

TRABAJO DE INVESTIGACION PARA OBTENER EL GRADO DE

MAESTRO EN ECONOMIA

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS

EL COLEGIO DE MEXICO

***Estudio de factibilidad para el
establecimiento de un consejo
monetario en México***

Juan Manuel Espino Bravo

Promoción 1994-1996

Abril, 1998

ASESOR: Dr. Alain Ize

DEDICATORIA

Dedico esta tesis a *Marisela García*, por el tiempo que le robé, por motivarme al trabajo, por su amor.

A mis dos *María Luisas*: éstas líneas son más fruto de su silencio que de mi esfuerzo. Deseo, madre, que en algún otro tiempo y espacio reanudemos el diálogo con abuelita.

A mi abuelo *Don Enrique*, que siempre estuvo orgulloso de mí aunque no le di motivos para ello.

A mi hermano *Enrique*, por su apoyo moral y económico mientras estudié la maestría.

A la familia *Bustamante-Espino*, que hubieran ayudado si hubieran podido hacerlo.

AGRADECIMIENTOS

Por supuesto agradezco a *Alain Ize* su asesoría en la elaboración de esta tesis. Su paciencia, su atinada dirección y sus valiosos comentarios son un ejemplo de lo que debe ser un verdadero maestro. Mi deuda con él es impagable.

RESUMEN

El objetivo de la presente investigación es analizar los argumentos teóricos y empíricos, a favor y en contra, del sistema de consejo monetario, así como evaluar la factibilidad de instalar un consejo monetario en México. Las principales ventajas del consejo monetario son la credibilidad que imprime a las políticas de estabilización, la estabilidad en el tipo de cambio, el impulso a la integración económica y la simplicidad y transparencia de su funcionamiento. Por otro lado, las desventajas son las dificultades para ajustar el tipo de cambio real, el costo de eliminar el prestamista de última instancia, la pérdida de regulación monetaria y las variaciones en el valor de la moneda de reserva. No es posible decidir *a priori* si el beneficio de las ventajas es superior al costo de las desventajas, por lo que ello debe evaluarse de acuerdo a las circunstancias históricas de cada país.

Por los antecedentes de ataques especulativos exitosos en México, la única manera de fijar la paridad de manera creíble es a través de un consejo monetario. Sin embargo, actualmente (enero de 1998), parece que no hay necesidad de utilizar un ancla cambiaria. No obstante, el argumento definitivo a favor del consejo monetario en México es la creciente integración económica con los Estados Unidos de América. El consejo monetario no sólo facilitaría la integración, sino que también podría considerarse como una institución intermedia entre el régimen actual de libre flotación y una eventual unión monetaria en Norteamérica.

La fuerte inercia de la inflación mexicana y la fragilidad del sistema bancario pueden utilizarse como los principales argumentos en contra de la instalación del consejo monetario en nuestro país. Sin embargo, si el consejo monetario cuenta con la suficiente credibilidad, se mantiene la disciplina en las finanzas públicas y se efectúan las reformas estructurales y financieras indispensables para flexibilizar los mercados y fortalecer el sistema financiero, entonces ninguno de estos dos obstáculos se considera insalvable.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	2
1. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO MONETARIO.....	4
1.1. Antecedentes históricos	4
1.2. Reglas de operación.....	6
1.3. El mecanismo de ajuste de balanza de pagos	8
1.3.1. Banco central	8
1.3.2. Consejo monetario.....	11
2. VENTAJAS DEL CONSEJO MONETARIO.....	13
2.1. Credibilidad en las políticas de estabilización.....	13
2.2. Estabilidad en el tipo de cambio.....	15
2.3. Impulso a la integración económica	17
2.4. Simplicidad en el funcionamiento del consejo monetario.....	18
3. DESVENTAJAS DEL CONSEJO MONETARIO	21
3.1. Rigidez cambiaria	21
3.2. Pérdida de funciones del Banco Central.....	24
3.2.1. Costo de eliminar el prestamista de última instancia	24
3.2.2. Pérdida de regulación monetaria	30
3.2.3. Privatización del sistema de pagos	32
3.3. Variaciones en el valor de la moneda de reserva.....	33
3.4. Inconsistencia intertemporal.....	34
4. ARGUMENTOS A FAVOR DEL CONSEJO MONETARIO EN MÉXICO.....	35
4.1. Credibilidad en las políticas de estabilización.....	35
4.2. Estabilidad en el tipo de cambio.....	43
4.3. Integración con la economía norteamericana	44
4.4. Simplicidad en el funcionamiento del consejo monetario.....	45
5. ARGUMENTOS EN CONTRA DEL CONSEJO MONETARIO EN MÉXICO	47
5.1. Rigidez cambiaria.....	47
5.2. Pérdida de funciones del Banco Central.....	49
5.2.1. Costo de eliminar el prestamista de última instancia	49
5.2.2. Pérdida de regulación monetaria	55
5.2.3. Privatización del sistema de pagos	57
5.3. Variaciones en el valor del dólar	57
5.4. Inconsistencia intertemporal.....	58
6. REFORMAS PARA ESTABLECER UN CONSEJO MONETARIO EN MÉXICO .	59
6.1. Reformas al sistema financiero.....	59
6.2. Otras reformas estructurales	62
6.3. Elección del tipo de cambio.....	63
6.4. Estimación del monto de reservas internacionales	63
7. CONCLUSIONES.....	67
BIBLIOGRAFÍA.....	70

INTRODUCCIÓN

*Han descartado las viejas ideas
sin darse cuenta de las consecuencias.*
John Maynard Keynes

Al estallar la crisis económica a fines de diciembre de 1994, surgió un intenso debate sobre la factibilidad de instalar un consejo monetario en México. En ese momento se hizo patente la ausencia de un texto que reuniera los argumentos a favor y en contra de instalar un consejo monetario.

Si bien parece ser que el tema está -por ahora- pasado de moda, no hay que descartar la posibilidad de que un choque externo nos lleve a plantear nuevamente la necesidad de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal. En tales circunstancias, el único arreglo institucional creíble para fijar nuevamente la paridad es el consejo monetario, dado el éxito que han tenido en el pasado los ataques especulativos contra la moneda.

Asimismo, la creciente integración económica con los Estados Unidos de América nos indica que es tiempo de pensar en la unión monetaria con nuestro vecino del norte. En este sentido, el consejo monetario podría establecerse como una etapa intermedia entre la libre fluctuación de la moneda y la unión monetaria. De ahí la pertinencia de un texto que pondere las ventajas y riesgos de un consejo monetario.

El objetivo de esta investigación es ordenar los planteamientos teóricos y empíricos a favor y en contra del sistema de consejo monetario, en general, y sobre la factibilidad de instalar un consejo monetario en México, en particular. Así como señalar las reformas estructurales que es necesario llevar a cabo para que el consejo monetario pueda funcionar en nuestro país.

Para lograr estos objetivos, el presente trabajo se divide en siete capítulos: en el primero se describen las reglas de operación del consejo monetario. En el segundo capítulo, se analizan sus ventajas y, en el tercero, sus desventajas. En el cuarto capítulo, se revisan los argumentos a favor de instalar un consejo monetario en México y, en el quinto, se evalúan los argumentos en contra. Posteriormente, en el sexto capítulo, se señalan las reformas institucionales necesarias para establecer un consejo monetario en México. Finalmente, en el séptimo capítulo, se precisan algunas conclusiones inferidas en la presente investigación.

1. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO MONETARIO

1.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

El primer consejo monetario fue establecido en la colonia británica de Mauricio en 1849. Posteriormente, se establecieron consejos monetarios en otras colonias británicas de África, Asia, el Caribe y Medio Oriente, en donde llegaron a funcionar alrededor de setenta consejos.¹ También se establecieron consejos monetarios en países independientes como Argentina (1902-14 y 1927-29), Irak (1931-49), Irlanda (1928-1943), Danzig (1922-23), Panamá (1904-31), Yemen del Norte (1964-71) y en el gobierno provisional de Rusia del Norte (1918-19).²

El propósito del consejo monetario era dotar a los habitantes de las colonias de los beneficios de una moneda estable, pero sin los costos de utilizar la misma moneda que la metrópoli. Por una parte, los beneficios de contar con una moneda estable son: certidumbre económica, facilidad de realizar transacciones con el exterior y estabilidad de precios. Por otra parte, los costos de utilizar la moneda de otro país son de dos tipos: primero, el reemplazo de billetes y monedas perdidos o destruidos y, segundo, la pérdida de ingresos provenientes del señoreaje.³

Por lo que concierne al primer costo, los billetes perdidos no se pueden reemplazar imprimiendo nuevos, sino que se requiere enviar bienes o brindar servicios al país emisor para reponerlos. En cuanto al segundo, según Osband y Villanueva (1993) el señoreaje se define como la diferencia entre los intereses ganados de la inversión de las reservas internacionales y los gastos administrativos del consejo monetario, incluyendo los costos de imprimir billetes y acuñar monedas, a un nivel de precios estable.⁴ Si un país adopta la

¹Véase Walters, Alan y Steve H. Hanke (1992) p.558

²Véase Hanke, Steve H., Lars Jonung y Kurt Schuler (1993), apéndice.

³Cf. Williamson John (1995), p.5-6

⁴Osband, Kent y Delano Villanueva (1993), p.206

moneda de otro país, no tiene reservas internacionales que invertir y pierde el ingreso proveniente del señoreaje.⁵

Según Hanke y Schuler (1994) y Fieleke (1993), los consejos monetarios funcionaron sin mayor dificultad durante el periodo de aproximadamente cien años en que operaron. Por lo menos todos los consejos monetarios tuvieron éxito en mantener la paridad fija y convertibilidad completa, logrando con ello el florecimiento del comercio exterior, estabilidad de precios y entrada de inversión extranjera.⁶ Sin embargo, cabe preguntarse si éste desempeño fue consecuencia del sistema de consejo monetario o si, por el contrario, fue producto del *status* colonial de estos países o tuvo otras causas.

No obstante los resultados favorables del consejo monetario, cuando las colonias obtuvieron su independencia decidieron sustituirlo por el sistema de banco central, con el propósito de manejar la política monetaria a discreción para alcanzar un mayor desarrollo económico. Sólo las colonias británicas restantes: Hong Kong, Islas Caimán, Gibraltar e Islas Malvinas, y otros países pequeños como Brunei y Singapur, mantuvieron consejos monetarios.

Singapur abandonó el sistema de consejo monetario en 1973, lo mismo hizo Hong Kong en 1974. Sin embargo éste último reinstaló el consejo monetario en octubre de 1983, ante la inestabilidad en su moneda provocada por la incertidumbre política, derivada de las negociaciones entre los gobiernos chino e inglés para determinar la devolución de Hong Kong a la República Popular China.

A fines del siglo XX, ante la necesidad de contar con una moneda fuerte que coadyuve a lograr la estabilidad de precios y facilitar la integración financiera y comercial con el mercado mundial, algunos países han decidido establecer consejos monetarios. Tal es el caso de Argentina (abril de 1991), Estonia (junio de 1992), Lituania (abril de 1994), Bosnia (1996) y Bulgaria (julio de 1997).

⁵Según Fieleke (1992, 15) Panamá perdió, en 1991, el equivalente al 0.5 por ciento de su producto interno bruto por concepto de señoreaje, al utilizar el dólar norteamericano como moneda.

⁶Fieleke, Norman S. (1993) p.20; Hanke, Steve H. y Kurt Schuler (1994) p.55

1.2. REGLAS DE OPERACIÓN

El consejo monetario se define como una institución monetaria que emite base monetaria completamente respaldada por reserva de moneda extranjera y convertible por esta moneda a una tasa fija por ley y sin límite. El consejo monetario está obligado a mantener reservas cercanas o iguales al 100% de los billetes y monedas en circulación.

En su versión ortodoxa, el consejo monetario emite billetes y monedas solamente cuando recibe moneda de reserva. De esta manera, su balance general consiste de tenencias de moneda de reserva, en el lado de los activos, y un valor similar de billetes y monedas en manos del público y de la banca comercial, en el lado de los pasivos. Un consejo monetario normalmente mantiene un valor de activos mayor al de pasivos, para protegerse del riesgo de una disminución en el valor de mercado de sus activos, a consecuencia, por ejemplo, del aumento en la tasa de interés del país de origen de la moneda de reserva. Cuando el capital del consejo monetario crece alrededor de un 5% ó 10%, como resultado de los ingresos de señoreaje, los recursos excedentes usualmente se transfieren al gobierno.

En este tipo de consejo desaparecen o se delegan todas las funciones del banco central, excepto la facultad de emitir moneda, lo cual implica la pérdida de la política monetaria. De esta manera, la base monetaria sólo puede aumentar cuando el sector privado le vende moneda de reserva al consejo y viceversa: la base monetaria disminuye cuando el sector privado financia un déficit de balanza de pagos, es decir, cuando vende efectivo al consejo y compra moneda de reserva. Así, las fuerzas de mercado determinan la cantidad ofrecida de billetes, monedas y depósitos, esto es, la oferta monetaria responde pasivamente a la demanda.

En la práctica hay pocos ejemplos de consejo monetario ortodoxo, ya que se suelen conservar algunas de las funciones del banco central. En su versión heterodoxa, el consejo monetario acepta depósitos de la banca comercial, los cuales se hallan también plenamente respaldados.⁷

⁷Véase Hanke, Steve H. y Kurt Schuler (1994), p.3

La comparación del balance simplificado del consejo monetario, en ambas versiones, y del banco central, permite destacar algunas diferencias entre ambas instituciones (cuadro 1).

**CUADRO 1
BALANCE DEL BANCO CENTRAL Y LOS CONSEJOS MONETARIOS**

Consejo Monetario Ortodoxo	
Activos	Pasivos
Activos líquidos en moneda de reserva	Billetes y monedas Capital
Consejo Monetario Heterodoxo	
Activos	Pasivos
Activos líquidos en moneda de reserva	Billetes y monedas Depósitos de la banca comercial Capital
Banco Central	
Activos	Pasivos
Activos líquidos en moneda de reserva	Billetes y monedas
Activos internos (deuda del gobierno)	Depósitos de la banca comercial Capital

Fuente: Williamson, John (1995), p.3

La principal diferencia entre el banco central y el consejo monetario es que el banco central mantiene activos internos además de externos, de los cuales normalmente el más importante es la deuda del gobierno. De esta manera, las transacciones con activos internos le permite a la banca central controlar la base monetaria.

Las restantes diferencias en el funcionamiento de ambos tipos de instituciones se señalan a continuación en el cuadro 2:

CUADRO 2
DIFERENCIAS ENTRE UN BANCO CENTRAL
Y UN CONSEJO MONETARIO ORTODOXO

BANCO CENTRAL	CONSEJO MONETARIO ORTODOXO
Regulación de la base monetaria.	La base monetaria se determina por el nivel de reservas internacionales.
Respaldo variable en reservas internacionales.	Respaldo de 100% en reservas internacionales.
Prestamista de última instancia.	La función de prestamista de última instancia está limitada por el monto de reservas excedentes.
Banco del gobierno.	El gobierno recurre a la banca comercial para financiarse.
Sistema de pagos.	Esta función se privatiza.
Supervisión bancaria.	La función la puede recoger el gobierno.

La comparación de las ventajas y desventajas de ambos tipos de sistemas se analizarán más adelante.

1.3. EL MECANISMO DE AJUSTE DE BALANZA DE PAGOS

1.3.1. Banco central

El banco central puede controlar a discreción la base monetaria en base a los siguientes mecanismos:

- a) Operaciones de mercado abierto.
- b) Intervención en el mercado de cambios.
- c) Préstamos y descuentos a la banca comercial.
- d) Financiamiento al gobierno.
- e) Requerimiento de reservas legales mínimas (encaje legal).

De acuerdo al balance del banco central, la base monetaria o dinero de alto poder (H) es igual a las reservas internacionales (R) más los activos internos netos o crédito interno (C):

$$H = R + C$$
$$\Rightarrow R = H - C$$

Asimismo, la balanza de pagos es igual al cambio en las reservas internacionales:

$$\dot{R} = \dot{H} - \dot{C} \quad (1.1)$$

El punto sobre las variables indica que se trata de su derivada con respecto al tiempo.

Esta identidad proporciona el marco en el cual se pueden comparar las diferentes reglas de ajuste que rigen el sistema de banco central y el de consejo monetario. La política monetaria -entendida como las variaciones en el componente interno de la base monetaria- seguida por el banco central, puede estar basada en algún punto intermedio de las siguientes dos reglas extremas:

a) Regla de patrón oro.- Esta regla se denomina así porque preserva la característica de ajuste automático propia del sistema de patrón oro. El objetivo de esta regla es mantener constantes las reservas internacionales. Esto es:

$$\bar{R} = \dot{H} - \dot{C} \quad (1.2)$$

Donde la barra sobre la variable indica que es constante.

En esta regla la variación de la base monetaria se acompaña de un cambio en el mismo signo en el nivel de crédito interno. De esta manera, el efecto de los cambios de la base monetaria sobre la tasa de interés es reforzado por la variación en el crédito interno, con el fin de asegurar que las reservas internacionales permanezcan constantes. Por ejemplo, cuando tiene lugar un déficit en balanza de pagos se reduce la base monetaria y la falta de liquidez provoca el aumento en la tasa de interés. El banco central vende bonos y, con ello, comprime aún más la liquidez, con la finalidad de que el aumento en la tasa de interés sea mayor.

