

Carta de **Políticas Públicas** en México y en el mundo

Año 3 Número 12

Marzo de 2001

100 días de foxismo: la paradoja de la transición

Evaluar para México el período que la opinión pública estadounidense considera un punto de referencia no es, ciertamente, cosa fácil. No sólo por el argumento, ya esgrimido desde el gabinete de Vicente Fox, de que no son cien días convencionales, dado que nos encontramos de cara a una transición política crucial para el futuro del país luego de siete décadas de unipartidismo. Tampoco podemos asirnos a la pobre contribución de quienes con este fin contabilizan más o menos puntos en encuestas políticas ramplonas para emitir severos veredictos. Haberes y no haberes tienen que incorporarse al debate pero en términos menos parcializados.

Un buen elemento de arranque para examinar los primeros cien días puede brindarlo el doble reconocimiento de que, contra los espantajos autoritarista (PRI) y nacionalista (PRD), luego del triunfo de Fox el país no fue conmocionado por amagos de militares disconformes ni estremecido hasta la médula por la ultraderecha empresarial. El país camina. La guerra que efectivamente se libra, y que en la medida en que vaya a fondo seguirá siendo motivo de controversia, es la guerra contra el crimen organizado en todos sus niveles. Esto ha significado el inicio de un proceso de adecuación de las viejas nociones de seguridad nacional y exigirá, a su hora, modificaciones clave en los fundamentos de la política exterior.

El compromiso de Fox y su gabinete ante la nación, no obstante, no se ha completado aún en lo que toca a los documentos básicos, como el Plan Nacional de Desarrollo, que presentarán las definiciones de largo plazo. A pesar de los grandes espacios políticos brindados al zapatismo chiapaneco, de la medida procedimental ante los excesos del gobernador de Yucatán o de la nueva situación para las agrupaciones gremiales (desde las empresariales –como en Concanaco– hasta las campesinas –al vetar una ley que favorecía el voto corporativo–), el gobierno sigue en deuda en cuanto a proponer una visión estratégica en la que se inserten los movimientos políticos de la coyuntura.

Un aspecto inocultable del problema estriba en que hasta ahora, con sus cuadros intelectuales más capacitados y con los límites impuestos por sus propias convicciones y sus alianzas, Fox ha atendido lo urgente. Pero la dificultad substantiva radica en que el poder legislativo se ha convertido en una rémora para los cambios que se necesitan. Por razones diversas y hasta encontradas, la partidocracia no busca el combate a rajatabla a la corrupción, bloqueó las discusiones sobre una Asamblea Constituyente y es casi seguro que frenará los próximos veintitantos meses las iniciativas políticas que traten de reconocer a plenitud la nueva realidad social del país. PAN y PRD, supuestamente los actores más interesados en la transición, constituyen hoy junto al PRI un obstáculo para ella.

Lo mismo ocurre con viejas dirigencias sindicales, con líderes del empresariado menos innovador, con intelectuales de angora o con cierta prensa “hipercrítica” acostumbrada a los subsidios públicos encubiertos. Las mismas fuerzas cuyos jalones de poder dieron como resultado que el voto ciudadano derribara al régimen priísta no desean entender la transición si, como era predecible, la transición las abarca. Todos esos buenos navegantes de la vieja política, pretendiendo que los cambios se expresen en normas generales no aplicables para sí, encallan en la defensa del *status quo*. En esto consiste la paradoja de la transición.

Los editores



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA



La coyuntura mundial y el ciclo de EE.UU.

Miguel Ángel Rivera Ríos*

Después de casi un decenio de rápido crecimiento (1991-2001) el auge norteamericano parece llegar a su fin, pero sin que sea posible precisar aun si se trata de una recesión moderada o severa. El comportamiento de los mercados bursátiles plantea dudas adicionales, en función de la inusitada elevación y multiplicación del llamado capital ficticio, lo que deja abierta la posibilidad de que se ajuste violentamente a la baja, convirtiéndose una recesión moderada en una depresión. Por supuesto, el cambio inminente en la coyuntura norteamericana ha abierto un debate sobre el impacto en México, ya que nuestro país se ha enganchado a la locomotora norteamericana y resentirá el impacto de una futura crisis.

