la economía. Por ejemplo, en Argentina los depósitos en dólares del sistema financiero crecieron en 1993 a una tasa superior al 50%, muy por encima de la tasa correspondiente a los activos denominados en pesos, hasta llegar a constituir más del 60% de la masa monetaria total. Esta tendencia ha continuado su curso a lo largo de 1994.

La economía de Bolivia, que ha gozado en los últimos años de una notable estabilidad macroeconómica, muestra una evolución similar: en 1988 el 70% de los depósitos se encontraban denominados en moneda extranjera, mientras que a mediados de 1994 ese porcentaje se elevaba a más del 87%. Por lo tanto, en los años recientes la estabilidad macroeconómica disfrutada no ha generado todavía suficiente confianza en la moneda doméstica como para invertir la tendencia del proceso de dolarización.

Este fenómeno podría no ser demasiado preocupante si se tiene en cuenta que, a medida que se profundiza en la convertibilidad de la moneda, la libertad para mantener activos en cualquier forma y moneda es una condición cada vez más necesaria para el correcto funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, la profundización de la dolarización podría también atribuirse a la incertidumbre de los agentes económicos acerca del mantenimiento en el tiempo del proceso de convergencia nominal. Además, siendo el factor clave en la generación de confianza a largo plazo el logro de la convergencia real, y siendo la convergencia nominal una condición necesaria pero no suficiente de la convergencia real, el mantenimiento de un entorno macroeconómico estable no garantiza per se el logro de ésta.

Por ejemplo, a la vista de la sobrevaluación de la moneda, los agentes económicos pueden verse inducidos a pensar que a largo plazo el programa de estabilización resulta inconsistente con el propio modelo de

crecimiento, basado en el estímulo de las exportaciones, por lo que finalmente será abandonado. Esto puede suceder incluso si se reconoce que una intensa apreciación del tipo de cambio real puede ser el complemento adecuado de un programa económico que apuesta inicialmente por una amplia apertura comercial y financiera de la economía, con el fin de facilitar en los primeros años de vigencia del programa la importación de grandes cantidades de bienes de equipo que posibilite una reconversión industrial efectiva. Pero esa lógica que lleva a confiar en el mantenimiento a corto plazo del programa también predice, bajo determinadas circunstancias, su abandono a largo plazo.¹⁴

En la última fase del programa podría resultar conveniente proceder a una intensa devaluación que permitiera a la economía recuperarse del rezago cambiario y aumentar su competitividad. Si los agentes económicos anticipan este comportamiento -y se crean expectativas de una inconsistencia temporal de las políticas económicas- sería previsible que, como viene ocurriendo, el aumento de la dolarización acompañase al proceso de reformas e incluso incrementase su intensidad a lo largo del tiempo. Sin embargo, tal evolución acabaría obstaculizando la recuperación del atraso cambiario, dado que en este escenario un aumento del tipo de cambio nominal se transmitiría rápidamente a los precios internos. Por lo tanto, puede que el coste de estabilizar la economía incurriendo en una apreciación inicial del tipo de cambio real sea asumir un rezago cambiario de carácter permanente.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

GOODHART, Charles A. E. (1989): **Money, Information and Uncertainty**, MIT Press, 2ª edición.

McKINNON, Ronald (1963): "Optimum currency areas", **American Economic Review**, vol.53.

¹⁴ En un escenario alternativo al sistema de currency board, Williamson (1993) ha señalado que la mayor parte de los problemas asociados al funcionamiento correcto de un sistema de zonas objetivo se plantean cuando las autoridades monetarias se aprestan a defender un tipo de cambio que está claramente desalineado con respecto al tipo de cambio de equilibrio. Es entonces cuando resulta necesario ampliar las bandas de fluctuación y recurrir a realineamientos de paridades frecuentes (y por

- POOLE, William (1970): "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", **Quarterly Journal of Economics**, mayo.
- RODRIGUEZ PRADA, Gonzalo (1993): "Shocks externos, rigideces fiscales y segmentación de los mercados de divisas", **Cuadernos de Economía**, Vol. 21, N^o 60, pp. 136-161.
- RODRIGUEZ PRADA, Gonzalo (1994): Teoría y Estrategias de la Integración Económica y Monetaria. Ediciones de la Universidad de Alcalá. **Colección de Economía**, N^o 1.
- WALTERS, Alan (1989): "Currency Boards", en J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (eds.), **Money**. The New Palgrave, Macmillan.
- WILLIAMSON, John. (1993): "Exchange rate management". **The Economic Journal**, vol. 103, enero, pp. 188-97.
- WYPLOSZ, Charles (1986): "Capital flows and balance of payments crises", **Journal of International Money and Finance**, N^o 5, pp. 167-79.
- WYPLOSZ, Charles (1988): "Capital flows liberalization and the EMS: a French perspective", **European Economy**, mayo.