El alza en la tasa de interés tiende a producir un superávit tanto en la cuenta de capital como en la cuenta corriente: primero, el aumento en la tasa de interés vuelve más rentables los activos internos para el inversionista, por lo que se revierte la salida de divisas; segundo,

con el incremento en la tasa de interés se reduce la absorción y, con ello, cae la demanda por importaciones. Si los precios son flexibles, la caída en la absorción provoca, además, el descenso en el nivel de precios, con lo que las exportaciones se vuelven más competitivas. Así, la cuenta corriente tiende a nivelarse debido tanto a una caída de las importaciones, como a un aumento de las exportaciones.

Por un lado, ésta regla tiene la ventaja de conseguir un ajuste de manera automática, por otro lado, su principal desventaja es que el aumento en la tasa de interés puede llevar a una recesión y a la caída del empleo. Además, puede generar problemas de cartera vencida que deriven en la quiebra de empresas endeudadas y crisis en el sistema bancario.

b) Regla de base monetaria exógena.- Es la regla opuesta a la anterior y se le conoce también como "esterilización". Esta regla consiste en neutralizar los cambios en la base monetaria provenientes de variaciones en las reservas internacionales por medio de cambios en el nivel de activos internos:

$$\dot{R} = \bar{H} - \dot{C} \quad (1.3)$$

Supóngase que se presenta un déficit en balanza de pagos, con ello la base monetaria tenderá a disminuir. Para evitar que esto ocurra, el banco central puede inyectar liquidez al mercado a través de préstamos a los bancos o vía compra de bonos. Así, se neutraliza el aumento en la tasa de interés y, por lo tanto, el nivel de reservas internacionales probablemente siga disminuyendo.

Ahora supóngase que se presenta un superávit en balanza de pagos. Para que no se modifique la base monetaria el banco central va a intervenir en el mercado de cambios comprando divisas y, por medio de operaciones de mercado abierto, va a vender bonos para retirar la liquidez que se inyectó. De esta manera, se incrementa la tasa de interés y, por lo tanto, el superávit en balanza de pagos tiende a aumentar aún más. Por todo lo anterior, puede afirmarse que esta regla rompe el mecanismo de ajuste automático ante un desequilibrio en balanza de pagos.

La principal ventaja de este mecanismo es que evita las variaciones fuertes en la tasa de interés y, por lo tanto, se protege al sistema financiero y se evitan fluctuaciones en el producto y en el nivel de empleo. Sin embargo, la desventaja es que cancela el ajuste automático de balanza de pagos. Por lo anterior, bajo esta regla de ajuste es difícil sostener un tipo de cambio fijo.

Se pueden concebir reglas que combinen características de estos dos principios, como la esterilización parcial. Sin embargo, las reglas básicas son las que tienen que compararse con la regla de consejo monetario para establecer las ventajas y desventajas de un consejo monetario contra un banco central.

1.3.2. Consejo monetario

En un consejo monetario ortodoxo la base monetaria no puede ser manejada a discreción por las autoridades monetarias, debido a la obligación de mantener un tipo de cambio fijo con la moneda de reserva y el requisito de mantener un respaldo de 100%.

La oferta monetaria responde de manera endógena a variaciones en la demanda a través de los siguientes mecanismos: adquisición de reservas por parte del sistema, variaciones en la relación depósitos-reservas de los bancos, utilización de fondos de reservas entre las sucursales bancarias del país del consejo monetario y el país de origen de la moneda de reserva, préstamos interbancarios y variaciones en la razón depósitos-efectivo del público.

La regla que rige el ajuste en un sistema de consejo monetario es una política intermedia entre las reglas descritas en las ecuaciones (1.2) y (1.3). La principal diferencia con las reglas anteriores es que el nivel de activos internos permanece constante, de tal modo que la base monetaria cambia directamente con el nivel de reservas internacionales:

$$\dot{R} = \dot{H} - \bar{C} \quad (1.4)$$

En el consejo monetario ortodoxo simplemente no existen activos internos, por lo que la ecuación (1.4) se simplifica:

$$\dot{R} = \dot{H} \quad (1.5)$$

El ajuste de balanza de pagos se realiza vía tasa de interés y, si los precios son flexibles, también puede lograrse vía precios. Los cambios en las tasas de interés logran el ajuste a través tanto de la cuenta corriente como de la cuenta de capital.

Supóngase que se presenta un déficit en balanza de pagos, el público compra moneda de reserva para financiar el déficit, con lo que la base monetaria y las reservas internacionales disminuyen a la vez. Al disminuir la liquidez de la economía suben las tasas de interés, lo que mejora la cuenta de capitales al hacer más rentables los activos internos. Al mismo tiempo, la disminución de la absorción provoca la disminución de las importaciones, con lo que mejora el saldo en cuenta corriente. A su vez, suponiendo que los precios son flexibles, la disminución en la absorción provoca un descenso en el nivel de precios, lo cual implica que las exportaciones se vuelven más competitivas y aumenta la demanda externa por los bienes comerciables.

Similarmente, un superávit en balanza de pagos conduce al aumento de la base monetaria, debido a la entrada de divisas, lo que se refleja en el descenso de la tasa de interés. Esto provoca que la absorción aumente, con lo que se reduce el superávit en cuenta corriente. Al mismo tiempo, se vuelve más atractivo invertir en activos del exterior, por lo que se deteriora el saldo en la cuenta de capital.

Por todo lo anterior, con la regla de consejo monetario el desequilibrio en balanza de pagos se corrige automáticamente, a diferencia de la regla de esterilización. Además, en este mecanismo las variaciones en las tasas de interés son menos intensas que en el caso de la regla patrón oro bajo un sistema de banco central. Sin embargo, tiene la desventaja de permitir mayores fluctuaciones en la tasa de interés que la regla de base monetaria, además de que es una regla menos rápida para lograr el ajuste que la regla de patrón oro.

2. VENTAJAS DEL CONSEJO MONETARIO

2.1. CREDIBILIDAD EN LAS POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN

La política fiscal y monetaria están estrechamente vinculadas y deben estar coordinadas debido a que la autoridad monetaria es la que controla el ingreso del señoreaje, que es una fuente de ingresos del gobierno. Según Sargent y Wallace (1986) sólo hay manera en que ambas políticas pueden ser consistentes en el largo plazo: cuando la autoridad monetaria es lo suficientemente fuerte como para imponerle una restricción presupuestaria al gobierno.

Si, por el contrario, la autoridad monetaria se limita a acomodar el déficit público a través del manejo de la deuda del gobierno, el resultado es el aumento del pago de intereses, lo cual conduce a déficits cada vez más grandes. Esta política no puede continuar indefinidamente, ya que llegará el momento en que el gobierno tenga que aumentar los impuestos para poder cumplir con sus compromisos financieros. Asimismo, si el déficit público se financia mediante emisión de moneda, el resultado es inflación crónica, que puede dar origen a una hiperinflación.

Por lo anterior, muchos países han tratado de fortalecer a sus autoridades monetarias a través de establecer legalmente la independencia del banco central. Existe evidencia empírica que muestra que los países desarrollados que cuentan con los bancos centrales más independientes son los que registran menor inflación.⁸ Sin embargo, puede argüirse que en esta correlación podrían influir otros factores, además de la autonomía del banco central, como pueden ser la prudencia de los gobiernos y las preferencias del electorado. En este contexto, la autonomía del banco central es sólo un elemento más de todo un marco institucional adecuado para lograr economías estables y, probablemente, no sea el elemento más importante.⁹

⁸Cf. Banaian, K., L.O. Laney y T.D. Willett (1983)

⁹Véase Goodhart, Charles A.E. (1995), p.63-67

Quizá el hecho de garantizar la independencia del banco central sea una medida suficiente en países con tradición democrática y donde el banco central tiene credibilidad. Sin embargo, en países que no cumplen estos requisitos la mayor autonomía del banco central puede ser poco creíble y aunque se garantice *de jure* podría no ocurrir *de facto*. Esta puede ser la explicación de que en los países en desarrollo no se observa una correlación significativa entre independencia del banco central e inflación, como en el caso de los países desarrollados.¹⁰

Otra medida que puede utilizarse para imponerle una restricción presupuestaria al gobierno y, con ello, darle credibilidad a las políticas de estabilización, es el establecimiento de un consejo monetario. En este sistema, la autoridad monetaria se limita a cumplir la regla de respaldo, sin tener que emitir moneda o prestar al gobierno. El déficit sólo puede financiarse a través de la contratación de deuda en los mercados financieros interno o externo.

En caso de que se instale el consejo monetario y el gobierno no equilibre sus finanzas, entonces puede ocurrir que el gobierno se endeude en el interior y en el exterior de tal modo que aumenten las tasas de interés, se llegue a la bancarrota y, finalmente, tenga que abandonarse el sistema de consejo monetario.¹¹ Este caso es poco probable debido al costo político que conlleva un comportamiento de esta naturaleza.

Por todo lo anterior, la instalación de un consejo monetario requiere un compromiso claro del gobierno por mantener finanzas públicas sanas, lo que le da mayor credibilidad a los planes de estabilización y al mantenimiento del tipo de cambio. Por ello, la instalación de un consejo monetario es recomendable para los países cuyas autoridades tengan poca credibilidad para llevar a cabo un programa de estabilización exitoso.

¹⁰Cukierman, Alex, Steven B. Webb y Bilin Neyapti (1992)

¹¹Cf. Williamson, John (1995), p.16

2.2. ESTABILIDAD EN EL TIPO DE CAMBIO

El consejo monetario no sólo cuenta con las ventajas y desventajas propias de un tipo de cambio fijo, sino que también tiene la virtud de ser un arreglo institucional sólido para mantener la paridad.

Las principales ventajas de un tipo de cambio fijo son que, por un lado, éste puede utilizarse como ancla nominal para contener la inflación y, por otro, simplifica la integración comercial y financiera con el resto del mundo, volveremos sobre esta última cuestión en el próximo apartado.

El ancla cambiaria tiene las ventajas de ser más visible para los agentes económicos y más sencilla de instrumentar que otros mecanismos. Por ejemplo, el ancla monetaria -que consiste en trazar como meta de política monetaria una tasa de crecimiento constante de la oferta monetaria- no sólo es poco visible para los agentes económicos, sino que es complicado establecer la tasa de crecimiento de la oferta monetaria adecuada, además, con este instrumento se pierde la capacidad de responder ante cambios de corto plazo en la demanda de dinero, lo que puede provocar mucha variabilidad en la tasa de interés. Por lo anterior, el tipo de cambio fijo es el ancla nominal más recomendable.

Sin embargo, para que el ancla cambiaria tenga éxito es necesario que la paridad sea creíble. El banco central tiene menos credibilidad que el consejo monetario para mantener la paridad. Ello se debe a que el banco central realiza otras funciones además de la de mantener el tipo de cambio, es decir, las reglas que sigue el banco central pueden ser inconsistentes con la política cambiaria.¹² El consejo monetario, en cambio, renuncia a la posibilidad de ejercer una política monetaria y se garantiza en una ley la paridad fija. Así, el costo económico y político de devaluar es más alto que en el caso del banco central, por lo que tiene mayor credibilidad para sostener la paridad.

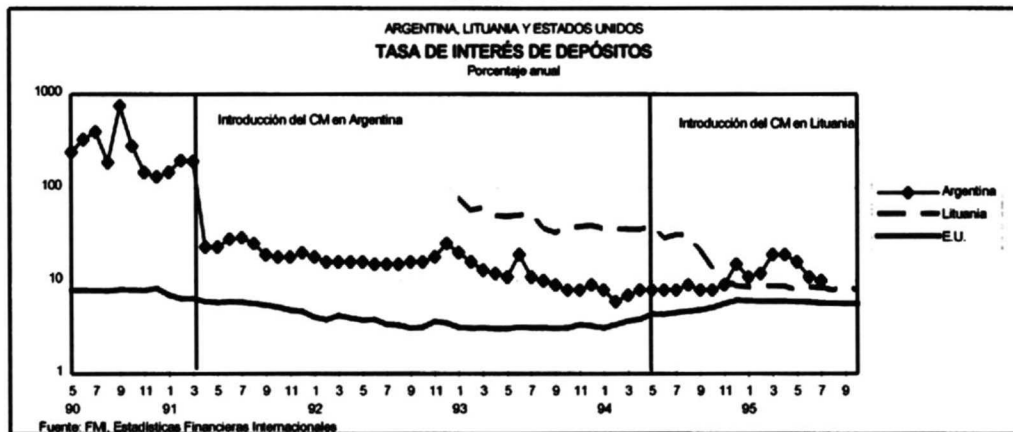
La credibilidad de la política cambiaria en el consejo monetario conduce a que las tasas de interés sean menores que en un sistema de banco central, debido al descenso en la

¹²Hanke, Steve H. y Kurt Schuler (1994), p.14

prima de riesgo. Bajo el consejo monetario las tasas de interés son establecidas libremente por los bancos comerciales pero, debido al arbitraje, es poco probable que éstas se desvíen en grandes magnitudes, por períodos largos de tiempo, de la tasa prevaleciente en el país de origen de la moneda de reserva.¹³

Por ejemplo, en Argentina, a raíz de la instalación del consejo monetario, la tasa de interés mensual de depósitos y la tasa interbancaria de mercado se redujo de 9.2% y 12.5% en marzo de 1991 a 1% y 1.4% en abril, respectivamente. Igualmente en Lituania se registró un fuerte descenso en las tasas de interés y una rápida convergencia a la tasa prevaleciente en Estados Unidos, con la introducción del consejo monetario (gráfica 2.1).¹⁴

Gráfica 2.1



Por lo anterior, la instalación de un consejo monetario es recomendable para países que requieran fijar el tipo de cambio como ancla nominal, ya sea para lograr una mayor estabilidad de precios o para conseguir una mayor integración en una región económica.

¹³Bennet, Adam G.G. (1994), p. 20 y Hanke, Steve H. y Kurt Schuler (1994), p.15

¹⁴Sólo en el caso de una crisis bancaria, que impide un proceso de arbitraje eficiente, puede tener lugar una lenta convergencia de la tasa de interés. Tal es el caso de Estonia durante 1993. Véase Santiprabhob, Veerathai (1997) p.7.

2.3. IMPULSO A LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA

El tipo de cambio fijo facilita el proceso de integración económica y financiera. Este razonamiento está basado en la teoría del área monetaria óptima (*optimum currency area*), en la que se afirma que el tipo de cambio vinculado a la moneda del principal socio comercial, disminuye el costo de transacción de los intercambios comerciales. Este proceso fomentará el aumento de los flujos de comercio e inversión y, por lo tanto, facilitará la integración en una región económica.¹⁵

Sin embargo, la aparente paradoja es que el tipo de cambio fijo puede provocar mayor incertidumbre en el tipo de cambio de real que el tipo de cambio flexible. Ello puede ocurrir si los agentes económicos esperan que la paridad fija provoque la sobrevaluación del tipo de cambio real. En este caso los empresarios decidirán invertir en el sector de bienes no comerciables, debido a que las utilidades esperadas en el sector de bienes comerciables son decrecientes. De esta manera, el tipo de cambio fijo podría retrasar la integración económica, en vez de acelerarla.

Por ello, al vincular la moneda con la moneda de reserva deben tomarse las medidas necesarias para evitar la apreciación del tipo de cambio real, entre las que destacan el mantenimiento de una estricta disciplina fiscal. A su vez, deben instrumentarse las medidas necesarias que permitan que el tipo de cambio real pueda ajustarse vía precios, en caso de que llegue a sobrevaluarse, como pueden ser las reformas encaminadas a lograr mayor flexibilidad en los mercados.

El mercado de futuros de la moneda es otro elemento que disminuye la necesidad de contar con un tipo de cambio fijo para facilitar la integración comercial. Gracias a este mercado, los comerciantes pueden cubrirse de las variaciones imprevistas de la moneda en el corto plazo. Sin embargo, los inversionistas no pueden cubrirse a través de éste mercado, debido a que los proyectos de inversión son generalmente de plazos más largos que los

¹⁵Cf. Caves; R. E., J. A. Frankel y R.W. Jones (1993), p.554-555.

cubiertos por los futuros. Por ello, la paridad fija estimularía el incremento de los flujos de inversión extranjera directa.

Por todo lo anterior, el consejo monetario estimula la integración económica y financiera, siempre y cuando se instrumenten las medidas correspondientes para evitar la apreciación del tipo de cambio real y para corregir la sobrevaluación.

2.4. SIMPLICIDAD EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO MONETARIO

La ausencia de discrecionalidad que tiene la autoridad monetaria en el consejo monetario asegura el ejercicio de una política monetaria consistente con el objetivo de mantener la paridad. De esta manera, los agentes económicos saben de antemano las reglas que rigen el comportamiento de la autoridad monetaria y, con ello, se reducen los incentivos a atacar la moneda.

Sin embargo, el consejo monetario no implica que se inmunice completamente contra los ataques especulativos. Por ejemplo, Hong Kong experimentó fuertes presiones sobre su moneda en 1985 y en octubre de 1997, y Argentina en 1995 como resultado del llamado "efecto tequila".¹⁶

El hecho de que la autoridad monetaria siga una regla simple o actúe según las circunstancias, es un problema que aún no está resuelto en la teoría económica. Existen argumentos sólidos tanto a favor como en contra de la flexibilidad de la autoridad monetaria. En general, actualmente pueden distinguirse dos escuelas de pensamiento que están a favor de las reglas, mientras que existe una tercera escuela que favorece la flexibilidad de la autoridad monetaria.