En este breve comentario nos centraremos exclusivamente en la cuestión de qué repercusiones cíclicas tendrían ciertas decisiones de política monetaria en Estados Unidos, de modo de favorecer una recesión moderada, o lo que los especialistas llaman un "aterrizaje suave", o sea, una baja moderada en las tasas de crecimiento del PIB anual equivalente a 2-3%; al contrario, un aterrizaje violento implicaría una tasa de crecimiento anual del PIB de 1% o menos. El 3 de enero del año en curso la Reserva Federal redujo la tasas de interés de referencia medio punto porcentual, lo que fue interpretado como un intento de moderar las contradicciones en curso y favorecer un aterrizaje suave. El semanario inglés *The Economist* del 6 de enero del año en curso, analizando esta decisión de la Reserva Federal, decía: *Este recorte representa un relajamiento de la política monetaria más drástico que el que se adoptó como respuesta a la debacle rusa en 1998 que había sido considerada por el gobierno de este país como la mayor amenaza en 50 años a la estabilidad financiera del capitalismo mundial.*

Para explicar brevemente la nueva estrategia de la Reserva Federal de los Estados Unidos, habría que recordar durante que este prolongado auge, el Sr. Greenspan había hecho el compromiso de elevar discrecionalmente las tasas de interés si las presiones inflacionarias se volvían excesivas debido a un sobrecalentamiento, o sea, a una tendencia a rebasar las tasas de crecimiento potencial estimada en 4% anual (ver *The Economist*, 9 de diciembre de 2000, p. 77). Lo anterior significa que en el mejor de los casos la RF debió haber dejado las tasas sin afectar, ya que en los meses anteriores fueron apareciendo signos de sobrecalentamiento. En pocas palabras, la decisión del 3 de enero parece corroborar la idea de que la autoridad monetaria está inclinada a moderar el impacto de la inminente recesión; la pregunta pertinente es cuáles serían las consecuencias a más largo plazo de esta medida. Nuestra hipótesis es que la política monetaria es solamente el instrumento más conocido dentro de un conjunto más amplio que posibilita la modulación del ciclo económico. Desde los años ochenta se han desarrollado en el medio financiero mundial diversos instrumentos mediante los cuales se posterga el efecto de la sobreacumulación de capital sobre las tasas de ganancia, a través principalmente de la aceleración del ciclo de rotación del capital, apoyado por el

uso del crédito y la ampliación creciente del capital ficticio.

La aplicación sistemática de este conjunto articulado de instrumentos permitió despejar los remanentes de la crisis económica de los setenta y apoyar el despliegue de este auge que ahora ha llegado a un punto crítico. Pero esta estrategia de modulación del ciclo ha dado como resultado la acumulación de un conjunto de desequilibrios en la economía mundial, que se detectan principalmente en EE.UU., que ha retomado el liderazgo mundial. La economía de Estados Unidos tiene una tasa de ahorro negativa que ha coincidido con una inversión creciente, dando como resultado un balance negativo de la cuenta ahorro-inversión del sector privado (equivalente al 6% del PIB). Por otra parte, la economía norteamericana se ha convertido en una economía de deuda, cuyo monto ha llegado a representar 150% del PIB. Finalmente, la operación de esta maquinaria de crecimiento implica que el resto del mundo le presta a EE.UU. cantidades crecientes de recursos para financiar su déficit en cuenta corriente.

Nuestra hipótesis señala que la ingeniería financiera que se activó a partir del 3 de enero intentará evitar la caída de la demanda y su traducción en una crisis bursátil, pero inevitablemente reforzará los desequilibrios arriba señalados. El derrumbe del valor de las acciones dejaría sin respaldo la enorme deuda acumulada produciendo lo que Marx en su momento llamó una crisis de "liquidez", que sería el componente más inmediato de una depresión aguda.

Lo anterior significa que el creciente uso de los mecanismos de modulación del ciclo ha creado un efecto de acondicionamiento mediante el cual el estado y el capital se ven crecientemente obligados a acelerar la rotación, a elevar la emisión de deuda y de capital ficticio con el fin de eludir el ajuste traumático que se ha ido acumulando en los engranajes interiores de la valorización del capital. Obviamente no está excluida la posibilidad de utilizar los instrumentos arriba señalados para desahogar cierta presión mediante la aceptación de una recesión más intensa, pero que provea de mayor estabilidad en el futuro. En este segundo escenario, los capitalistas tendrían que pagar un costo inmediato mayor bajo la forma de sacrificio de ganancia y la desvalorización de parte del capital ya invertido, por lo que tienden a apoyar la vía de extensión del ciclo.

