

SERIE
DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN EGE

“ACERCA DE SISTEMAS CAMBIARIOS”

Autores: Lic. Santiago Gastaldi¹ y Lic. Gustavo Ferro²
Río Cuarto, noviembre de 1990.

Resumen:

El objetivo del trabajo es efectuar una síntesis del menú de alternativas que la autoridad económica dispone para el diseño de arreglos cambiarios. Se presenta una clasificación de los sistemas cambiarios y se detallan, aunque no en orden cronológico, los arreglos habidos en Argentina en la última década y sus motivaciones.

1. Profesor titular de Macroeconomía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Río Cuarto (FCE-UNRC).

2. Docente auxiliar de Macroeconomía de la FCE-UNRC, investigador del Instituto de Estudios e Investigaciones en Comercio Exterior (IEICE).

ACERCA DE SISTEMAS CAMBIARIOS

Autores: Lic. Santiago Gastaldi³ y Lic. Gustavo Ferro⁴
Río Cuarto, noviembre de 1990.

Introducción

El objetivo del trabajo es efectuar una síntesis del menú de alternativas que la autoridad económica dispone para el diseño de arreglos cambiarios. Se presenta una clasificación de los sistemas cambiarios y se detallan, aunque no en orden cronológico, los arreglos habidos en Argentina en la última década y sus motivaciones.

I. La clasificación de los Sistemas Cambiarios

El tipo de cambio es el número de unidades monetarias domésticas que deben ser entregadas para obtener una unidad monetaria internacional (dólar, marco, yen, etc.).

Si el arreglo institucional definido por la autoridad monetaria es tal que no existen trabas a la operatoria con divisas (derivadas de exportaciones, importaciones, entradas y salidas de capitales), se dice que no existe control de cambios.

Si no existe control de cambios, las alternativas de diseño quedan comprendidas entre: a) tipo de cambio establecido por la autoridad monetaria (Banco Central), b) tipo de cambio determinado por el mercado y la acción de la autoridad, y c) tipo de cambio determinado por el mercado (o libremente flotante).

II. Tipo de cambio fijado por la autoridad

Tipo de cambio fijo

El tipo de cambio establecido por la autoridad admite distintas variantes. Si la economía se desenvuelve en un escenario sin inflación, es probable que la autoridad establezca un valor *fijo* para el tipo de cambio. Este valor puede ser perdurable en el tiempo, dependiendo ello tanto de cuán próximo esté del valor que fijaría el mercado a partir del libre juego de las fuerzas de la oferta y la

3. Profesor titular de Macroeconomía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Río Cuarto (FCE-UNRC).

4. Docente auxiliar de Macroeconomía de la FCE-UNRC, investigador del Instituto de Estudios e Investigaciones en Comercio Exterior (IEICE).

demanda que allí operan (valor de equilibrio), así como del volumen de reservas internacionales en manos de la autoridad.

Debe tenerse en cuenta que el mantenimiento del ambiente de estabilidad monetaria exige una situación fiscal ordenada (no tener desequilibrios en las cuentas públicas) o, si no existe, que los déficits sean en magnitudes muy pequeñas. Déficits fiscales abultados financiados con emisión de base monetaria son inconsistentes, en general, con el mantenimiento de un valor fijo para el tipo de cambio.

Si se tiene una situación de desempleo importante, y los agentes económicos no forman expectativas de inflación ante la creación monetaria *no reiterada* de la autoridad para el financiamiento del déficit fiscal, es factible que la mayor demanda agregada provoque una expansión de la actividad económica y mayores importaciones, pero que éstas no comprometan la posición de reservas de la autoridad monetaria. En este supuesto, podrá ser mantenido el tipo de cambio fijo.