Por un lado, la escuela monetarista señala que el efecto de la política monetaria sobre, por ejemplo, los cambios de precios, es variable en el tiempo y en intensidad. A menos que

¹⁶Se le llamó "efecto tequila" a la crisis de confianza que el estallido de la crisis en México, en diciembre de 1994, produjo en otros países con mercados emergentes, particularmente sobre las bolsas de valores y los sistemas bancarios. Véase Calvo, Guillermo A. (1995) y Machinea, J.L. (1996)

el banco central sepa con cuánto tiempo de rezago y en qué magnitud va a cambiar el nivel de precios ante un cambio en la base monetaria, su actuación puede desestabilizar más que estabilizar la economía. Por ello, lo mejor que puede hacer la autoridad monetaria es seguir una regla simple y transparente para todos, debido a que no se pueden conocer con precisión los resultados de su desempeño.¹⁷

Para la escuela de las expectativas racionales, los agentes económicos se anticipan al comportamiento del banco central. El gobierno tiene problemas para lograr sus metas porque el efecto en las variables reales depende de la sorpresa que se cause sobre los agentes económicos. Así, el gobierno tiene incentivos para tratar de sorprender a los agentes, pero si éstos anticipan correctamente un aumento en la oferta monetaria -por ejemplo-, entonces ajustan los precios y las tasas de interés, de tal modo que la actuación del banco central no tiene ningún efecto real en la economía, sino que el resultado final es sólo un nivel más alto de inflación. Bajo este punto de vista no tiene sentido permitir la actuación discrecional de la autoridad monetaria, por lo que es mejor establecer arreglos institucionales para que la autoridad monetaria se comprometa a seguir reglas sencillas y transparentes.¹⁸

Por otro lado, la escuela nuevo keynesiana señala la importancia de la actuación discrecional del banco central. En un mundo caracterizado por la fragilidad financiera y fuertes ciclos económicos, el banco central tiene un papel muy importante que jugar en el desarrollo de las instituciones bancarias y financieras internas en los países subdesarrollados, así como en la regulación de las condiciones de financiamiento en los países avanzados durante el ciclo económico.¹⁹

La sencillez de la regla de consejo monetario lo hace atractivo para las escuelas de pensamiento que defienden las ventajas de las reglas simples. De cualquier manera, independientemente de los argumentos a favor o en contra de la actuación discrecional, la simplicidad de la regla de consejo monetario tiene las siguientes ventajas:

¹⁷Cf. Friedman, Milton (1959), capítulo 4

¹⁸Cf. Kydland, Finn E. y Edward C. Prescott (1977) y Kydland, Finn E. (1992)

¹⁹Cf. Minsky, Hyman P. (1977) y Keynes, John M. (1937)

-
- a) El comportamiento es transparente para todos los agentes económicos, por lo cual éstos pueden ajustar su conducta para que el sistema funcione mejor.
 - b) Implica un compromiso institucional claro por seguir una política monetaria y fiscal consistente con el objetivo de mantener un tipo de cambio fijo.
 - c) La regla de operación del consejo monetario evita sorpresas en la política monetaria por lo que el compromiso de mantener la inflación baja es creíble.
 - d) Su operación está libre de presiones políticas coyunturales.
 - e) Se requieren menores gastos administrativos y personal que en el caso de un banco central.

Por ello, el consejo monetario es recomendable si las autoridades monetarias cuentan con poco margen de maniobra para seguir una política independiente del gobierno. Además, es una buena opción para países subdesarrollados que no cuentan con el personal y los recursos suficientes para hacerse cargo, de manera eficiente, de las funciones propias de un banco central.

3. DESVENTAJAS DEL CONSEJO MONETARIO

3.1. RIGIDEZ CAMBIARIA

En el consejo monetario el tipo de cambio real puede apreciarse por cualquiera de las siguientes circunstancias:

Primero, por la presencia de un fuerte componente inercial en el proceso inflacionario, lo que puede ser consecuencia tanto de la indexación hacia atrás como de la existencia de contratos traslapados.

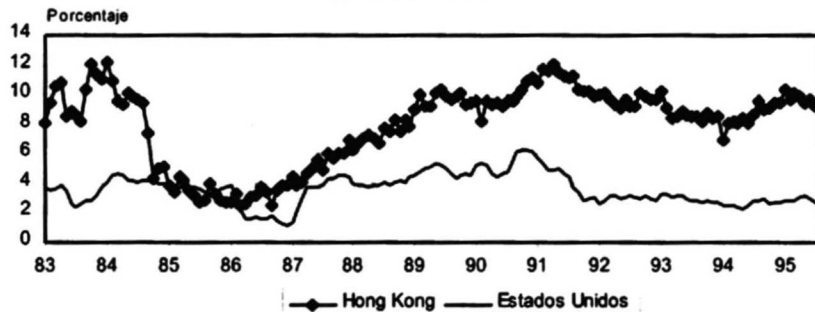
Segundo, por variaciones en los términos de intercambio. Por ejemplo, supóngase un país importador de petróleo que funcione sin dificultad bajo un consejo monetario, si tiene lugar una disminución en los precios del petróleo sufrirá una mejoría en los términos de intercambio, que provocará la apreciación del tipo de cambio real.

Tercero, la moneda de reserva generalmente corresponde a un país industrializado, donde el crecimiento de la productividad tiende a ser más lento que en países menos desarrollados con tasas de crecimiento elevadas. En un país en desarrollo, el incremento en la productividad en el sector de bienes comerciables puede traer consigo el crecimiento del salario real en este sector y, en el largo plazo, en toda la economía. Con una oferta inelástica de bienes no comerciables, el precio relativo de este tipo de bienes podría crecer más rápido que en los países desarrollados. De esta manera, el país con elevado crecimiento de la productividad en bienes comerciables puede crecer con inflación y, por tanto, con una constante apreciación del tipo de cambio.²⁰ Sin embargo, el elevado crecimiento de la productividad en el sector de bienes comerciables trae como consecuencia que el proceso de constante apreciación del tipo de cambio sea sostenible en el largo plazo, es decir, se trata de una apreciación en el tipo de cambio de equilibrio.

²⁰Para una descripción más detallada de este argumento véase Dornbush, Rudiger (1988), p.4-8.

Este proceso explica por qué la inflación en Hong Kong ha sido constantemente más alta que en Estados Unidos, que es el país de origen de la moneda de reserva (gráfica 3.1).

Gráfica 3.1
HONG KONG Y EU: INFLACIÓN
EN EL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
variaciones anuales



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Cuarto, si el programa de estabilización es creíble entonces aumenta la confianza y, con ello, se incrementa la propensión a consumir. El crecimiento del gasto puede provocar mayor inflación y apreciación del tipo de cambio real.

La apreciación del tipo de cambio real es un problema porque, a excepción del tercer punto, deteriora la competitividad del aparato productivo del país. El mecanismo de ajuste automático del consejo monetario puede evitar los problemas de balanza de pagos por medio de movimientos en la tasa de interés, pero la sobrevaluación puede llevar a la economía a un equilibrio con elevados niveles de desempleo y crecimiento limitado.

Osband y Villanueva (1992) sugieren dos alternativas para evitar la sobrevaluación del tipo de cambio: primero, antes de fijar el tipo de cambio se puede recurrir a una devaluación para obtener un margen de subvaluación. Sin embargo, esta medida tiene la desventaja de encarecer los bienes e insumos importados, de tal manera que el tipo de cambio podría funcionar como grúa en vez de ancla de la inflación, lo cual conduce a que se pierda rápidamente el margen de subvaluación.

Segundo, el arreglo de consejo monetario podría permitir un grado limitado flexibilidad cambiaria. De esta manera, se podría establecer con anticipación un desliz de moneda respecto a la moneda de reserva, el cual disminuiría gradualmente hasta permiti fijación del tipo de cambio, conforme el programa de estabilización gane credibilidad y ... inflación disminuya. La puesta en marcha de este mecanismo implica también un paquete de medidas anti-inflacionarias para que la política económica sea congruente con los objetivos de la política cambiaria.

Sin embargo, la principal falla de estas propuestas es que no consideran la necesidad de ajustar el tipo de cambio real cuando tienen lugar variaciones en los términos de intercambio.

En el consejo monetario la única manera de ajustar el tipo de cambio real es vía precios, porque una devaluación implicaría la pérdida de confianza en esta institución. Si se establecen antecedentes de realineación del tipo de cambio, las tasas de interés tenderán a ser más variables y elevadas en promedio, ya que reflejarán los periodos de especulación sobre un probable ajuste a la paridad.

Si los precios internos fueran tan flexibles como el tipo de cambio nominal, entonces no habría ninguna diferencia entre la deflación y la devaluación. Sin embargo, en las economías contemporáneas los precios son poco flexibles a la baja y aunque hubiera algunos precios flexibles, no todos lo serían en la misma magnitud. De esta manera, cuando se pretendiera reajustar el tipo de cambio real con una deflación, inevitablemente surgirían distorsiones en la economía interna derivadas de los diferentes *grados de flexibilidad de los precios*. En este sentido, es más sencillo y eficiente que cambie solamente el tipo de cambio nominal, a que cambien cada uno de los precios que conforman la estructura de precios interna de una economía.²¹

Los salarios suelen ser los precios más rígidos a la baja. Por lo tanto, una sobrevaluación del tipo de cambio real, que pretenda ser eliminada con una deflación,

²¹Véase Friedman, Milton (1953), p.165 y p.173.

probablemente producirá desempleo antes que una caída suficiente en el salario. El desempleo conducirá a la reducción de la masa salarial que llevará, a su vez, a la contracción de la demanda. Finalmente la reducción en la demanda conducirá a un descenso en el nivel de precios, pero a costa de un alto desempleo.²² Este es un método costoso para realinear el tipo de cambio, sobre todo para las economías modernas donde uno de los problemas fundamentales, a fines del siglo XX, es la crisis de empleo productivo. Por lo anterior, los países que instalen un consejo monetario requieren de garantizar la flexibilidad de los contratos laborales y de los precios, para tratar de evitar la recesión y las distorsiones que generaría el ajuste del tipo de cambio real.

Por lo anterior, la instalación del consejo monetario no es recomendable para países cuya inercia inflacionaria los lleve a una rápida apreciación de la moneda. Tampoco lo es para los países que sean muy vulnerables a los choques en los términos de intercambio, como pueden ser los países miembros de la OPEP. Asimismo, las economías que se encuentren con mercados laborales rígidos experimentarán un mayor costo político para instalar el consejo monetario.

3.2. PÉRDIDA DE FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL

En un consejo monetario algunas funciones que realiza el banco central son suprimidas o delegadas a otras instituciones, lo que implica costos que deben evaluarse antes de establecer el consejo.

3.2.1. Costo de eliminar el prestamista de última instancia

El sistema bancario es frágil por naturaleza, debido a que los activos bancarios son generalmente préstamos de largo plazo, mientras que los pasivos están constituidos preferentemente por depósitos a la vista y de corto plazo. Es decir, el sistema bancario tiende a presentar problemas de liquidez aunque sea solvente.

²²Véase Friedman, Milton (1953), p.165.

Un banco solvente puede quebrar debido tanto a una retirada masiva de depósitos, como a un movimiento adverso en el precio de los activos. El retiro de depósitos puede ocurrir simplemente porque los agentes creen que es probable que se produzca. Esto se debe a un problema de información asimétrica: si los depositantes no conocen con precisión el valor del portafolio de un banco, entonces la quiebra de un sólo banco puede alterar las expectativas de los depositantes acerca de la solvencia de otros bancos. En una situación de pánico, ante el retiro masivo de depósitos, el banco tendrá que malbaratar sus activos debido a la rapidez con la que tienen que ser vendidos. De esta manera, el banco puede quebrar aunque sea solvente.²³

Asimismo, las fuertes variaciones en la tasa de interés o en el tipo de cambio pueden conducir a la caída en el precio de los activos. Si se considera que el precio nominal de los pasivos del sistema bancario permanece fijo, la reducción en el precio de los activos puede convertir en insolvente a un elevado porcentaje del sistema bancario.²⁴

En ambas situaciones, los pánicos bancarios pueden traducirse en crisis económica de gran envergadura, por lo que, desde el punto de vista de la política pública, es necesaria la presencia de instituciones que impidan el desarrollo de una crisis bancaria. Los instrumentos más importantes para prevenir las crisis bancarias son las medidas de regulación y supervisión, el establecimiento de seguros de depósitos y el suministro de liquidez a través del banco central, que actúa como prestamista de última instancia.

En un consejo monetario el sistema bancario es más vulnerable que un sistema de banco central, por dos razones: primero, la volatilidad de la tasa de interés es mayor, lo que se debe tanto a las limitaciones del consejo monetario para realizar operaciones monetarias,²⁵ como a que los ajustes en balanza de pagos recaen solamente en la tasa de interés. Segundo, la función de prestamista de última instancia que pueda prestar la autoridad monetaria está limitada por el monto de reservas de moneda extranjera excedente

²³Un modelo de expectativas autocumplidas para el caso de pánicos bancarios ha sido realizado por Diamond, Douglas W. y Philip H. Dybvig (1983).

²⁴Caprio, Gerard, *et.al.* (1996), p.19.

²⁵Véase el próximo apartado.

respecto a la cantidad mínima requerida por el consejo monetario para respaldar la moneda.²⁶

Sin un prestamista de última instancia el riesgo de que un problema de liquidez se traduzca en una crisis bancaria es mucho mayor. Sin embargo, la supresión del prestamista de última instancia puede traer beneficios económicos, ya que elimina el problema de riesgo moral (*moral hazard*), que consiste en lo siguiente: cuando se cuenta con una institución de respaldo, por una parte, los depositantes tienen menos incentivos para elegir eficientemente un banco y supervisar su conducta y, por otra parte, los ejecutivos del banco tienen más incentivos a llevar una política riesgosa. Sin una institución de respaldo los bancos van a tratar de equilibrar pasivos y activos y aumentar sus reservas. No obstante, el riesgo moral no se suprime por completo, ya que la amenaza del gobierno de dejar quebrar los bancos si estos se encuentran en crisis podría no ser del todo creíble, aún en el caso de que no exista un prestamista de última instancia.

Los costos de no contar con un prestamista de última instancia podrían ser mayores que los beneficios. Con un prestamista de última instancia ilimitado, el problema de riesgo moral puede tratar de disminuirse con una regulación eficiente, pero sin un prestamista, aumenta el riesgo de que una crisis bancaria conlleve a una caída abrupta del ingreso del país.

Es por ello que el consejo monetario requiere de un sistema bancario fuerte, tanto para que se reduzca la necesidad de recurrir a un prestamista de última instancia, como para que la salud de los bancos no se deteriore con las fluctuaciones de la tasa de interés. Asimismo, los bancos comerciales pueden solucionar los problemas de liquidez a través de préstamos de otros bancos del país, la contratación de créditos en los mercados financieros internacionales o por medio del flujo de recursos desde las oficinas matriz de los bancos extranjeros hacia sus sucursales. Adicionalmente, la autoridad monetaria puede ampliar su capacidad de suministrar liquidez a los bancos solventes a través de la contratación de líneas de créditos contingentes con bancos internacionales y manteniendo una partida

²⁶Bennet, Adam G. (1993), p.457-458

presupuestal contingente para apoyar al sistema bancario. Cabe señalar que los recursos deben proveerse únicamente a aquellas instituciones solventes con problemas de liquidez, para limitar el riesgo moral.

De cualquier manera, el monto de los recursos que pueden conseguirse a través de estas vías son limitados y, en el caso de préstamos de otras instituciones tanto en el interior como en el exterior, el flujo de recursos depende, en buena medida, del estado de confianza respecto al banco en particular y respecto al país en su conjunto. Por ello, un banco solvente puede no tener acceso a recursos líquidos debido precisamente al estado de desconfianza que dio inicio al pánico bancario.

Por lo anterior, algunos países con consejo monetario han creado una institución separada con reservas excedentes, para emplearlas en caso de crisis sistémica. Por ejemplo, el Banco de Estonia está separado en dos departamentos diferentes: el Departamento de Emisión, que opera como consejo monetario, y el Departamento de Operaciones Bancarias, que mantiene reservas excedentes y provee de préstamos al sistema bancario para emergencias.²⁷ En Hong Kong el Fondo Cambiario mantiene reservas excedentes, con el objeto de que la Autoridad Monetaria realice funciones de prestamista de última instancia.²⁸ El Banco de Lituania mantiene reservas excedentes para casos de emergencia, las cuales cubren alrededor del 15% de los depósitos totales del sistema bancario. En todos estos países, la magnitud del respaldo al sistema financiero está limitado por el monto de reservas excedentes.

Cabe destacar el papel que desempeñó el banco central en Argentina, durante el efecto tequila. La Ley de Convertibilidad establece que el 100% de la base monetaria debe estar respaldada por reservas internacionales, de los cuales 33% -en caso de emergencia- pueden ser bonos de deuda pública denominados en dólares. Esto implica que el papel del banco central como prestamista de última instancia es limitado y que, en caso de problemas de liquidez, el banco central no puede auxiliar a los bancos a través de creación de dinero.

²⁷Bennet, Adam G.G. (1993) p. 454.

²⁸Bennet, Adam G.G. (1994) p. 15.

A principios de 1995, el sistema bancario argentino sufrió una fuerte crisis, a raíz de la pérdida de confianza que tuvo lugar después de la devaluación del peso mexicano. El pánico financiero en Argentina comenzó con la quiebra de un pequeño banco, que estaba fuertemente expuesto en activos mexicanos, el cual no pudo cubrir sus pasivos de corto plazo ante la pérdida de valor de los activos provocada por la devaluación. Como no existía explícitamente un prestamista de última instancia, el público temió que otros bancos pudieran estar igualmente expuestos, por lo que el cierre de este banco provocó una reacción en cadena. Para fines de abril de 1995, el sistema financiero argentino había perdido 18% de los depósitos que tenía antes de la devaluación del peso mexicano.²⁹

Las autoridades respondieron tomando medidas para aumentar la liquidez. Primero, se disminuyó el requerimiento de reservas no remuneradas, sin embargo, ésta medida no fue del todo efectiva, ya que la principal fuga de capitales provenía de los depósitos a plazo, los cuáles ya estaban sujetos a bajos requerimientos de reservas. Segundo, se les permitió a los bancos mantener sus cuentas de ajuste y las reservas requeridas en el banco central en dólares, lo cual disminuyó su demanda de base monetaria en moneda local. Finalmente, en marzo de 1995, para facilitar el programa de reestructuración del sector bancario, se les permitió a los bancos realizar hasta la mitad de sus requerimientos de reserva con efectivo en bóvedas y activos comprados a los bancos en problemas.