No hay duda que la decisión histórica del 3 de enero fue precedida por una intensa lucha entre los sectores que llamaremos "conservadores", que respaldaban sin reservas la modulación del ciclo y el aterrizaje suave, y los pro-intervencionistas que adoptaban una actitud más prudente que apuntaba a descargar la presión aceptando una recesión más prolongada e intensa. Los hechos indican que los "conservadores" ganaron la batalla y aparentemente tendremos un aterrizaje suave que se verá posteriormente favorecido por los recortes impositivos ya prometidos por la administración Bush.

* Proyecto: México ante el nuevo paradigma.

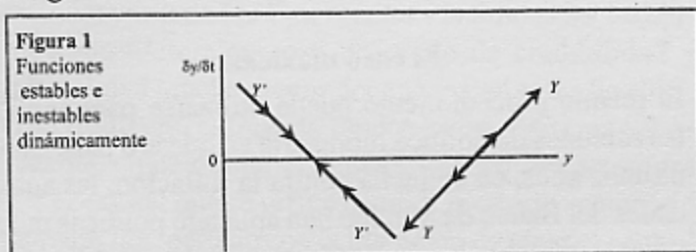
Diagramas de fase y trayectoria de equilibrio

Francisco Castillo Cerdas y Carlos López Morales

Los diagramas de fase

La necesidad de entender dinámicamente los fenómenos económicos ha contribuido a la incorporación de los diagramas de fase en el análisis teórico de la ciencia económica. El diagrama de fase es el instrumento gráfico del análisis dinámico cualitativo (Chiang, 1987). En este tipo de análisis no podemos conocer de forma predeterminada el valor de una variable dependiente en un momento del tiempo (cuestión que resuelve el análisis cuantitativo); sin embargo, sí podemos conocer su trayectoria posible con relación al valor considerado de equilibrio a largo plazo.

El diagrama de fase consta de una curva llamada *de fase* que muestra el comportamiento dinámico de una variable inscrita en un espacio geométrico. Abordemos ahora los diferentes tipos de curvas de fase en la siguiente figura:

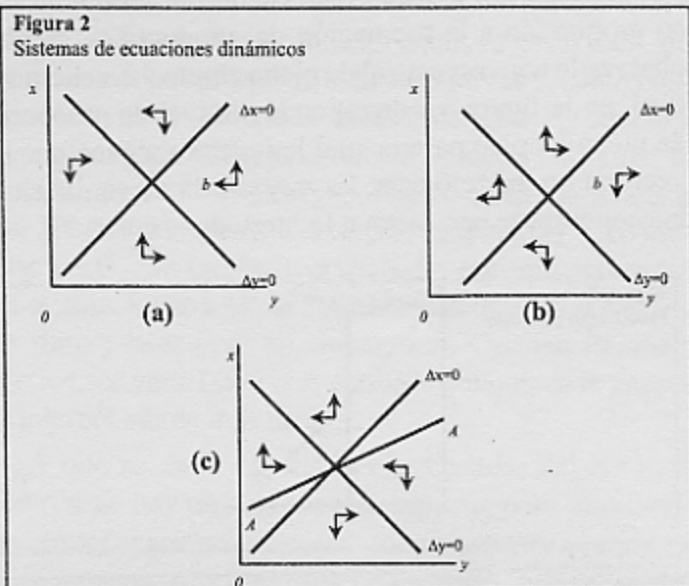


La línea horizontal representa los valores de y para los que el comportamiento de la misma es constante en el tiempo, es decir, son valores de equilibrio dinámico. Ahora bien, debido a que la curva YY' tiene una pendiente positiva el comportamiento de esta función se entiende como *dinámicamente inestable*, ya que con el paso del tiempo, a diferentes valores a los del equilibrio, se irá alejando cada vez más de éste. Caso contrario es el de la curva $Y'Y'$, la cual, debido a su pendiente negativa, muestra un comportamiento *dinámicamente estable*, debido a que a diferentes valores de y respecto a los de equilibrio, con el paso del tiempo se irá ajustando a éste.

Los diagramas de fase más recurridos en el análisis científico son aquellos que representan el comportamiento dinámico no ya de una variable o una ecuación, sino de un conjunto de ellas en un sistema de ecuaciones (Begg, 1989). Este tipo de diagramas no representan más ecuaciones estables o inestables dinámicamente, sino estados globales de equilibrio. Veamos los más comunes.

El panel (a) de la figura 2 representa un *estado globalmente estable* debido a que, si nos situamos en un punto como b , las variables x y y seguirán una trayectoria como la mostrada por las flechas, es decir, tendiente al equilibrio. El panel (b), contrario a esto, representa un *estado globalmente*

inestable, debido a que si nos ubicamos en b , no hay mecanismo que restituya el equilibrio por lo que las coordenadas se irán alejando de éste continuamente.