Ahora bien, cuando la economía haya alcanzado el pleno empleo de sus recursos, no existan expectativas de inflación y el ajuste de cartera de los agentes económicos es veloz, una expansión importante de base monetaria para financiar el déficit fiscal, en primer lugar reducirá el stock de reservas internacionales, debido a que no han cambiado los valores de los argumentos que explican la cantidad nominal (y real) de dinero demandada. El suministro de cantidad nominal de dinero por la autoridad monetaria provendrá o del componente internacional (reserva de divisas) o del componente doméstico (el crédito doméstico concedido a los bancos comerciales o al sector público). Si están dados los requerimientos de la demanda monetaria nominal, la expansión del crédito doméstico concedido al sector público lo único que hará es alterar la composición de las fuentes de provisión, en este caso, reducir la magnitud de las reservas de divisas en el activo del Banco Central. Por lo anterior, se establece un sistema monetario de *dinero endógeno*: la cantidad nominal de dinero es determinada por los particulares; la autoridad sólo puede determinar la participación de los componentes externo e interno del dinero.

El *ajuste veloz*, vía cuenta de capital, más arriba señalado, implica que, en presencia de dinero nominal excedente, los particulares aumentan rápido sus demandas por activos externos, que han reducido sus precios relativos a consecuencia de la presión a la baja de la tasa de interés doméstica, solicitando a la autoridad las divisas necesarias a tal respecto y reduciéndose así el stock de reservas internacionales tenidas por la autoridad.

Si modificamos parcialmente el contexto anterior, en el sentido que los ajustes son *lentos*, partiendo de una situación de equilibrio en balanza comercial, la expansión monetaria *no reiterada* expande la demanda agregada nominal y genera una presión para el aumento en el nivel general de precios de la economía. Si inicialmente la autoridad monetaria mantiene el tipo nominal de cambio, habrá por un lado un alza en los precios de algunos bienes que no se

comercian internacionalmente y, concomitantemente, un abaratamiento en el precio relativo de los bienes que se comercian internacionalmente. Esto, luego de un tiempo, generará un déficit de balanza comercial que erosionará la posición de reservas de la autoridad monetaria; si esto se reitera y no hay posibilidades de endeudamiento externo terminará con las reservas del Banco Central, y las soluciones abiertas son o el racionamiento de importaciones de cierto tipo de bienes (de difícil sostenimiento a largo plazo), o la elevación del tipo nominal de cambio de forma de eliminar la caída del precio relativo.

Para ambientes inflacionarios pueden ser usadas otras dos variantes: tipo de cambio prefijado o tipo de cambio reptante.

Tipo de cambio prefijado

En el tipo de cambio prefijado (pautado, "tablita" cambiaria, o crawling peg activo), la autoridad económica establece el valor del dinero internacional en el tiempo (día por día, o semana por semana, o mes por mes). La motivación que ella puede tener en este arreglo es tratar de hacer converger la tasa de inflación nacional a la internacional. Si esto es así, los ritmos devaluatorios establecidos para la moneda nacional irán decreciendo en el tiempo. La famosa tablita de Martínez de Hoz de los años 1979 y 1980 fue un esquema de tipo de cambio prefijado. Una característica de esta modalidad es que el ritmo devaluatorio está en principio disociado del ritmo de inflación nacional.

Surge un problema, el de *atraso cambiario*, en este arreglo institucional cuando la convergencia de la inflación doméstica a la inflación internacional es lenta. El atraso cambiario existe cuando el tipo de cambio real corriente es inferior al requerido en el largo plazo para mantener en equilibrio a la balanza de pagos total y sus componentes. El tipo de cambio real corriente es el tipo de cambio nominal multiplicado por el precio en moneda internacional de los bienes que se comercian internacionalmente y dividido por el precio en moneda nacional de los bienes que no se comercian internacionalmente. El atraso cambiario puede ocurrir cuando existe capacidad de fijación de precios por los oferentes del mercado, derivados de un fuerte cerramiento de la economía (protección arancelaria y para-arancelaria, o protección natural) y determinados valores de elasticidad de los precios respecto a cambios en la demanda agregada.

El cambio en la última podría resultar de flujos de capitales externos motivados por un diferencial positivo de tasa de interés doméstica respecto a la internacional.