Los estatutos del banco central fueron modificados a fines de febrero de 1995, con la finalidad de ampliar el papel del banco central como prestamista de última instancia, ya que se permitió la renovación de los redescuentos del banco central y swaps por periodos más largos y mayores montos. Además, se establecieron facilidades especiales para bancos en apuros, administradas por el Banco Nación -propiedad del Estado- con un fondo de 800 millones de pesos, financiado por el 2% de los requerimientos de reservas en todos los depósitos de las instituciones financieras. Asimismo, se establecieron el Fondo Fiduciario

²⁹Zarazaga, Carlos E. (1995), p.17.

de Capitalización Bancaria y el Fondo Fiduciario para la Privatización de los Bancos Provinciales, para facilitar la capitalización de los bancos.³⁰

Una vez controlada la crisis financiera, las autoridades argentinas tomaron medidas para fortalecer el sistema bancario y recuperar la confianza. Primero, los requerimientos de reservas fueron sustituidos por un coeficiente de liquidez, el cual es de 15% para todos los depósitos con vencimiento menor de 90 días. Además, se aceptan como legales instrumentos de liquidez que generan intereses, como depósitos en bancos extranjeros, bonos de los gobiernos de los países miembros de la OCDE y otros activos aprobados.³¹ Segundo, se restableció, reformado, el esquema de seguro de depósitos.³² Tercero, se realizaron ajustes fiscales adicionales y se diseñó un programa de financiamiento apoyado por el FMI. Finalmente, se estableció una bolsa por 5 mil millones de dólares de crédito de emergencia proveniente de bancos internacionales.

Como resultado de estas medidas, entre mayo y septiembre de 1995, el sistema bancario argentino recobró alrededor del 40% de los depósitos perdidos. Sin embargo, la crisis bancaria trajo consigo una caída de 5% y 8% del PIB en el segundo y tercer trimestres de 1995, respectivamente.³³

Por todo lo anterior, para que el consejo monetario pueda funcionar se requiere de un sistema bancario fuerte. Por ello, antes de establecer el consejo es necesario instrumentar las reformas necesarias y establecer las medidas prudenciales indispensables para robustecer al sistema bancario. Por ejemplo, se pueden instaurar coeficientes de liquidez, seguros de depósitos, una supervisión más estricta y fomentar el mercado interbancario. Además, es necesario que el consejo monetario u otra institución gubernamental, cuenten con recursos excedentes suficientes y líneas de crédito contingentes, para aliviar los problemas de liquidez que puedan padecer bancos solventes.

³⁰Machinea, José Luis (1996), p.10 y 11.

³¹Caprio, Gerard, *et.al.* (1996), p.5.

³²Cf. Fernández, R. y L. Schumacher (1996), nota 3

³³Zarazaga, Carlos E. (1995), p.17.

3.2.2. Pérdida de regulación monetaria

El consejo monetario ortodoxo no tiene la facultad de modificar el nivel de activos internos netos, en cambio los consejos heterodoxos pueden hacerlo, pero sólo en la medida en que cuenten con reservas excedentes para ello. Ello implica que el país con consejo monetario pierde la capacidad de fijar el nivel de las tasas de interés y se reduce su margen de maniobra para controlar sus variaciones de corto plazo.

La tasa de interés en el consejo monetario está determinada, en buena medida, por la política monetaria que adopte el país de origen de la moneda de reserva, lo que implica la probabilidad de padecer movimientos en la tasa de interés poco adecuados a las circunstancias por las que atraviesa el país que detenta el consejo. Esta probabilidad aumenta si los ciclos económicos en ambos países están débilmente correlacionados. Por ejemplo, a principios de la década de los noventa, Hong Kong tuvo que soportar las bajas tasas de interés de Estados Unidos, cuando en realidad se necesitaba un incremento en las tasas para frenar el aumento en el precio de los activos.³⁴

Si bien en el largo plazo la tasa de interés interna está vinculada a la del país de origen de la moneda de reserva, en el corto plazo el sistema de consejo monetario es procíclico: durante el auge entran capitales y baja la tasa de interés, con lo que aumenta el crecimiento económico. Por el contrario, en una crisis salen capitales y sube la tasa de interés, con lo que se agrava la recesión. Las posibilidades de atemperar el ciclo económico son reducidas tanto por la ausencia de una política monetaria, como por el lado de la política fiscal, ya que el consejo monetario le impone una restricción presupuestal más rígida al gobierno. Por ello, el consejo monetario no es una alternativa aconsejable para gobiernos que están cerca de agotar su capacidad de endeudarse, ya que ello implica tener una débil capacidad de respuesta ante una recesión económica.

La ausencia de política monetaria impone un límite a la acción del gobierno por tratar de moderar las fluctuaciones de corto plazo en la tasas de interés. En una economía

³⁴Williamson, John (1995), p.25.

global, caracterizada por la alta movilidad del capital y, por ende, con fuertes fluctuaciones en la tasa de interés, la falta de operaciones monetarias aumenta el riesgo de los intermediarios financieros y, a su vez, incrementa el diferencial (*spread*) entre tasas activas y pasivas, dando lugar al descenso de la intermediación financiera.

Por lo anterior, la instalación de un consejo monetario debe acompañarse de medidas adicionales para proteger la salud de los intermediarios financieros. Además, es necesario que el consejo monetario conserve algunas operaciones monetarias, ya sea para moderar las fluctuaciones de corto plazo en la tasa de interés o para acelerar el ajuste a los cambios en la tasa de interés externa, en países con imperfecta movilidad de capital. Estas operaciones estarían limitadas por la cantidad de reservas excedentes, debido a la obligación de cumplir con la regla de respaldo.

Los instrumentos de política monetaria que pueden conservarse en el consejo monetario son: requerimientos de reservas de la banca comercial o coeficientes de liquidez, facilidades de redescuento y operaciones de mercado abierto (reportos, swaps y valores gubernamentales).

Los requerimientos de reservas son útiles para suavizar las condiciones monetarias de corto plazo y como estabilizador automático. En el caso de Argentina, las reservas bancarias fueron utilizadas para compensar la caída de depósitos que tuvo lugar durante la crisis de 1995: las reservas promedio disminuyeron de 18.8% a 12.9% en tan sólo noventa días, financiando cerca de la mitad del retiro de depósitos durante este periodo.³⁵ Con el objetivo de disminuir el costo de mantener las reservas en el banco central, las autoridades argentinas han reemplazado los requerimientos de reserva por un coeficiente de liquidez, lo cual permite a los bancos invertir sus reservas en activos externos altamente líquidos y seguros.³⁶ Otros países con consejo monetario, como Estonia y Lituania, mantienen reservas bancarias en el banco central.³⁷

³⁵Machinea, José Luis (1996) p.10.

³⁶Fernández, Roque y Liliana Schumacher (1996) p.10.

³⁷Bennet, Adam G.G. (1994) p. 16.

Para facilitar el manejo de liquidez en los bancos, tanto Argentina como Hong Kong han establecido operaciones de redescuento. En 1993, se instrumentó en Hong Kong una ventanilla de descuento conocida como Facilidad de Ajuste de Liquidez (*Liquidity Adjustment Facility*), con el objetivo de estabilizar los movimientos en las tasas de interés.³⁸ En Argentina, desde 1995 el banco central usó redescuentos y swaps para ayudar a los bancos con dificultades financieras.³⁹

Por lo que se refiere a los operaciones de mercado abierto, tanto Hong Kong como Argentina realizan este tipo de operaciones para suavizar las fluctuaciones en la demanda de dinero.⁴⁰

3.2.3. Privatización del sistema de pagos

Si el consejo monetario no acepta reservas bancarias, entonces las funciones de cámara de compensación tienen que ser llevadas a cabo por un sólo banco comercial. Por ejemplo, en Hong Kong esta labor es desempeñada por el Banco de Hong Kong y Shanghai. El inconveniente de este arreglo es que el banco que maneja la cámara de compensación tiene la ventaja de contar con información sobre los movimientos de los demás bancos, con lo cual se establece un mecanismo de competencia desleal.

En caso de que no exista una cámara de compensación, las operaciones de arbitraje tendrían que llevarse a cabo por cada banco, lo cual es sumamente ineficiente en economías grandes y financieramente complejas.

En un consejo monetario heterodoxo este problema puede solucionarse si los bancos comerciales mantienen sus cuentas de ajuste en el banco central. Tal es el caso de Argentina y Estonia, en donde los depósitos que los bancos mantienen con el banco central son respaldados con moneda extranjera, al igual que los billetes y monedas en circulación.⁴¹

³⁸Bennet, Adam G.G. (1994) p. 13.

³⁹Machinea, José Luis (1996) p.14.

⁴⁰Bennet, Adam G.G. (1994) p.13 y 14.

⁴¹Bennet, Adam G.G. (1994) p.2 y 3.

3.3. VARIACIONES EN EL VALOR DE LA MONEDA DE RESERVA

Las variaciones en el valor de la moneda de reserva repercuten en cambios en los términos de intercambio entre el país que detenta el consejo y el resto del mundo, a excepción de otros países que también estén vinculados a la moneda de reserva. Las alteraciones en los términos de intercambio traen consigo variabilidad en el nivel de precios interno y desequilibrios en la balanza comercial, que pueden dar lugar a movimientos significativos en la tasa de interés. Con ello, las variaciones en el valor de la moneda de reserva pueden traducirse en pérdida de dinamismo de la actividad económica.

La variabilidad en la moneda de reserva probablemente influyó en la decisión de abandonar los consejos monetarios en la segunda mitad de este siglo. Para Schwartz (1992), las colonias con sistema de consejo monetario hubieran obtenido un mejor desempeño si la libra esterlina hubiera permanecido más estable, antes y después de la segunda guerra mundial. Asimismo, es muy probable que la inestabilidad financiera mundial, que tuvo lugar a principios de la década de los setenta, haya influido en el abandono de los sistemas de consejo monetario de Hong Kong, Malasia y Singapur.

Cabe señalar que el impacto en los términos de intercambio, debido a movimientos en el valor de la moneda de reserva, es menor mientras mayor sea la integración comercial y financiera entre el país del consejo monetario y el país de origen de la moneda de reserva. En este caso, las monedas de otros países tienen una baja ponderación en la determinación del tipo de cambio real del país con consejo monetario, por lo que el impacto en el nivel de precios interno y la balanza comercial será menos significativo que en el caso de países con intercambios más diversificados.

En caso de que se escoja como moneda de reserva a la moneda de un país con el que se tiene poco intercambio comercial y financiero, pueden originarse problemas de inflación y apreciación del tipo de cambio real. Por ejemplo, los principales socios comerciales de Djibouti son Francia y algunos otros países europeos, sin embargo, su moneda se vinculó con el dólar norteamericano. Cuando el dólar se depreció contra el franco, la inflación en

Djibouti pasó de una tasa menor a 5% en la primera mitad de la década de los ochenta, a más de 20% en 1986.⁴²

3.4. INCONSISTENCIA INTERTEMPORAL

El consejo monetario es un sistema que, tanto si tiene éxito como si fracasa, tiene altas probabilidades de desaparecer. Si el consejo monetario logra su objetivo de estabilizar la economía y se alcanza el crecimiento económico sostenido, aumentan los incentivos para establecer una política monetaria independiente, con el afán de atemperar las fluctuaciones del ciclo económico. Sin embargo, los incentivos a establecer un banco central son menores en economías pequeñas que pertenecen claramente a una zona monetaria.

Ahora bien, en el caso de un país grande, existe el peligro de que el consejo monetario pudiera ser considerado como un arreglo institucional transitorio, mientras se consigue crear la suficiente estabilidad y confianza. De este modo, el consejo podría perder efectividad como un arreglo sólido, es decir, estará más propenso a ser víctima de ataques especulativos.

⁴² Santiprabhob, Veerathai (1997), p.14-15.

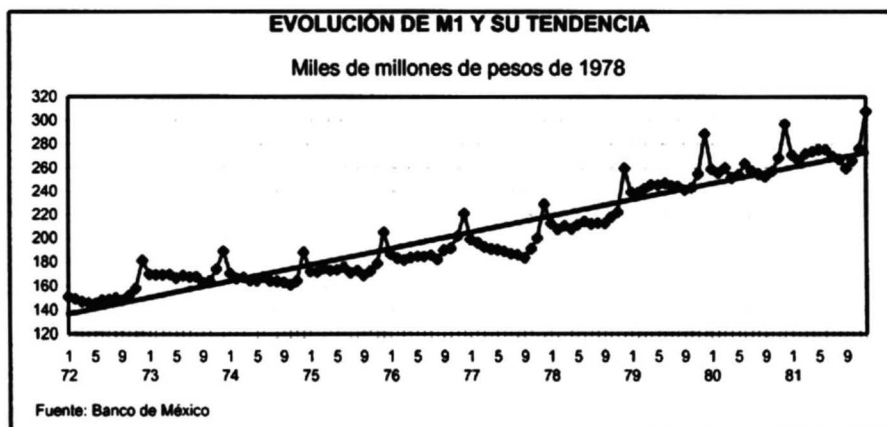
4. ARGUMENTOS A FAVOR DEL CONSEJO MONETARIO EN MÉXICO

4.1. CREDIBILIDAD EN LAS POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN

Un argumento a favor de establecer un consejo monetario es la poca credibilidad del Banco de México. Las autoridades monetarias en varias ocasiones se han comprometido a defender el tipo de cambio, pero a pesar de sus declaraciones, no han podido contrarrestar los ataques especulativos. Esto se debe a que no se instrumentaron las políticas monetaria y fiscal consistentes con el objetivo de mantener la paridad.

Los problemas por sostener el tipo de cambio comenzaron cuando el Banco de México se convirtió en la principal fuente de financiamiento del sector público, después de 18 años de política monetaria conservadora (1954-72). El cambio de política se debió a que el gobierno de Luis Echeverría (1970-76), con el objetivo de satisfacer las crecientes demandas sociales, decidió aumentar el gasto público, sin que esta medida fuera acompañada de una reforma fiscal y la revisión de los precios y tarifas del sector público, que permitieran financiar sanamente la expansión del gasto. El gobierno recurrió al endeudamiento externo y a la emisión de dinero para financiar el déficit público⁴³ (gráfica 4.1).

Gráfica 4.1



⁴³Véase Castañeda, Gonzalo (1994).

El creciente déficit fiscal aumentó las presiones inflacionarias, lo cual provocó la sobrevaluación del peso y el aumento del déficit en cuenta corriente. Las autoridades no vieron lo evidente: el mantenimiento del tipo de cambio fijo era incompatible con la expansión fiscal. Finalmente, la moneda se devaluó en agosto de 1976 y, ya en el gobierno de López Portillo, en febrero y agosto de 1982.

Durante la mayor parte del gobierno de De la Madrid (1982-88) se siguió una política de deslizamiento del tipo de cambio, con el fin de evitar la sobrevaluación. Ello condujo a la aceleración del proceso inflacionario, a pesar de la reducción del déficit fiscal. Con el objetivo de detener la inflación, se instrumentó un programa de estabilización heterodoxo conocido como Pacto de Solidaridad Económica, en el cual -entre otras medidas- se acordó utilizar al tipo de cambio como ancla nominal. Después de un periodo de ajuste, la paridad se fijó a fines de febrero de 1988.

A principios de 1989, en el gobierno de Carlos Salinas (1988-94), se introdujo el desliz cambiario. En noviembre de 1991, éste régimen se modificó al establecerse una paridad que se ajustaba de acuerdo a las condiciones de mercado, dentro de los límites de una banda. Este mecanismo llegó a su fin con el ataque especulativo de diciembre de 1994.

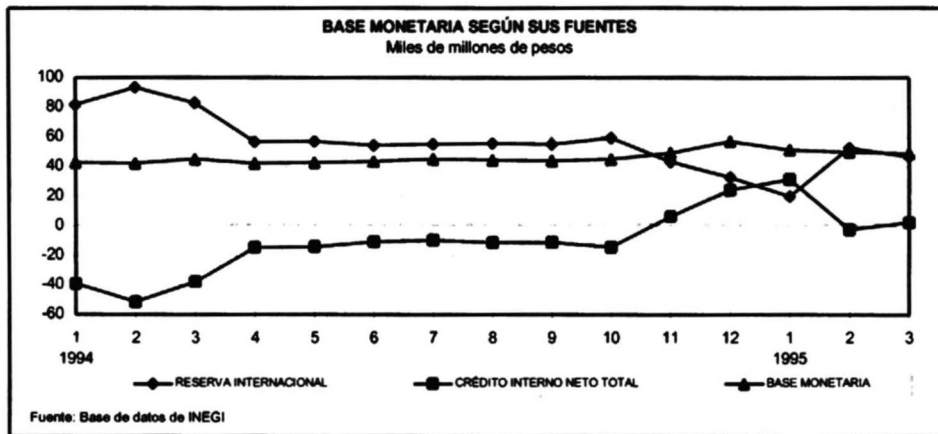
El éxito de este ataque se explica, en buena medida, porque la política monetaria fue inconsistente con el objetivo de mantener una paridad semifija. Después de la instrumentación del programa de estabilización, tuvo lugar un periodo de expansión económica caracterizado por el ingreso masivo de capital, lo que provocó la apreciación del tipo de cambio real y un creciente desequilibrio externo. Sin embargo, en marzo de 1994, los capitales comenzaron a salir del país a consecuencia de choques externos. En particular, a raíz del asesinato del candidato del PRI a la Presidencia de la República y el alza en las tasas de interés de Estados Unidos (gráfica 4.2).

Gráfica 4.2



Ante la salida de divisas, el Banco de México decidió esterilizar la disminución de las reservas internacionales con aumentos en el crédito interno y así mantener los niveles de liquidez, con el objetivo de limitar los aumentos en la tasa de interés (gráfica 4.3). De esta manera, se rompió el mecanismo de ajuste automático de la liquidez y balanza de pagos.

Gráfica 4.3



Existen diferentes hipótesis para tratar de justificar la política de esterilización cuando la disminución en las reservas internacionales amenazaba con convertirse en una crisis de balanza de pagos. Por una parte, Calvo (1995) señala que con esta política se buscaba amortiguar el impacto deflacionario que el aumento en las tasas de interés internacionales tendrían sobre la economía, ya que las autoridades eran particularmente sensibles a una

recesión, tanto por las elecciones que se llevarían a cabo en el mes de agosto, como por el creciente aumento de la cartera vencida.⁴⁴

Por otra parte, la explicación ofrecida por Gil-Díaz y Carstens (1996) es que el aumento en la tasa de interés podría haber provocado una crisis en el sistema bancario, ya que éste no estaba preparado para actuar en caso de que no se esterilizara.⁴⁵ Si esta hipótesis es correcta, es válido preguntarse por qué se llevó a cabo una política de tipo de cambio semifijo, sin que se instrumentaran las medidas regulatorias necesarias para que el sistema bancario pudiera funcionar adecuadamente bajo una política monetaria consistente con este objetivo.

La política de esterilización fue exitosa, si se considera que evitó la caída de la base monetaria, pero creó las condiciones de vulnerabilidad para una corrida especulativa. Según Calvo y Mendoza (1997), el aumento de la vulnerabilidad financiera puede observarse a través de dos indicadores: la razón M2/reservas internacionales y la razón deuda pública de corto plazo⁴⁶/reservas internacionales, que indican la proporción de agregados monetarios y de deuda pública de corto plazo cubierta por las reservas internacionales.

La política de esterilización provocó el aumento de la vulnerabilidad financiera, al mantener constante la base monetaria mientras disminuían las reservas.⁴⁷ (gráfica 4.4).

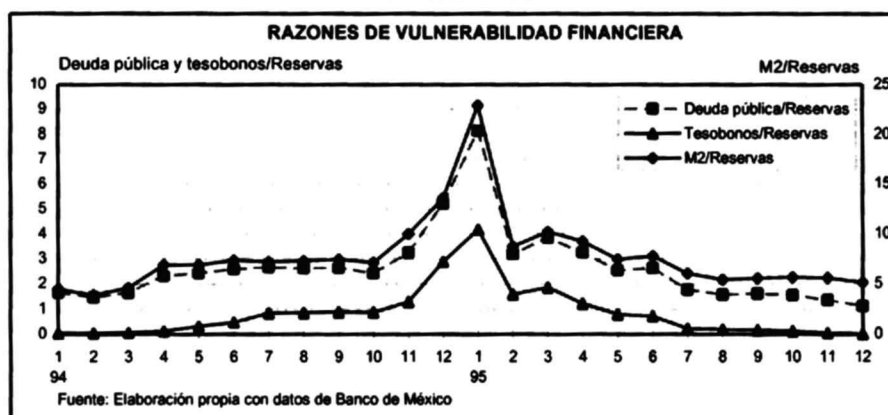
⁴⁴Calvo, Guillermo A. (1995), p.7.

⁴⁵Gil-Díaz, Francisco y Agustín Carstens (1996), p.21.

⁴⁶La deuda pública de corto plazo comprende los valores denominados en pesos (Cetes, Pagafes y Bondes), así como los denominados en dólares (Tesobonos).

⁴⁷Calvo, Guillermo A. y Enrique G. Mendoza (1997) p.22-23

Gráfica 4.4



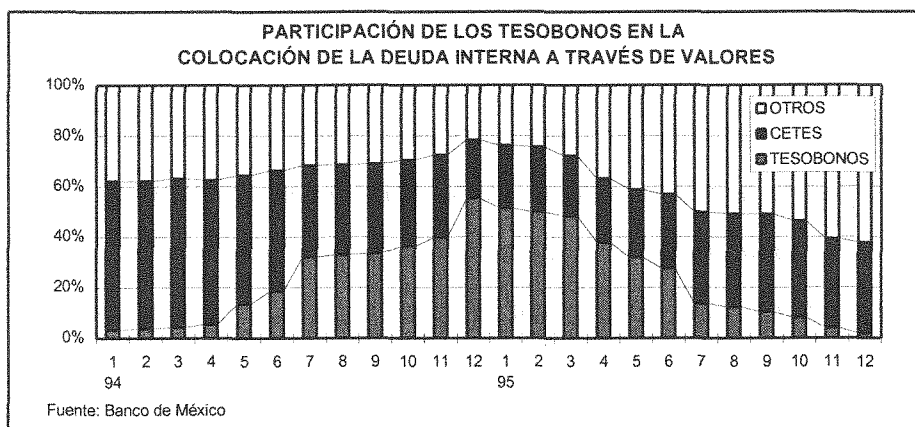
El aumento de la brecha M2/Reservas se convirtió en un grave problema porque ocurrió al mismo tiempo que disminuía la demanda de dinero, la cual fue consecuencia tanto de la salida de divisas, como de la desaceleración de la actividad económica durante 1993. El aumento de la brecha entre oferta y demanda de dinero provocó un amplio desequilibrio monetario, el cual contribuyó a magnificar el ataque especulativo.

El indicador deuda pública/reservas es importante porque con un tipo de cambio fijo o semifijo la autoridad monetaria tiene que respaldar la deuda pública a corto plazo con divisas: si el banco central se ve forzado a comprar o redimir bonos, normalmente los paga incrementando la base monetaria, pero en periodos de incertidumbre este efectivo puede utilizarse para comprar dólares.

La deuda pública denominada en dólares puede ser más difícil de refinanciar en condiciones financieras aceptables que la deuda en pesos. Esto se debe a que, generalmente, está en manos de residentes extranjeros, los cuales suelen ser más volátiles que los inversionistas nacionales, debido tanto a la carencia del motivo liquidez, como a una mayor sensibilidad a las noticias. Adicionalmente, la deuda en dólares tiene la complicación de no deflactarse con una devaluación. Por ello, la brecha entre Tesobonos y reservas internacionales es un indicador que refleja de manera más precisa la vulnerabilidad financiera.

La escasa credibilidad del Banco de México para sostener la banda cambiaria se reflejó en el intercambio de bonos de deuda denominada en pesos, por deuda denominada en dólares. En el periodo marzo-noviembre de 1994, la participación de los Tesobonos en la deuda pública interna pasó de 4.4 a 55.3% (gráfica 4.5). El valor de la deuda en Tesobonos aumentó 799% en este mismo periodo, con lo que se incrementó la vulnerabilidad financiera.

Gráfica 4.5



El colapso del tipo de cambio tuvo lugar cuando vencieron los Tesobonos y no fue posible refinanciarlos. El ataque especulativo provino de los propietarios de Tesobonos, preferentemente, que de los tenedores de dinero.⁴⁸ Ante la caída en las reservas internacionales se decidió subir el techo de la banda en un 15%. Esta medida provocó la pérdida total de la confianza: los mercados financieros respondieron con una salida de divisas por 5 mil millones de dólares en tan sólo dos días. Finalmente, el 22 de diciembre de 1994, se instauró el régimen de flotación del tipo de cambio.

Después de la devaluación, el principal problema del gobierno de México era instrumentar un programa de ajuste que generara confianza en los mercados financieros internacionales. Probablemente este era el mejor momento para instalar un consejo monetario, ya que este arreglo institucional hubiera permitido utilizar nuevamente al tipo de cambio como ancla nominal y recuperar la confianza con mayor rapidez. Sin embargo, en

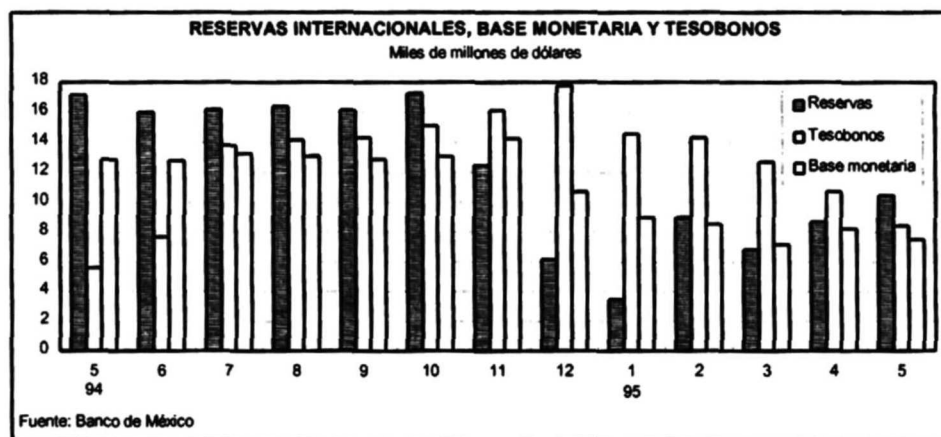
⁴⁸Calvo, Guillermo A. (1995), p.9.

ese momento México no contaba con las reservas suficientes para establecer el consejo monetario.

Para que el consejo monetario contara con suficiente credibilidad era necesario contar con las reservas internacionales para respaldar el 100% de la base monetaria y un porcentaje elevado de la deuda pública de corto plazo, principalmente el 100% de los Tesobonos, debido a las dificultades para refinanciarlos. Además, era necesario contar con reservas excedentes para proteger a los bancos de una corrida, ya que el sistema bancario se hallaba al borde de la quiebra.

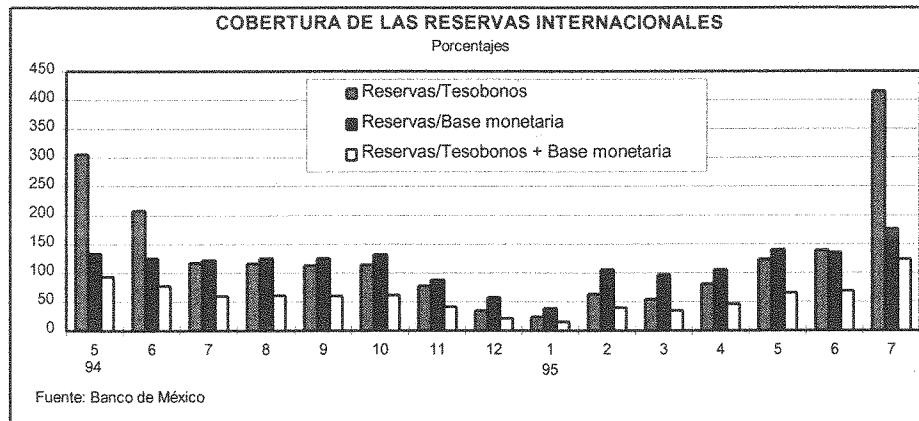
Al 31 de diciembre de 1994 las reservas internacionales netas ascendían a 6.2 mil millones de dólares, mientras que el valor de los Tesobonos en manos del público ascendía a 17.8 mil millones de dólares y la base monetaria a 10.7 mil millones de dólares. Es decir hacían falta, por lo menos, 22.3 mil millones de dólares para hacer creíble la instalación del consejo monetario (gráfica 4.6). Sin embargo, esta cantidad podría no haber sido suficiente ante la necesidad de apoyar un sistema bancario en crisis.

Gráfica 4.6



En otros términos, con las reservas disponibles sólo podía respaldarse menos del 58% de la base monetaria y menos del 35% de los Tesobonos. De hecho, desde mayo de 1994 no se contaba con las reservas internacionales suficientes para respaldar totalmente la base monetaria y la emisión de Tesobonos (gráfica 4.7).

Gráfica 4.7



De esta manera, para instalar el consejo monetario era necesario declarar una moratoria sobre el pago de Tesobonos, lo cual hubiera tenido por consecuencia deteriorar aún más la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros, en vez de aumentarla, que es el principal objetivo del consejo. Otra opción hubiera sido depreciar el valor de los pasivos en pesos a través de la devaluación y una política monetaria suelta, lo cual pudo haber tenido por consecuencia un proceso inflacionario mayor al observado.

Así, probablemente la falta de reservas para respaldar los Tesobonos fue el principal factor por el que las autoridades desecharon la idea de establecer el consejo monetario. En vez de ello, se decidió instaurar un régimen de libre flotación del peso e instrumentar un programa de estabilización con medidas de carácter ortodoxo: recortes al gasto público, alza de impuestos, revisión de precios y tarifas, etc.

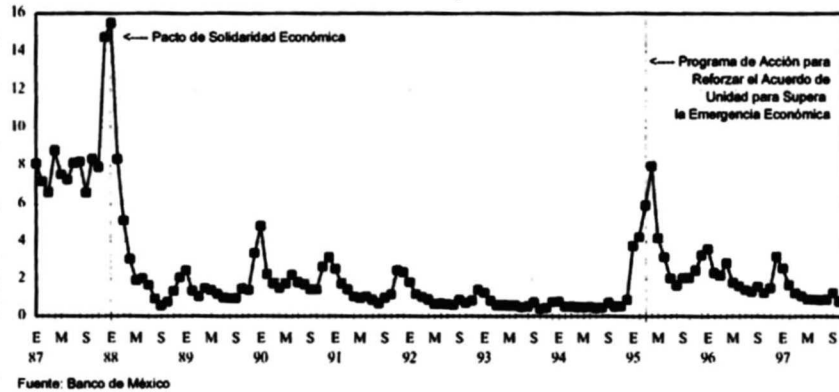
En suma, en caso de que se pretenda fijar el tipo de cambio, la reputación que tiene el banco central de haber sufrido ataques especulativos exitosos, haría más difícil sostener la paridad. Por ello, se requeriría de un arreglo institucional sólido, como el consejo monetario, para que la moneda goce de la suficiente credibilidad.

4.2. ESTABILIDAD EN EL TIPO DE CAMBIO

El Pacto de Solidaridad Económica fue exitoso si se considera que consiguió abatir la inflación de 159.1% anual en diciembre de 1987, a 51.7% un año después, para alcanzar la cifra de sólo 6.9% en noviembre de 1994 (gráfica 4.8).

Gráfica 4.8

INFLACIÓN MENSUAL, 1987-97
Porcentaje



El ataque especulativo de diciembre de 1994 condujo a que el tipo de cambio se dejara flotar libremente, de acuerdo a las condiciones del mercado. Ello provocó, entre otras cosas, la aparición de una burbuja inflacionaria: en el mes de marzo de 1995 la tasa de inflación mensual llegó a ser de 5.9%. En ese mes se instrumentó un programa de estabilización ortodoxo conocido como Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE), cuya principal medida fue un fuerte ajuste fiscal: alza de impuestos, ajuste de precios y tarifas del sector público y recorte de gasto, mientras que se continuó con el régimen de flotación del tipo de cambio. Este programa permitió que la inflación se redujera gradualmente de 8% mensual en abril de 1995 a 2.8% en abril de 1996, sin que el Banco de México tuviera que intervenir para mantener la paridad.

El éxito del PARAUSEE podría ser un indicador de que la economía mexicana no requiere un ancla cambiaria para disminuir la inflación. Sin embargo, la inercia inflacionaria era aparentemente mayor en 1988 que en 1995, por lo que la necesidad de utilizar un ancla fuerte en 1988 era probablemente mucho mayor que en 1995. Por ello, no

debe descartarse la posibilidad de que algún choque externo llegue a provocar una burbuja inflacionaria de tal magnitud que tenga que utilizarse nuevamente el ancla cambiaria. En ese caso, sólo el consejo monetario daría la suficiente credibilidad para mantener la paridad.

4.3. INTEGRACIÓN CON LA ECONOMÍA NORTEAMERICANA

El proceso de integración de económica de México con Estados Unidos recibió un fuerte impulso con la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en enero de 1994: el volumen de comercio exterior entre ambos países creció 68% en el periodo 1993-96, para ascender a 148 mil millones de dólares en este último año (gráfica 4.9). Adicionalmente, el 84.1% de la inversión extranjera directa recibida por México desde 1994 hasta agosto de 1997 proviene de Estados Unidos.



Es de esperarse que los vínculos entre ambos países crezcan a medida que se consolide la estabilización de la economía mexicana. Este proceso obedece no sólo a la firma de un tratado comercial, sino también a la tendencia a la globalización económica, la proximidad geográfica, el tamaño de la economía norteamericana, los procesos migratorios y el crecimiento del comercio intraindustrial.

A medida que avanza la integración económica de México con Estados Unidos, aumentan las ventajas de contar con una moneda vinculada al dólar, con el fin de disminuir

los costos de transacción. Más aún, cabría pensar en la conveniencia de contar con una moneda única para Norteamérica, que facilite el libre tránsito de mercancías y capitales en la región. En este caso, el consejo monetario podría considerarse como una institución intermedia entre la moneda única y el actual régimen de libre flotación del peso. Probablemente, dentro de algunos años, la necesidad de contar con una moneda única para Norteamérica sea el argumento más importante a favor de instalar un consejo monetario.