Puede ocurrir también cuando existe un déficit fiscal reiterado -que, por lo general, afecta negativamente el precio relativo de los bienes transables internacionalmente en términos de los *no transables*- financiado con empréstitos internacionales o vía crédito doméstico (emisión monetaria) y que

no es consistente con un ritmo devaluatorio descendente. En estos casos, se establece un ritmo de evolución de precios de los bienes no comerciados internacionalmente que supera al de los precios en moneda doméstica de los bienes que se transan internacionalmente, produciéndose una caída del tipo de cambio real corriente respecto al que se requiere en el largo plazo para mantener en equilibrio la balanza de pagos total y sus componentes, la cuenta capital y la cuenta corriente. En estas circunstancias se va generando un exceso de demanda en el mercado de divisas que puede acabar con la existencia que de las mismas tenga la autoridad. Desde otro ángulo, el atraso del tipo de cambio va quitando competitividad a la producción doméstica de bienes comerciables internacionalmente (exportables y sustitutivos de importaciones), produciéndose dificultades (a futuro próximo) de la cuenta corriente del balance de pagos.

Tipo de cambio reptante

En el tipo de cambio reptante, o crawling peg pasivo, al igual que en el anterior, la autoridad económica establece el valor del dinero internacional en el tiempo, pero aquí tiene en cuenta la brecha entre la inflación nacional y la inflación internacional. De esta manera, la autoridad se despreocupa de un objetivo anti-inflacionario y prioriza el mantenimiento de un determinado valor para el tipo de cambio real.

Un problema de este arreglo es que, de no existir un control adecuado sobre la situación fiscal, la tasa de inflación tendrá un factor inercial de relevancia, que a su vez se incorporará en el ritmo devaluatorio, y una tendencia a acelerarse. La aceleración si es muy aguda requerirá, en determinado momento, del cambio del arreglo institucional en el mercado cambiario.

La endogeneidad de los esquemas

En las tres variantes analizadas: tipo de cambio fijo, tipo de cambio prefijado y tipo de cambio reptante, la característica central es que la autoridad se compromete a defender un valor (que puede o no ser variable) de la moneda nacional, para lo cual está dispuesta a vender divisas si existe un exceso de demanda por ellas, o a comprarlas en el caso que existiese un exceso de oferta.

Si el precio fijado por la autoridad es inferior (superior) al que arrojaría el mercado de cambios, el exceso de demanda (oferta) de divisas se corresponde con una reducción (aumento) equivalente de base monetaria. Por lo anterior, salvo que el valor del tipo de cambio fuese establecido en su valor de equilibrio, el sistema de tipo de cambio determinado por la autoridad afecta la cantidad de dinero base que tiene el sistema económico.

Por la relación que se establece entre las tres variantes antes referidas y el accionar de la autoridad monetaria en materia de emisión-contracción de base en respuesta a los deseos de los particulares, se dice que conducen a un esquema de dinero pasivo o dinero endógeno. La autoridad monetaria no controla la cantidad nominal de dinero del sistema; la controlan los particulares.

III. Tipo de cambio determinado por el mercado

En este arreglo son los agentes económicos particulares los que, a través de ofertar y demandar divisas, le ponen el precio a éstas (valor del tipo de cambio). Por definición, no pueden existir excesos de oferta o de demanda de divisas por lo cual no puede, en este esquema, haber un saldo de la balanza de pagos distinto de cero. Por lo anterior, no se generan movimientos de base monetaria por la operatoria del mercado de cambios.

Como no existe en este arreglo una relación entre el mercado de cambios y el accionar de la autoridad monetaria, queda establecido un esquema de *dinero activo o dinero exógeno*. La autoridad monetaria puede fijar la cantidad nominal de dinero del sistema.

Bajo un sistema de tipo de cambio determinado por el mercado, la situación fiscal también es importante. Si un déficit fiscal abultado no puede ser financiado vía empréstitos, normalmente el cierre de cuentas resultará de emisión de base monetaria.