4.4. SIMPLICIDAD EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO MONETARIO

El Banco de México fue creado como una sociedad anónima en 1925. En sus primeros años de existencia el Banco pudo gozar de cierta autonomía respecto al gobierno debido, principalmente, a la participación de recursos privados en el capital social del Banco. A medida que fue avanzando el siglo, el Banco de México fue perdiendo autonomía, sin embargo, los presidentes en turno prudentemente preferían respetar las decisiones que tomaban los directivos del Banco en el manejo de la política monetaria.⁴⁹

Fue hasta la década de los setenta en que la autoridad monetaria estuvo francamente sujeta a la voluntad del Presidente de la República. En esos años, el Banco se limitó a acomodar los crecientes déficits públicos, a través de la emisión de moneda, lo que fue provocando una inflación creciente, además de la pérdida de confianza en el banco central.

El Banco de México volvió a recuperar su autonomía el 1º de abril de 1994. Asimismo, se estableció en la Constitución de la República que el Banco de México tiene la obligación de preservar el poder adquisitivo de la moneda, además de que se prohibieron legalmente los préstamos del Banco al gobierno. Estas disposiciones le han permitido a la banca central establecer una política monetaria congruente con el objetivo de controlar la inflación. Adicionalmente, la transparencia en sus nuevas reglas de operación le han permitido ir recuperando, paulatinamente, la confianza de los agentes económicos.

⁴⁹ Krauze, Enrique (1997) p.128.

Por todo lo anterior, las ventajas derivadas de la simplicidad del consejo monetario (transparencia, consistencia y credibilidad) no parecen ser, actualmente, un argumento contundente a favor de su instalación.

5. ARGUMENTOS EN CONTRA DEL CONSEJO MONETARIO EN MÉXICO

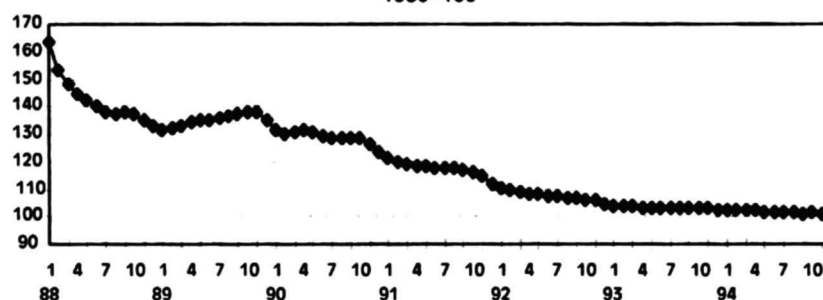
5.1. RIGIDEZ CAMBIARIA

Cuando se instrumentó la política de tipo de cambio semifijo (1988-1994) el tipo de cambio real⁵⁰ se apreció rápidamente, debido a la inercia de la inflación mexicana (gráfica 5.1).

Gráfica 5.1

INDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 1988-1994

1980=100



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, Estadísticas financieras Internacionales y Banco de México

La apreciación de la moneda coadyuvó al crecimiento de las importaciones, lo que explica, en buena medida, el aumento del déficit en cuenta corriente, que llegó a niveles cercanos al 8% del PIB (gráfica 5.2). El tamaño del déficit restó credibilidad al mantenimiento de la banda cambiaria.

⁵⁰El tipo de cambio real está definido como:

$$TCR = TCN * \frac{INPC_{EU}}{INPC_{MEX}}$$

Donde:

TCR = Tipo de cambio real

TCN = Tipo de cambio nominal (pesos por dólar)

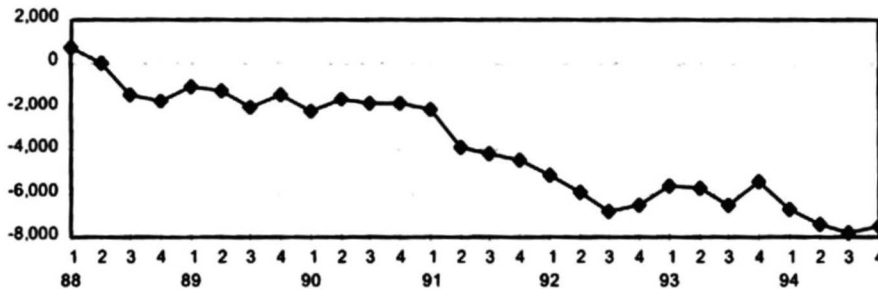
INPC_{EU} = Índice de precios al consumidor en Estados Unidos

INPC_{MEX} = Índice de precios al consumidor en México

Gráfica 5.2

SALDO EN CUENTA CORRIENTE, 1988-1994

Milones de dólares



Fuente: Base de datos de INEGI

Por lo anterior, en caso de que se instale un consejo monetario en México, es probable que la moneda se aprecie. Este proceso podría restar credibilidad al consejo y deteriorar la competitividad de la industria nacional.

Para solucionar este problema, el tipo de cambio podría fijarse a través de un mecanismo de transición. Este consiste en establecer una tasa de deslizamiento de la paridad lo suficientemente elevada como para compensar los diferenciales de inflación. Posteriormente, el desliz iría disminuyendo conforme a la reducción programada en la inflación para, finalmente, fijar la paridad una vez que la inflación es similar a la del país de origen de la moneda de reserva.⁵¹ Sin embargo, en este proceso se corre el riesgo de que se pierda el control de la inflación, ya que la economía se queda sin un ancla nominal fuerte. Para evitar que esto ocurra, se necesitaría acompañar este proceso de un ajuste fiscal más fuerte, con lo cual también se corre el riesgo de una recesión.

Otra alternativa es crear las condiciones para que el tipo de cambio real pueda ajustarse vía precios, lo que implica llevar a cabo los cambios necesarios para flexibilizar los mercados, principalmente el laboral. Con ello, la tendencia del peso a apreciarse no será un obstáculo para la instalación del consejo.

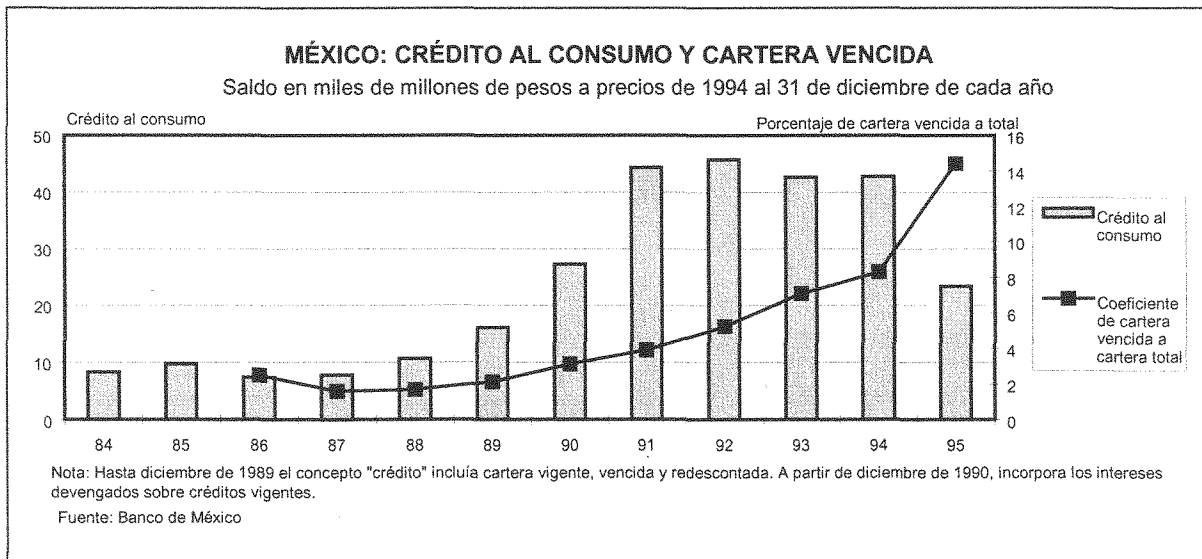
⁵¹Véase Osband Kent y Delano Villanueva (1993), p.206-207.

5.2. PÉRDIDA DE FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL

5.2.1. Costo de eliminar el prestamista de última instancia

El sistema financiero mexicano atraviesa actualmente por una severa crisis. Los problemas en el sistema bancario fueron gestándose con el avance del proceso de liberalización financiera que comenzó en 1988. Al mismo tiempo que el sistema financiero se desregulaba tuvo lugar un enorme aumento de la entrada de capital: el flujo de inversión extranjera durante el periodo 1990-93 registró un monto de casi 78 mil millones de dólares, de los cuales casi 80% era inversión en cartera. La entrada de capital, junto con la presencia de expectativas favorables, produjo un crecimiento de 57% real en el crédito al consumo en ese periodo, que contrastó con un modesto crecimiento económico de sólo 3.3% promedio anual. El desequilibrio entre el aumento del endeudamiento y del ingreso real se reflejó en el crecimiento de la cartera vencida (gráfica 5.3).

Gráfica 5.3



A principios de 1994, para las autoridades del Banco de México era evidente que "la banca no aplicaba suficientemente los mecanismos existentes de evaluación de riesgos crediticios",⁵² pero no se tomaron las medidas adecuadas para resolver este problema. La desregulación y privatización de la banca comercial no fue acompañada de medidas prudenciales y supervisión adecuadas.

El comportamiento imprudente de los ejecutivos de los bancos, que alcanzó proporciones escandalosas en los primeros tres años de la década de los noventa, no se explica sólo por el riesgo moral derivado de contar con un prestamista de última instancia. Probablemente el proceso de privatización bancaria tuvo fallas que permitieron que personas inexpertas y de dudosa reputación moral se hicieran del control de algunos bancos. Incluso antes de las crisis, en septiembre de 1994, los bancos Unión y Cremi tuvieron que ser intervenidos gerencialmente a raíz de las irregularidades detectadas. Desafortunadamente, otros bancos han tenido que ser intervenidos por operaciones fraudulentas, como Banca Confía a mediados de 1997.

En 1994, el problema de cartera vencida que enfrentaba el sistema bancario fue un factor determinante para que las autoridades monetarias decidieran esterilizar la salida de capitales, con el objetivo de limitar el alza en las tasas de interés, manteniendo los niveles de liquidez a través de la expansión del crédito interno.

La magnitud de la crisis económica que estalló en diciembre de 1994 indujo a las autoridades a seguir una política monetaria sumamente restrictiva después de la devaluación. Esto trajo consigo que las tasas de interés experimentaran un enorme crecimiento, quizá mucho mayor que el aumento que se hubiera registrado si no se hubieran esterilizado las salidas de capital previas a la devaluación, es decir, si no se hubiera estimulado el crecimiento del desequilibrio monetario. El alza en las tasas de interés, junto con la recesión económica provocada por el plan de ajuste, agravó los problemas de cartera vencida: el coeficiente de cartera vencida a cartera total pasó de 8.3% en 1994, a 14.4% en 1995. Con ello, el sistema bancario estaba al borde de la quiebra.

⁵²Banco de México, *Informe anual 1993*, p.65.

Un indicador de la dimensión de los problemas que enfrentaba el sistema bancario es la magnitud de recursos que tuvieron que canalizarse para su rescate: el costo fiscal total de los programas de alivio a deudores y de saneamiento financiero se estima ascenderá a 212 mil 300 millones de pesos en valor presente, monto equivalente al 8.3% del PIB de 1996.⁵³

Si en los primeros días de 1995 se hubiera establecido un sistema de consejo monetario con la suficiente credibilidad, la tasa de interés hubiera podido descender hasta niveles cercanos a las registradas en el país de origen de la moneda de reserva. En el caso de México, es claro que la moneda de reserva que tendría que adoptarse es el dólar norteamericano, debido tanto a que es una moneda estable y de aceptación mundial, como a que es la moneda de nuestro principal socio comercial. La instalación de un consejo monetario hubiera podido provocar, en ausencia de controles de capital, una rápida convergencia de la tasa de interés del país con la prevaleciente en Estados Unidos, lo que hubiera traído consigo el alivio inmediato a los problemas de cartera vencida y el aumento de la intermediación financiera (gráfica 5.4).

Gráfica 5.4



Si desde principios de la década de los noventa el tipo de cambio se hubiera fijado con un sistema de consejo monetario, antes que comenzara el proceso de privatización bancaria, es probable que los problemas financieros se hubieran evitado o atenuado, por lo siguiente:

⁵³De este costo, 54,940 millones ya han sido cubiertos en 1995 y 1996, tanto con recursos fiscales como con créditos otorgados por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, mientras que los 157,360 millones remanentes serán financiados, principalmente, por el sistema bancario en los próximos 30 años. *Tercer Informe de Gobierno* p. 179.

el riesgo de quiebra hubiera establecido incentivos para que sólo se presentaran a la subasta por los bancos aquellos agentes que verdaderamente se consideraban eficientes. Además, tanto los ejecutivos de los bancos como el público hubieran seguido un comportamiento más prudente para otorgar y contratar empréstitos y el público hubiera ejercido una supervisión más estrecha sobre su banco. Por lo anterior, para el contribuyente mexicano fue probablemente mayor el costo de contar con un prestamista de última instancia ilimitado que si hubiera sido uno limitado.

Ahora bien, la fragilidad del sistema financiero nacional podría considerarse como un argumento en contra de establecer el consejo monetario en México, puesto que es necesario un sistema bancario fuerte para que el consejo pueda funcionar eficientemente. Actualmente (enero de 1998), la banca nacional se encuentra aún lejos de desempeñar eficientemente su papel de intermediario financiero: en 1997 la captación de la banca comercial ascendió a 115.4 mil millones de pesos, mientras que sólo se canalizaron 37.2 mil millones de pesos al financiamiento del sector privado y de estados y municipios.

No obstante, en los últimos dos años se han realizado esfuerzos considerables para fortalecer a la banca comercial. Las principales medidas al respecto se han llevado a cabo a través de cuatro vertientes: el saneamiento bancario, el apoyo a deudores, la reforma a la normatividad bancaria y la venta, fusión y liquidación de bancos en problemas.

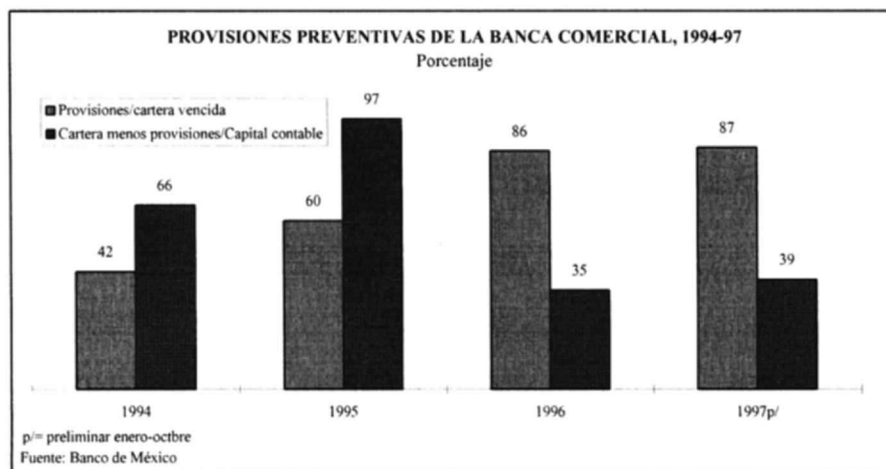
Primero, los programas de saneamiento bancario que se pusieron en marcha en 1995 son el Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE) y el Programa de Fortalecimiento de Capital con Compra de Cartera a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA).

El PROCAPTE, que se aplicó a partir del 31 de marzo de 1995 y concluyó en febrero de 1997, tuvo el propósito de apoyar temporalmente a las instituciones bancarias que enfrentaron problemas para cumplir con los requisitos mínimos de capitalización y de reservas preventivas. El Programa de Fortalecimiento de Capital con Compra de Cartera entró en operación en junio de 1995. En este programa el gobierno federal, a través del FOBAPROA, adquirió de los bancos cartera de crédito, por un monto equivalente al doble

de las adiciones de capital realizadas por los accionistas de los bancos. El programa finalizó el 31 de diciembre de 1996, a esa fecha los bancos participantes inyectaron 63.3 mil millones de pesos de capital, en tanto que el FOBAPROA acordó una compra de cartera neta por 119.2 mil millones de pesos.

Estos programas contribuyeron a que la banca comercial muestre algunos signos de recuperación: el índice de capitalización del sistema bancario fue significativamente mayor en 1996 (13.1%) al registrado en 1994 (9.6%).⁵⁴ Asimismo, las provisiones preventivas de la banca comercial mostraron una ligera mejoría en 1997, incluso el indicador de provisiones a cartera vencida es significativamente superior al observado en 1994 (gráfica 5.5).

Gráfica 5.5



Segundo, los principales programas de apoyo a deudores son: Reestructuración de Créditos en Unidades de Inversión (UDIs), el Acuerdo de Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca (ADE), el Programa para el Financiamiento del Sector Agropecuario y Pesquero (FINAPE) y el Programa de Apoyo Financiero y Fomento a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOPYME).

⁵⁴ Los datos para 1997 no son comparables debido al cambio en la normatividad contable.

El ADE, suscrito en septiembre de 1995, otorgó a los deudores de la banca tasas preferenciales, una tregua judicial y la condonación de intereses moratorios, cumpliendo con el objetivo de fomentar la regularización y reestructuración de los adeudos. Este acuerdo concluyó en febrero de 1997, registrando al final de su vigencia 1'964,296 créditos reestructurados. Este programa se complementó con un programa adicional para los deudores de vivienda. Los programas FINAPE y FOPYME otorgan descuentos a los pagos que realizan los deudores del sector agropecuario y pesquero y a las pequeñas y medianas empresas, respectivamente. Gracias a estos programas el índice de morosidad del conjunto de bancos no intervenidos disminuyó de 11.3% en julio de 1995 a 6.4% al cierre de 1996.⁵⁵

Tercero, con el propósito de mejorar la supervisión y regulación del sistema bancario, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) dispuso que, a partir de enero de 1997, las instituciones financieras comenzaran a utilizar una nueva metodología para el registro contable de sus operaciones. Esta disposición tiene el objetivo de homologar la normatividad contable de la banca comercial con los principios de contabilidad internacionalmente aceptados.

Los cambios más relevantes introducidos por estas medidas son la clasificación de la cartera vencida, la valuación a mercado de los instrumentos financieros y el reconocimiento integral de los efectos de la inflación en los estados financieros de las instituciones. Con la nueva metodología se reconoce como cartera vencida a la totalidad del adeudo y no sólo las amortizaciones no pagadas del crédito, por lo que la banca ya no devenga intereses por esa cartera vencida. Por ello, las cifras de cartera vencida son superiores en poco más del doble a las registradas por la banca al cierre de 1996. Otra medida importante fue el aumento de 45% a 60% de las reservas preventivas para pérdidas de crédito.

Cuarto, la banca comercial mexicana está experimentando un profundo proceso de reestructuración. La participación de bancos extranjeros en México aumentó con la compra de Banca Cremi y Oriente por parte del Banco de Bilbao Vizcaya, la compra de Banco

⁵⁵ Ibid.

Mexicano por Santander, Banco Inverlat por parte de Banco de Nueva Escocia y la reciente adquisición de Confia por Citibank, con ésta última la participación de las filiales de bancos extranjeros en nuestro país pasó de 7.85% a 18% del mercado. Otros bancos están en proceso de liquidación como Banco Capital y Anáhuac. Otros más han sido absorbidos por otros bancos, destaca la adquisición de Banco Unión por Banca Promex y la posterior adquisición de ésta última por Bancomer, así como la absorción del Banco Interestatal por parte del Banco del Atlántico y la posterior adquisición de éste por Bital.

Las medidas instrumentadas desde 1995 han permitido avanzar en el fortalecimiento de la banca comercial del país, a pesar de que aún falta un largo trecho por recorrer. Sin embargo, la fragilidad del sistema financiero mexicano no es un argumento contundente en contra del establecimiento del consejo monetario, porque antes de instalarlo se podrían instrumentar reformas financieras adicionales para fortalecer al sistema bancario, en particular para evitar crisis de liquidez, como se verá en el próximo capítulo.

5.2.2. Pérdida de regulación monetaria

La pérdida de política monetaria limita la capacidad de respuesta del gobierno ante una recesión económica. En México ésta situación es más grave debido a que la política fiscal es poco flexible para responder con rapidez ante cambios en el entorno económico. El Presupuesto de Egresos para todo el año se aprueba por el Congreso en el mes de diciembre y no se establecen partidas contingentes para expandir el gasto en caso de recesión. Al mismo tiempo, las presiones que enfrenta el erario en materia de costos asociados a la reforma a la seguridad social y al rescate del sistema bancario, así como los recursos comprometidos para el pago de deuda y de sueldos y salarios, limitan la capacidad de ajustar las finanzas públicas de acuerdo a las fluctuaciones del ciclo económico.

Si México escoge al dólar norteamericano como moneda de reserva, entonces se adoptaría la política monetaria de Estados Unidos. De esta manera, un movimiento de la tasa de interés en Estados Unidos repercute en una variación, en el mismo sentido, de la tasa de interés interna. Esto no constituiría ningún problema si los ciclos económicos de

ambos países están estrechamente correlacionados, pero un estudio realizado por Bayoumi y Eichengreen (1993) reveló que los choques a la economía mexicana tienen muy poca correlación con los de la economía norteamericana. Esto significa que la política monetaria de Estados Unidos no es apropiada a las necesidades de la economía mexicana.

Sin embargo, el estudio de Bayoumi y Eichengreen no considera el aceleramiento del proceso de integración de México con Estados Unidos a partir de la entrada en vigor del TLCAN. Además, con un consejo monetario tendería a desaparecer el ciclo sexenal en México, ya que habría más restricciones para que el gobierno siguiera una política de expansión-recesión de acuerdo al calendario electoral. Por lo anterior, cada vez más el ciclo económico de México tenderá a vincularse más con el de la economía norteamericana.

Un indicio de lo anterior es que el coeficiente de correlación entre la tasa de crecimiento del PIB trimestral real de México y el de Estados Unidos, en el periodo que va del primer trimestre de 1981 al tercer trimestre de 1997, fue de sólo $r=0.0666$. En contraste, el coeficiente de correlación es de $r=0.7374$ si se considera desde el primer trimestre de 1994 hasta el tercer trimestre de 1997 (gráfica 5.6).

Gráfica 5.6



También podría argumentarse que la banca mexicana no está preparada para enfrentar las mayores variaciones de la tasa de interés que tendría consigo el abandono de la política monetaria. Al respecto, cabe señalar que es posible mantener algunas operaciones

monetarias indispensables para suavizar las variaciones intradía de la tasa de interés, por ejemplo, los bonos gubernamentales que se manejan con fines de regulación monetaria. De cualquier manera, cabe destacar la necesidad de mejorar la salud de los intermediarios financieros para evitar que puedan ser afectados por variaciones bruscas de la tasa de interés, como resultado de problemas en la balanza de pagos.

5.2.3. Privatización del sistema de pagos

En el caso de México, la mejor opción es que la cámara de compensación quede en manos del consejo monetario, con reglas similares a las vigentes. De esta manera, se evitarían los costos asociados a la privatización del sistema bancario.

5.3. VARIACIONES EN EL VALOR DEL DÓLAR

El dólar norteamericano ha experimentado considerables variaciones en relación a otras monedas. En particular, durante la primera mitad de la década de los ochenta, el dólar se apreció considerablemente en relación a otras monedas, principalmente el marco alemán y el yen. Posteriormente, en la segunda mitad de esa década el dólar se depreció en la misma magnitud en que anteriormente se había apreciado. En la década de los noventa, el dólar ha registrado una tendencia a depreciarse en relación al marco alemán y al yen japonés, mientras que se ha apreciado en relación a la libra esterlina, el dólar canadiense y el dólar australiano.⁵⁶

Sin embargo, las variaciones en el dólar afectarían muy poco a la economía mexicana, ya que alrededor del 80% del comercio exterior de México se realiza con los Estados Unidos, por lo que es muy baja la ponderación de otras monedas en la determinación del tipo de cambio real. Más aún, bajo el régimen de libre flotación del peso, la principal moneda de referencia para los agentes económicos es el dólar norteamericano, sin que se tomen en cuenta las variaciones del dólar con otras monedas.

⁵⁶Ver Bank for International Settlements (1997) p. 42.

5.4. INCONSISTENCIA INTERTEMPORAL

El hecho de que un consejo monetario sea considerado como un arreglo transitorio y, por lo mismo, sujeto a ataques especulativos, depende tanto de las circunstancias que lleven a la instalación del consejo, como de las medidas que acompañen a su instalación, así como del trabajo político de los dirigentes. Por ello, el costo asociado a que los agentes vean al consejo como un arreglo temporal se puede evitar, siempre y cuando se tomen las medidas necesarias para su eficiente funcionamiento.

6. REFORMAS PARA ESTABLECER UN CONSEJO MONETARIO EN MÉXICO

6.1. REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO

Las reformas al sistema financiero son indispensables para que el consejo monetario pueda funcionar eficientemente. Estas deben tener tres propósitos: asegurar que las tasas de interés sean flexibles, fortalecer el sistema bancario para protegerlo de variaciones fuertes en la tasa de interés y limitar la necesidad de que recurra al prestamista de última instancia.

Para alcanzar estos objetivos, además de garantizar la libre movilidad de capitales, es necesario establecer las medidas prudenciales adecuadas y una supervisión estricta. Las principales medidas prudenciales que deben instrumentarse son: restablecer el coeficiente de liquidez, establecer una razón de capital a activos ajustada por riesgo por encima de los niveles internacionales, cumplir las normas internacionales de límite máximo de crédito a un solo prestatario, fomentar el mercado de crédito interbancario, promover el acceso de la banca a la liquidez externa y modificar el funcionamiento del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA).

Primero, el coeficiente de liquidez consiste en imponer a los bancos la obligación de mantener un porcentaje de sus depósitos en activos líquidos, ya sea en efectivo en caja, en depósitos a la vista y/o en valores altamente líquidos. De esta manera se puede acceder rápidamente a estos recursos en caso de una crisis de liquidez. Se propone instaurar el coeficiente de liquidez y no los requerimientos de reservas, porque el primero tiene un costo de oportunidad menor, ya que, por un lado, permite a los bancos obtener un rendimiento sobre sus reservas y, por otro lado, el consejo monetario se libera de la obligación de respaldar las reservas bancarias, ya que el respaldo es llevado a cabo directamente por los bancos. Ahora bien, el coeficiente de liquidez tiene el inconveniente de reducir la oferta de fondos prestables y, con ello, propiciar la ampliación de la brecha

(*spread*) entre las tasas activa y pasiva; pero tiene la virtud de aumentar los incentivos a otorgar créditos a los proyectos de inversión más rentables.

El coeficiente de liquidez ya fue utilizado en México entre 1989 y 1991, cuando los bancos tenían la obligación de mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación.⁵⁷ Podría ser conveniente seguir el ejemplo de Argentina y determinar un coeficiente diferenciado según la estructura de depósitos, en donde los depósitos más líquidos enfrentan un coeficiente de liquidez mayor.⁵⁸

Segundo, la razón de capital a activos riesgosos se mantiene actualmente en el nivel mínimo recomendado por el Comité Basle para Supervisión y Regulación Bancaria (8%). Con el fin de disminuir el riesgo de insolvencia y evitar una crisis sistémica, se debe establecer una razón por arriba de este nivel.⁵⁹

Tercero, los bancos mexicanos pueden otorgar créditos a una sola corporación hasta por un monto equivalente al 30% de su capital neto. Este porcentaje debe disminuir a 25% o incluso menos, de acuerdo a lo que recomienda el Comité de Basilea.⁶⁰

Cuarto, la autoridad monetaria debe establecer el marco institucional adecuado para que funcione un mercado de préstamos interbancarios, con el propósito de que un banco con problemas de liquidez pueda acceder rápidamente a recursos de otros bancos.

Quinto, es fundamental promover el acceso a recursos líquidos provenientes del exterior, lo que puede llevarse a cabo a través de tres mecanismos: la instalación de bancos extranjeros en territorio nacional, la firma de alianzas estratégicas y el establecimiento de líneas de crédito con bancos del exterior.

⁵⁷Ortiz, Guillermo (1994) p.49-55.

⁵⁸En Argentina el coeficiente de liquidez es de 15% para cuentas de cheques y depósitos de hasta 90 días, 10% para depósitos entre 90 y 179 días y de 5% para depósitos entre 180 días y un año.

⁵⁹En Argentina el porcentaje mínimo es de 11.5% y en Lituania es de 10%. (Santiprabhob, Veerathai, 1997, p.22).

⁶⁰Basle Committee on Banking Supervision (1997) p.26.

Las reformas a las Leyes Financieras publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 15 de febrero de 1995, permiten ya un mayor acceso de inversionistas extranjeros al sistema financiero mexicano, con lo que se ha facilitado la firma de alianzas estratégicas. Sin embargo, el proceso de apertura financiera, que comenzó el 1o. de enero de 1994,⁶¹ deberá acelerarse. Para ello, se deberán de eliminar de inmediato los límites de mercado globales e individuales, así como adecuar el marco regulatorio para reducir los trámites y los plazos para instalar filiales de bancos extranjeros. Adicionalmente, debe estudiarse la posibilidad de imponer a la banca comercial el requisito de establecer líneas de crédito del exterior, de acuerdo a una proporción de sus depósitos de corto plazo.

Sexto, el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) es un fideicomiso voluntario, constituido por aportaciones de los bancos, que provee de liquidez a cambio de deuda convertible en cinco años. El FOBAPROA ha resultado ser un instrumento eficaz para limitar la necesidad del prestamista de última instancia. En caso de que se instalara un consejo monetario sería conveniente revisar el FOBAPROA, para reducir el riesgo moral. El FOBAPROA podría funcionar como un esquema de “co-aseguro”, de carácter obligatorio, en donde el seguro de depósitos cubra un porcentaje (*v.gr.* 90%) de los depósitos individuales y/o cubrir sólo hasta cierta cantidad absoluta de cada depósito, de tal modo que los banqueros y los grandes ahorradores enfrenten el riesgo de sufrir pérdidas.

No obstante las medidas anteriores, el consejo monetario debe mantener facilidades de liquidez para los bancos en problemas. Para ello, el consejo monetario debe contar con reversas excedentes y/o líneas de crédito contingente con bancos internacionales. Es importante que estas facilidades se otorguen bajo un mecanismo transparente y que se canalicen únicamente a bancos solventes, con el fin de minimizar el riesgo moral.

Asimismo, es indispensable que la autoridad monetaria conserve las funciones de compra-venta de bonos con fines de regulación monetaria, para suavizar las fluctuaciones de corto plazo en la tasa de interés. En este caso las operaciones de mercado abierto estarían limitadas por el nivel de reservas excedentes. Adicionalmente, se recomienda que la

⁶¹Diario Oficial de la Federación del 20 de diciembre de 1993.

autoridad monetaria siga a cargo del sistema de pagos, con el fin de garantizar su eficiencia y evitar que un banco comercial se beneficie del manejo de la cámara de compensación.

6.2. OTRAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Para que el sistema de consejo monetario funcione eficientemente es necesario instrumentar otras reformas estructurales. Las reformas deben tener dos propósitos: primero, permitir que el ajuste del tipo de cambio real se lleve a cabo vía precios y segundo, dotar de flexibilidad a la política fiscal para que pueda utilizarse como estabilizador del ciclo económico, en vez de la política monetaria.

Para lograr estos objetivos, la Ley Federal del Trabajo debe reformarse para que: primero, se legalicen los trabajos a tiempo parcial y a destajo, lo que permitiría ajustar rápidamente los salarios nominales, con menor sacrificio en el nivel de empleo. Segundo, deben disminuir los costos de contratar y despedir trabajadores, con lo que se eliminarían rigideces salariales tanto a la baja como a la alza.

A lo largo de este estudio se ha señalado que, con el consejo monetario, la política monetaria pierde la capacidad de responder ante choques externos. Por ello, deben instrumentarse las medidas adecuadas para flexibilizar la política fiscal.⁶² Ello implicaría que el Presupuesto de Egresos y la Ley de Ingresos cuenten con rubros contingentes que puedan cancelarse o ejercerse de acuerdo al entorno económico. Keynes (1937) sugería incluso dejar en cartera proyectos de inversión que pudieran echarse a andar inmediatamente, al menor indicio de una recesión. Por el lado del ingreso, habría que considerar medidas como la eliminación del impuesto al activo en tiempos de crisis y su restablecimiento en tiempos de auge. En el diseño de estas medidas debe considerarse que, para que el consejo monetario sea creíble, es necesario mantener una estricta disciplina en las finanzas públicas.

⁶²Incluso Keynes (1937) argumentó a favor de utilizar la política fiscal como estabilizador del ciclo económico, con preferencia a la política monetaria.

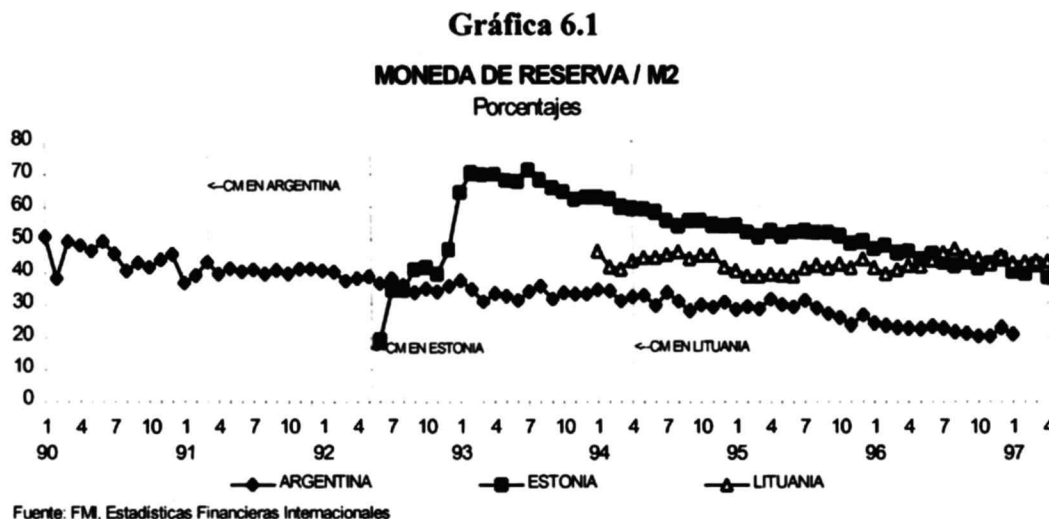
6.3. ELECCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Una vez definida la moneda de reserva, que en el caso de México sería el dólar norteamericano, surge el problema de determinar el tipo de cambio. El gobierno de México mantiene una política de libre flotación del peso desde diciembre de 1994, por lo que la paridad refleja las condiciones prevalecientes en el mercado de cambios. En el largo plazo, el tipo de cambio observado se mantiene, en promedio, alrededor de su nivel de equilibrio. Por ello, el nivel al que debe fijarse la paridad debe ser el promedio observado en las últimas semanas en el mercado libre. Quizá lo prudente es fijar un tipo de cambio ligeramente por encima de su precio de mercado, para evitar que la moneda quede sobrevaluada.