Si esta no es una situación habitual y la economía se encuentra en situación cercana al pleno empleo, la expansión en la cantidad de dinero resultante se dirigirá a todos los mercados de la economía, entre ellos el mercado de cambios. A nivel global se observará un alza en el nivel general de precios y en el valor del tipo nominal de cambio establecido por las fuerzas de la oferta y de la demanda en el mercado. Es probable que no existan cambios en los precios relativos de la economía.

Si, por otro lado, los déficits fiscales abultados son situaciones que se reiteran período tras período, los ritmos de expansión de base monetaria resultantes, generarán no ya cambios en el nivel general de precios de la economía y del tipo de cambio, sino en el ritmo inflacionario. Este, muy probablemente se difundirá en forma asimétrica en los mercados de la economía, y se trasladará a un ritmo devaluatorio en el mercado de cambios, concretado por el accionar de los agentes económicos particulares.

Es factible, además, que se verifiquen variaciones en el tipo real de cambio, de manera especial cuando el ritmo inflacionario y devaluatorio se hacen muy erráticos. En estas circunstancias, la política monetaria, financiadora de una determinada política fiscal, no resulta neutral en el corto plazo. Y pueden darse situaciones de adelanto o atraso cambiario (suba o caída del tipo de cambio real corriente respecto del de largo plazo) en este esquema de flotación limpia dependiendo, entre otras cosas, de la proporción del gasto

público que recae sobre bienes no comerciados internacionalmente, del impacto del déficit sobre la tasa real y nominal de interés, de la difusión de incertidumbre que provocan tasas altas y erráticas de inflación, etc..

IV. Tipo de cambio determinado por el mercado y la acción de la autoridad

Cuando el valor del tipo de cambio resulta de la interacción de las fuerzas de oferta y demanda del sector privado así como de las intervenciones de la autoridad monetaria, se dice que el arreglo institucional es de flotación administrada o flotación sucia. Algunas de las características del mismo son:

En primer lugar, las fuerzas del mercado determinan las tendencias fundamentales de largo plazo del tipo de cambio.

En segundo lugar, y derivado de lo anterior, la intervención de la autoridad monetaria es realizada con el objetivo de suavizar la trayectoria en el tiempo del tipo nominal de cambio, tratando que éste no se disperse más allá de un cierto porcentaje de la tendencia fundamental, generándose una banda de intervención.

En tercer lugar, la posibilidad de intervención dependerá del stock de divisas (dólares, marcos alemanes, etc.) en manos de la autoridad y del sentido y permanencia de la desviación respecto de la banda de intervención.

En cuarto lugar, cuando la autoridad monetaria realiza acciones de intervención se altera la cantidad de base monetaria del sistema. Para deprimir el precio que el libre juego de las fuerzas del mercado determinaría respecto al tipo de cambio, la autoridad debe vender divisas (comprar base) contrayendo la cantidad de dinero del sistema. Para elevarlo a aquél, la acción sería de compra de divisas (venta de base) aumentando la cantidad de dinero.

En quinto lugar, la autoridad puede intervenir en el mercado, pero no está obligada a defender un valor de paridad para la moneda doméstica.

Por lo antes relatado, el esquema participa tanto de características del sistema de flotación limpia, como del sistema de tipo de cambio determinado por la autoridad monetaria.

Bajo flotación administrada puede surgir un problema cuando la autoridad pretende no sólo suavizar la trayectoria del tipo nominal de cambio, sino también la del tipo de interés, especialmente cuando el contexto es inflacionario. Es probable que en estas circunstancias se quede a mitad de camino en ambos objetivos y, además, que su acción sea generadora de incertidumbre en el sistema económico.