Este método para fijar el tipo de cambio es quizá un tanto arbitrario, pero no existe un método econométrico confiable para determinar el nivel de equilibrio del tipo de cambio.

6.4. ESTIMACIÓN DEL MONTO DE RESERVAS INTERNACIONALES

Un indicador útil del nivel de cobertura que tienen los diferentes consejos monetarios vigentes, es la cantidad de moneda de reserva en relación a los activos líquidos en poder del público (M2). En Estonia y Lituania, la cantidad de moneda de reserva respalda alrededor del 40% de M2, mientras que en Argentina se cubre actualmente 20% (gráfica 6.1).



Dada la falta de una regla clara para determinar el respaldo de un consejo monetario, es necesario seguir un método *ad hoc* para estimar la cantidad de moneda de reserva necesaria para que el consejo monetario en México tenga la suficiente credibilidad.

En un consejo monetario heterodoxo los rubros que deben respaldarse son: la base monetaria (100% ó un porcentaje menor pero cercano al 100%), una parte de la deuda pública de corto plazo y una proporción de los depósitos líquidos del público en la banca comercial.

Primero, en México el comportamiento de la base monetaria es muy similar al de los billetes y monedas en circulación debido a que, por una parte, los bancos no tienen la obligación de mantener saldos positivos en sus cuentas corrientes con el banco central y, por otra parte, los saldos positivos no reciben remuneración, por lo que éstos tienen un costo de oportunidad. Por ello, el único componente de la base monetaria que es necesario respaldar son los billetes y monedas en circulación.

Segundo, la proporción de bonos que deben respaldarse debe de reflejar su perfil de vencimientos. Por ejemplo, un bono a 90 días podría requerir un respaldo de sólo un tercio respecto al bono de 28 días.

Finalmente, una regla similar a la anterior podría aplicarse a los depósitos del público en la banca comercial: los depósitos a mayor plazo pueden requerir un menor respaldo que los depósitos más líquidos. Adicionalmente, se puede exigir que los bancos mantengan reservas en los bancos comerciales extranjeros, con lo que disminuiría la cantidad de reservas requeridas en el banco central.

Ahora bien, el monto preciso de las reservas requeridas para instalar el consejo monetario varía enormemente según el momento histórico en que se tome tal decisión. Para dar una idea del orden de magnitud de las divisas que México requiere para instalar un consejo monetario, se realizó un ejercicio *-grosso modo-* suponiendo que la fecha de instalación del consejo monetario fue el 1 de julio de 1997.

Bajo los criterios expuestos en 4.4, la paridad se fijó en 8 pesos por dólar. Se estimaron cuatro escenarios de acuerdo a la restricción de divisas que podría enfrentar el país:

**CUADRO 6.1
ESCENARIOS PARA LA INSTALACIÓN DE
UN CONSEJO MONETARIO DE ACUERDO A LA RESTRICCIÓN DE DIVISAS**

ESCENARIO	CARACTERÍSTICAS
Restricción fuerte de divisas	Sólo hay moneda de reserva suficiente para cubrir el porcentaje indispensable de los billetes y monedas en circulación (90%). La instalación del consejo se acompaña de un ajuste fiscal fuerte y medidas prudenciales muy estrictas.
Restricción menos fuerte de divisas	Se cubren completamente los billetes y monedas en circulación más un 10% de reservas excedentes para contingencias. La instalación del consejo se acompaña de un ajuste fiscal menos severo que el anterior.
Restricción menos débil de divisas	Hay suficientes divisas para cubrir los billetes y monedas en circulación más las cuentas de cheques del público (M1). la instalación del consejo se acompaña de un ajuste fiscal y medidas prudenciales menos estrictas.
Restricción débil de divisas	Hay suficientes divisas como para dotar de completa credibilidad al consejo sin necesidad de ajustes severos a la política fiscal y con medidas prudenciales moderadas. Se respalda hasta un 40% de M2, a semejanza de otros países al momento de instalar su consejo monetario.

Se obtuvieron los siguientes resultados:

**CUADRO 6.2
RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DEL
MONTO DE RESERVAS REQUERIDAS POR TIPO DE ESCENARIO**

ESCENARIO	RUBROS QUE SE RESPALDAN	CANTIDAD (Millones de pesos)	RESERVAS NECESARIAS (Millones de dólares)
Restricción fuerte de divisas	Billetes y monedas en circulación (90%)	65,530	8,191
Restricción menos fuerte de divisas	Billetes y monedas en circulación (100%) + Reservas excedentes (10%)	72,811 +7,281	10,012
Restricción menos débil de divisas	M1 (billetes y monedas en circulación + cuentas de cheques)	242,141	30,268
Restricción débil de divisas	Cobertura similar a la de los países con consejo monetario (40% de M2)	335,010	41,876
Reservas internacionales netas al 30 de junio de 1997			14,254

El primer escenario y el último pueden considerarse como un piso y un techo, respectivamente, de las reservas necesarias para instalar el consejo monetario. Al 1 de julio de 1997, era suficiente contar con reservas internacionales netas superiores a los 8,191 millones de dólares, para instalar el consejo monetario. En el caso de que se buscara un nivel de cobertura similar al de otros países con consejo monetario (40% de M2), era necesario un nivel de reservas por 41,876 millones de dólares.

Cabe destacar que mientras más cercano se encuentre el nivel de reservas del piso, son necesarios ajustes más fuertes en la política fiscal y medidas prudenciales más estrictas para dotar de credibilidad al consejo. Asimismo, la negociación de líneas de crédito con bancos extranjeros podría ser un mecanismo que supla la escasez de divisas. Evidentemente, mientras menos reservas se tengan, menor será la capacidad de las autoridades para prevenir una crisis bancaria o defender la moneda de un ataque proveniente de los tenedores de bonos.

Al 30 de junio de 1997, se contaba con reservas internacionales suficientes para cubrir completamente los billetes y monedas en circulación, más reservas excedentes por 6,063 millones de dólares. Es decir, se podía cubrir el 47% de M1 y el 34% de M2, lo cual implica que se podría obtener un nivel de cobertura superior al que detentaba Argentina a principios de 1997, y muy cercano al que presentaron Estonia y Lituania. Sin embargo, las reservas excedentes sólo hubieran alcanzado a cubrir el 10.6% de los CETES, por lo cual podría haber sido necesario instrumentar un ajuste fiscal fuerte y una política de deuda pública más agresiva con objeto de, por un lado, ampliar el plazo promedio de vencimiento de los bonos y, por otro lado, reducir el nivel de endeudamiento neto interno.

Por ello, podemos concluir que la instalación de un consejo monetario en México, al 30 de junio de 1997, era factible; siempre y cuando se hubieran llevado a cabo los cambios estructurales y las reformas financieras necesarias para que el sistema funcionara.

7. CONCLUSIONES

1. El consejo monetario es un arreglo institucional que otorga credibilidad a las políticas de estabilización y proporciona estabilidad cambiaria, además de ser una regla sencilla y transparente de acción de la autoridad monetaria. Por ello, el consejo monetario es recomendable para países que pretendan utilizar al tipo de cambio como ancla nominal, ya sea para disminuir la inflación o para conseguir una mayor integración en una región económica. Para los países con antecedentes de ataques especulativos exitosos, el consejo monetario es la manera más confiable de fijar la paridad.
2. La principal desventaja del consejo monetario es que el tipo de cambio real puede apreciarse, debido a la inercia inflacionaria o a la variación en los términos de intercambio, lo que conduce a la pérdida de competitividad del aparato productivo. En un consejo monetario, la única manera recomendable de alinear el tipo de cambio real es a través de una deflación, lo que se llevaría a cabo a través de una recesión y el aumento del desempleo. Otra desventaja importante es que en un consejo monetario se adopta la política monetaria del país de origen de la moneda de reserva, con lo que se pierde la capacidad de instrumentar una política monetaria contracíclica.
3. La vulnerabilidad del sistema bancario ante una corrida bancaria es mayor en un consejo monetario, debido a que la función de prestamista de última instancia está limitada por el monto de reservas excedentes y/o por el monto de los créditos contingentes contratados con bancos internacionales. Asimismo, las fluctuaciones en la tasa de interés de corto plazo son mayores en el consejo monetario, tanto porque los movimientos en la balanza de pagos se reflejan en la tasa de interés, como por la pérdida de política monetaria. Las variaciones en la tasa de interés pueden poner en riesgo la salud de los intermediarios financieros.
4. México no presenta actualmente problemas de inflación, pero un choque externo puede desencadenar un proceso inflacionario que lleve a plantear la necesidad de utilizar, nuevamente, al tipo de cambio como ancla nominal. Los antecedentes de

ataques especulativos exitosos nos lleva a concluir que el único arreglo institucional creíble para fijar la paridad es el consejo monetario.

5. La creciente integración económica con los Estados Unidos de América nos mueve a reflexionar en la posibilidad de llevar a cabo la unión monetaria con nuestro vecino del norte. En este sentido, el consejo monetario debe establecerse como una etapa intermedia entre la libre flotación del peso y la moneda única. Este argumento a favor del consejo monetario es el que irá adquiriendo más importancia en los próximos años.
6. La inercia de la inflación mexicana puede conducir a la apreciación del tipo de cambio real, en caso de que la paridad se fije. Sin embargo, si el consejo monetario cuenta con la suficiente credibilidad y se mantiene la disciplina en las finanzas públicas, entonces la inflación inercial podría eliminarse. De cualquier modo, es indispensable realizar las reformas estructurales indispensables para que el tipo de cambio real pueda ajustarse vía precios. En particular, la Ley Federal del Trabajo debe cambiar para flexibilizar el mercado laboral.
7. Cabe destacar la necesidad de instrumentar las medidas pertinentes para flexibilizar la política fiscal, como un medio de atemperar las fluctuaciones del ciclo económico.
8. El sistema financiero mexicano atraviesa por una situación difícil, lo que puede utilizarse como un argumento en contra de la instalación del consejo monetario. Sin embargo, si se adoptan las reformas financieras que se proponen en el presente documento, el sistema financiero funcionará eficientemente bajo el régimen de consejo monetario. El propósito de estas reformas es asegurar la flexibilidad de las tasas de interés, proteger al sistema bancario de las variaciones de la tasa de interés y limitar la necesidad del prestamista de última instancia. Las medidas que se proponen son: restablecer el coeficiente de liquidez, establecer una razón de capital a activos ajustada por riesgo por arriba de lo recomendado por el Comité de Basilea, cumplir las normas internacionales de límite máximo de crédito a un solo prestatario, fomentar el mercado interbancario, promover el acceso a recursos líquidos provenientes del

exterior, reformar el FOBAPROA para que funcione como un sistema de "co-aseguro" y ejercer una supervisión más estricta.

9. En México se descarta la instalación de un consejo monetario ortodoxo, porque implica un mayor riesgo para el sistema financiero. Lo más adecuado es instalar un consejo monetario con reservas excedentes, que extienda facilidades de liquidez a los bancos solventes. Además, deben mantenerse las operaciones monetarias indispensables para moderar las fluctuaciones de corto plazo de la tasa de interés.
10. Por todo lo anterior, podemos concluir que el funcionamiento de un consejo monetario en México es factible, siempre y cuando se instrumenten las reformas propuestas en el presente documento.
11. En un futuro no muy lejano, el establecimiento del consejo monetario no sólo será factible sino también indispensable, ante una eventual unión monetaria con los Estados Unidos de América.

BIBLIOGRAFIA

- Baliño, T., C. Enoch, A. Ize, V. Santiprabhob y P. Stella (1997) *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, IMF Occasional Paper Núm. 151, Washington, agosto.
- Banaian, K., L.O. Laney y T.D. Willett (1983) "Central Bank Independence: An International Comparison" en Bendesky, León (ed.) *El papel de la banca central en la actualidad*. CEMLA, México, 1991.
- Banco de México, *Informe anual*, varios años.
- Bank for International Settlements (1997) *67th Annual Report*. Basilea, junio.
- Basle Committee on Banking Supervision (1997), *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Basilea, septiembre.
- Bayoumi, Tamim, y Barry Eichengreen (1993) *Monetary and Exchange Rate Arrangements for NAFTA*. IMF, Washington, WP/93/20.
- Bennett, Adam G.G. (1993) "The Operation of the Estonian Currency Board" en *Staff Papers*, IMF, Vol.40, junio, p.451-470.
- Bennet, Adam G.G. (1994) *Currency Boards: Issues and Experiences*. IMF, Washington, Paper on Policy Analysis and Assessment, septiembre.
- Calvo, Guillermo A. (1995) "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons" (Draft presented at the Seminar on Implications of International Capital Flows for Macroeconomic and Financial Policies, organized by the IMF), diciembre.

-
- Calvo, Guillermo A. y Enrique G. Mendoza (1997) "La crisis de la balanza de pagos de México: crónica de una muerte anunciada" en *Investigación económica*, vol.LVII, núm. 219, enero-marzo.
- Caprio, Gerard, M. Dooley, D. Leipziger y C. Walsh (1996) "The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board. The Case of Argentina" en *Policy Research Working Paper*, Núm. 1648, The World Bank, septiembre.
- Castañeda, Gonzalo (1994) "La reforma fiscal y el crecimiento no inflacionario: un estudio de la economía mexicana, 1958-1976" en Castañeda, Gonzalo (comp.) *La economía mexicana. Un enfoque analítico*. Limusa, México.
- Caves, Richard E., J.A. Frankel y R.W. Jones (1993) *World Trade and Payments. An Introduction*. 6a.ed. Harper Collins, New York.
- Cuikerman, Alex, Steven B. Webb, y Bilin Neyapati (1992) "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes" en *The World Bank Economic Review*, Vol. 6, septiembre, pp. 353-398.
- Diamond, Douglas W. y Philip H. Dybvig (1983) "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity" en *Journal of Political Economy*, vol.91, núm.3.
- Dornbusch, Rudiger (1988) "Real Exchange Rates and Macroeconomics: A Selective Survey". *National Bureau of Economic Research Inc.*, Working Paper Series No. 2775, noviembre.
- Fernández, Roque y Liliana Schumacher (1996) "Does Argentina Provide a Case for Narrow Banking?" (Documento presentado en la Conferencia para Prevenir Crisis Bancarias en América Latina), The World Bank, abril.
- Fieleke, Norman S. (1992) "The Quest for Sound Money: Currency Boards to the Rescue?" en *New England Economic Review*, Noviembre-Diciembre, p. 14-24.

-
- Friedman, Milton (1953) *Essays in Positive Economics*. University Chicago press, Chicago.
- Friedman, Milton (1959) *A Program for Monetary Stability*. Fordham University Press, New York.
- Gil-Díaz, Francisco y Agustín Carstens (1996) "Some Hypotheses Related to the Mexican 1994-95 Crisis" (Documento presentado en la Reunión Anual de ASSA, San Francisco, California), enero.
- Goldstein, Morris y Philip Turner (1996) *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. Bank for International Settlements, octubre.
- Goodhart, Charles A.E. (1995) *The Central Bank and the Financial System*. The MIT Press, Cambridge.
- Hanke, Steve H. y Kurt Schuler (1993) *Russian Currency and Finance. A Currency Board Approach to Reform*. Routledge, London.
- _____ (1994) *Currency Boards for Developing Countries. A Handbook*. International Center for Economic Growth, San Francisco.
- Kaminsky, Graciela L. y Carmen M. Reinhart (1996) "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems" en *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Núm. 544, marzo.
- Keynes, John M. (1937) "How to Avoid a Slump?" en Moggridge, Donald (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol.XXI, Macmillan y Cambridge University Press, 1982. p.384-395.
- Krauze, Enrique (1997) *La presidencia imperial*. Tusquets, México.
- Kydland, Finn E. y Edward C. Prescott (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans" en *Journal of Political Economy*, vol.85, núm.3

Kydland, Finn E, (1992) "Rules versus discretion" en Newman, Peter, et.al. (eds.) *The New Palgrave: Dictionary of Money and Finance*. Vol.3, MacMillan Press, Londres. p.379-381.

Ley del Banco de México. Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de diciembre de 1993.

Lustig, Nora (1995) "México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa" en *Comercio Exterior*, mayo.

Machinea, José Luis (1996) "The Argentine Financial Crisis of 1995: Causes, Characteristics and Lessons" (mimeo), enero.

Minsky, Hyman P. (1977) "La banca central y el comportamiento de una economía" en Bendesky, León (ed.) *El papel de la banca central en la actualidad*. CEMLA, México, 1991.

Ortiz, Guillermo (1994) *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*. FCE, México, Colección: Una visión de la modernización de México.

Osband, K. y D. Villanueva (1992) *Independent Currency Authorities: An Analytic Primer*. IMF, Washington, WP/92/50.

Poder Ejecutivo Federal (1997) *Tercer Informe de Gobierno*.

Santiprabhob, Veerathai (1997) *Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience* IMF, Washington, PPAA/97/11.

Sargent, Thomas J. y Neil Wallace (1986) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" en Sargent, Thomas J., *Rational Expectations and Inflation*. Harper & Row, New York, 1986

Schwartz, Anna J. (1992) "¿Tienen un futuro las juntas monetarias?" en *Boletín del CEMLA*, Vol.XL, Núm.1, enero-febrero de 1994.

Walters, Alan A. y Steve H. Hanke (1992) "Currency Boards" en Newman, Peter, et.al. (eds.) *The New Palgrave: Dictionary of Money and Finance*. Vol.1, MacMillan Press, Londres. p.558-561.

Williamson, John (1995) *What Role for Currency Boards?*, Institute for International Economics, Washington.

Zarazaga, Carlos E. (1996) "Argentina, México, and Currency Boards: Another Case of Rules versus Discretion" en *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, cuarto trimestre, 1995.