Si el desequilibrio de las cuentas fiscales es de magnitud importante y recurrente, y además su financiación proviene de la expansión periódica de base monetaria, las expectativas inflacionarias que se desatan se trasladan al mercado de cambios en forma de expectativas devaluatorias, las cuales son incorporadas a las tendencias fundamentales del tipo de cambio. La flotación

administrada, en este caso, deberá desenvolverse sobre una banda de intervención que de un recorrido temporal ascendente, y si la autoridad monetaria ignora esta situación, las pérdidas de reservas internacionales será su consecuencia natural y con ella la necesidad de modificar el arreglo institucional en el mercado de cambios.

V. Control de cambios, recaudación de impuestos y tasa de interés

El control de cambios estuvo presente en Argentina, en la última década, en numerosas oportunidades, resultando de interés una estilización del mismo.

Supóngase que existe un desdoblamiento del mercado de cambios: un mercado comercial y un mercado financiero. Que el mercado comercial incorpore las exportaciones e importaciones, con un precio para la divisa fijado por la autoridad y que puede ser distinto según sea exportación o importación. Que el mercado financiero recepte todas las otras operaciones, y que la autoridad se excluye de participar en el mismo (mercado libre de cambios en ésta porción), dando por resultado un precio más elevado que el fijado por la autoridad monetaria. Si a los precios fijados para las exportaciones e importaciones resultara un exceso de demanda (oferta) de dólares, el Banco Central comprará el mismo vendiendo dólares (vendiendo base). En el caso de venta de base, es como si el Banco Central estuviese recaudando un impuesto en dólares.

Este tipo de arreglo admite variaciones que no son relevantes de consignar. Los motivos para su establecimiento en general son o recaudar impuestos (escudado esto en objetivos de no encarecer productos que se consumen domésticamente y son exportables), o bajar la tasa real de interés.

Esto último operaría de la siguiente manera: la liberación del mercado financiero de cambios produce un salto en el valor del dólar de este mercado. Si el proceso inflacionario es relativamente suave, los agentes económicos esperarían un ritmo devaluatorio cercano a cero en el mercado financiero; por su parte, sobre el mercado comercial y a los fines de evitar males mayores, la autoridad monetaria normalmente establece un ritmo de devaluación sobre los valores allí establecidos buscando la convergencia a los valores del otro mercado. Este ritmo de devaluación está ligado al proceso inflacionario de la economía. Luego, quien trae financiamiento internacional por un período relacionado al tiempo durante el cual es exitoso el desdoblamiento cambiario, o quien lo trae cuando la autoridad fija precios más altos para operaciones que pasen por el mercado financiero y el Banco Central acuerda seguros de cambio, se beneficiará porque la tasa que abonará por el préstamo será la tasa internacional (más el costo del seguro de cambio en el caso de fijación de precio en el financiero, y que necesariamente debe ser bajo si se pretende que entren capitales). Esto, aparte del beneficio al que consiguió los fondos, genera

una descompresión del mercado de prestamos presionando la tasa de interés real doméstica a la baja.

En general, estos esquemas, aplicados en ambientes inflacionarios terminan quebrados y la autoridad monetaria debe liberar el mercado de cambios o traer alguna importante reforma generadora de cambios de expectativas que posibilite algún otro arreglo cambiario.

Si las operaciones de divisas permitidas son las de balanza de cuenta corriente, y las otras requieren autorización, con trámites más o menos complicados, se está en presencia de control de cambios en la cuenta capital y tipo de cambio fijo para el mercado comercial. Estos arreglos permiten durante algún tiempo (y dependiendo del ritmo de inflación) hacer política monetaria activa. Si la inflación derivada de la política monetaria activa es importante, los particulares consiguen las divisas que desean del Banco Central vía sobrefacturar importaciones y subfacturar exportaciones.

VI. La flotación, la deuda externa y la estabilidad post-hiperinflación

A partir de julio de 1989, el problema central de política económica ha sido consolidar la estabilidad post-hiperinflación. Una cuestión instrumental de relieve es, en ese marco, la selección del arreglo cambiario, teniendo en cuenta la deuda externa elevada y la memoria hiperinflacionaria reciente de la sociedad argentina. Esto es el fundamento de los escenarios que a continuación se describen:

a) Si el Banco Central tiene un objetivo de constitución de un *fondo de estabilización cambiaria*, está definiendo un esquema de flotación sucia, comprando divisas (vendiendo base) cuando considera que su precio es bajo. Constituido un stock mínimo para el fondo, seguirá comprando divisas a precios bajos y venderá divisas (comprando base) cuando considera su precio alto. En este estilo de acción de la autoridad hay una suposición de que los agentes económicos privados no son capaces de establecer el precio correcto, debido a falta de información o que no conocen el modelo que genera el funcionamiento de la economía (sus expectativas no son formadas racionalmente), encontrando razón de ser para su acción, básicamente, en el deseo de evitar atrasos o adelantos en el tipo de cambio real.

b) Si el Banco Central, como agente financiero del gobierno, realiza compra de divisas por encargo del último para efectuar pagos derivados de servicios de su deuda externa, y esta compra es financiada por los propios recursos del fisco, por este tipo de accionar de la autoridad el sistema cambiario no pierde su definición de libremente flotante.

c) Si el Banco Central, conocedor del comportamiento de la demanda de dinero nacional a la salida de situaciones hiperinflacionarias, entiende que en esas circunstancias la economía encuentra su oportunidad de remonetizarse, su

problema será la forma en que participará de este último proceso. Estimada la brecha entre la monetización actual (M1/PBI) y la deseada por los particulares, para el caso en que éstos consideren que la estabilidad se ha logrado de forma permanente, la autoridad -teniendo en cuenta la evolución real que es de esperar en el PBI a consecuencia de haberse reestablecido el sistema de pagos de la economía- podrá estimar la cantidad nominal de dinero que podría incorporar al sistema sin hacer peligrar la estabilidad lograda, si es que considera conveniente su actuación.

Si actúa, ya sea por decisión propia o inducida por la autoridad económica en el caso de Banco Central dependiente del poder político, una modalidad podría ser intentar remonetizar la economía a través de financiar el desequilibrio de las cuentas del sector público. Si la deuda externa de éste es un porcentaje importante del PBI, el propio desequilibrio fiscal podría ser explicado plenamente por los servicios de aquella.

d) Si la hiperinflación en cuestión es la primera experiencia vivida por la sociedad, a su salida es factible que autoridades políticas y monetarias que gocen de credibilidad ante la ciudadanía pudiesen llevar adelante la remonetización, comprando el Banco Central dólares para el Tesoro con expansión de base. Es probable que esto pudiese efectuarse en magnitudes considerables si las autoridades no defraudan a la sociedad. Aquellas, de inicio, debieran explicitar sus compromisos: excluidos servicios de la deuda externa el déficit fiscal será nulo; el único motivo de expansión de base será la compra de dólares por parte del Banco Central; el sector público se racionalizará y reestructurará, transfiriendo activos y empresas al sector privado de forma de asegurar su solvencia de largo plazo y con cuyo producido el Tesoro irá cancelando su deuda pública onerosa.

e) Si se trata de la salida de una segunda experiencia hiperinflacionaria, cercana en el tiempo a la anterior, la remonetización vía suministro de base por parte del Banco Central es una empresa que tiene el riesgo de terminar con la moneda doméstica; el riesgo de que la única salida a un rebrote hiperinflacionario sea una reforma monetaria de derecho donde se elimine la moneda doméstica, se cierre el Banco Central, y la nueva moneda para la sociedad sea alguna de las monedas de aceptación universal.

En circunstancias, de muy baja credibilidad, una reforma monetaria consistente en la creación de una caja de conversión, donde la moneda internacional es intermediada por una nueva unidad monetaria doméstica con respaldo del 100% de aquella, puede fracasar. Sólo sería efectiva esta modalidad de reforma si es alta la credibilidad que la sociedad tenga sobre el manejo futuro de la caja de conversión⁵. Una administración internacional sobre la misma gozaría de esa credibilidad necesaria; así es como Alemania salió de la hiperinflación de 1923, con administradores internacionales en el instituto emisor. Pero si ésta es la salida, es probable que sea menos traumático

5. Véase, sobre una propuesta de convertibilidad reciente, Almansi, A. y C. Rodríguez (1989).

para la sociedad directamente la adopción de algún dinero internacional como moneda doméstica.

Cuando se está en las anteriores circunstancias, un país debe monetizarse a través del funcionamiento de las fuerzas de mercado y resolver el problema stock de la deuda externa por otros mecanismos. El mejor arreglo cambiario en este escenario es la flotación limpia, donde la base monetaria puede variar (que no sería lo deseable) pero no por actuación de la autoridad en el mercado de cambios.

VII. Resumen y conclusiones

El trabajo es una síntesis del menú de alternativas a disposición de la autoridad en referencia a arreglos cambiarios. Una primera distinción es la existencia o no de control de cambios. Luego se presenta una clasificación de los sistemas cambiarios cuando no existe control de cambios. En este supuesto, se analizan: el tipo de cambio fijado por la autoridad en sus distintas variantes, el tipo de cambio determinado por el mercado y el tipo de cambio determinado por el mercado y la autoridad. Las posibilidades de mantener el tipo de cambio fijado por la autoridad dependen enteramente del control que se tenga de la situación fiscal para los casos de crawling peg activo o para el tipo de cambio que no varía en el tiempo. Para el crawling peg pasivo, de no mantenerse controlada la situación fiscal, la tasa de inflación puede desbocarse aparejando la posibilidad de quiebra del sistema. En el tipo de cambio libremente flotante, la situación fiscal va a dar la dirección de las expectativas inflacionarias que finalmente se pasarán al mercado de divisas. En el caso de tipo de cambio determinado por el mercado y la acción de la autoridad se muestran las similitudes y diferencias con los sistemas anteriores.

En el anteúltimo apartado, se hace una estilización del control de cambios aplicado en la Argentina en la última década y su posible utilización para recaudar impuestos o bajar la tasa de interés real.

El último apartado se refiere a los posibles sistemas cambiarios a disponer cuando hay experiencia hiperinflacionaria reciente y la deuda externa, por su magnitud, es generadora de problemas fiscales y cambiarios.

Referencias bibliográficas

- Almansi, A. y C. Rodríguez (1989), "Reforma monetaria y financiera en hiperinflación", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 67, agosto.
- Calvo, G. (1981), "Reflexiones teóricas sobre el problema de estabilización en Argentina", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 29, octubre.
- Dornbusch, R. y S. Fischer (1988), *Macroeconomía*, Cuarta Edición, Madrid, MacGraw-Hill.
- Fernández, R. (1987), "La política cambiaria y el impacto fiscal de la deuda pública", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 59, julio.
- FIEL (1989), *El control de cambios en la Argentina*, Buenos Aires, Ediciones Manantial.
- Gastaldi, S. (1983), "Consideraciones sobre el enfoque monetario del balance de pagos", Río Cuarto, mimeo.
- Gastaldi, S. y G. Ferro (1990), "La banca del Estado en una reforma del sistema financiero", Río Cuarto, mimeo.
- García, V. y A. Saieh (1985), *Dinero, precios y política monetaria*, Buenos Aires, Editorial Macchi.
- Mantel, R. y C. Rodríguez (1983), "Estabilización en la economía abierta", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 40, diciembre.
- Rodríguez, C. (1979), "Algunas consideraciones teóricas sobre la estabilidad de reglas alternativas de política cambiaria", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 4, julio.
- Rodríguez, C. (1979), "El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 5, julio.
- Rodríguez, C. (1981), "La estrategia de estabilización con tipo de cambio flexible y política monetaria activa", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 32, diciembre.
- Rodríguez, C. (1984), "Políticas cambiarias y reservas internacionales", Buenos Aires, CEMA, documento de trabajo n° 45, septiembre.
- Simonsen, M. y C. Penha (1989), *Macroeconomia*, Rio de Janeiro, Editora Aolivro técnico.