El panel (c) representa un *estado de punto de silla*, debido a que únicamente existe una trayectoria AA de comportamiento que restituye el equilibrio global. Cualquier punto que no esté en dicha trayectoria se alejará de acuerdo a como indican las flechas.

Los diagramas de fase, entendemos, posibilitan un análisis intertemporal de carácter cualitativo al incorporar la noción de equilibrio *a través del tiempo*. Asimismo, representan un análisis más completo que el ofrecido por la estática comparativa, en el mismo momento en que brillan por su simpleza, ya que en un solo gráfico se obtiene la información del equilibrio dinámico del sistema o modelo económico.

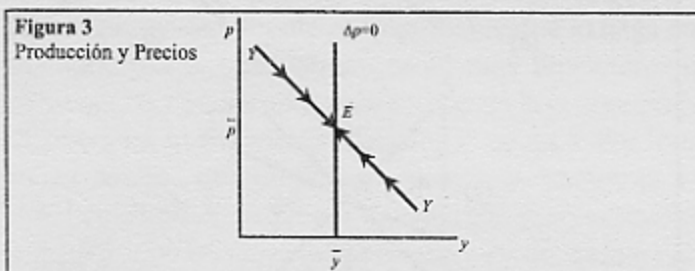
Un modelo simple para una economía abierta

Ahora, para poder presentar el análisis gráfico con la ayuda de los diagramas de fase, consideremos una economía abierta con tipo de cambio flexible y libre movilidad de capitales. La diferencia de la tasa de interés doméstica con la del resto del mundo estará compensada por una expectativa de ajuste en el tipo de cambio con respecto a su nivel de equilibrio (ecuación 1) (ver ecuaciones en el panel A). La expectativa de la variación en el tipo de cambio está en función de la diferencia entre su valor actual y su valor de equilibrio en el largo plazo (ecuación 2).

El nivel de producto está determinado por la demanda y la condición de equilibrio en el mercado de bienes se da con la ecuación (3), mientras que el equilibrio en el mer-

cado de activos se determinará como lo muestra la ecuación (4). Resolviendo el sistema de ecuaciones para las desviaciones de equilibrio en el largo plazo del nivel de producto, y considerando que la base monetaria, el tipo de cambio y las tasas de interés están dadas, tendremos la condición de equilibrio para ambos mercados como la función YY expresada en (5).

Los precios se ajustarán (elevándose o disminuyendo) en proporción a la desviación del producto en su nivel observado con respecto al de pleno empleo. La curva vertical, en la figura 3, corresponde al nivel de producción de pleno empleo para la cual los precios siguen una trayectoria no inflacionista. La trayectoria de equilibrio de la economía se encuentra a lo largo de la curva YY .



Panel A

Formalización del marco teórico simplificado

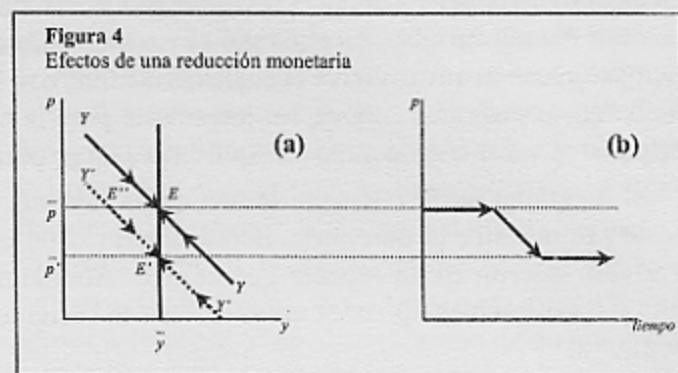
- 1) $r = r^* + x$
- 2) $x = \theta(\bar{e} - e)$
- 3) $y = u + \delta(e - p) + \gamma y - \sigma + fy^*$
- 4) $m - p = -\lambda r^* - \lambda \theta(\bar{e} - e) + \phi y$
- 5) $y - \bar{y} = -\Phi(p - \bar{p})$,

donde $\Phi = \left[\frac{1}{\lambda} \left(\sigma + \frac{\delta}{\theta} \right) + \delta \right] / \left[-\gamma + \frac{\phi}{\lambda} \left(\frac{\delta}{\theta} + \sigma \right) \right]$

- r = tasa de interés doméstica
 - r^* = tasa de interés externa
 - x = expectativa de variación del tipo de cambio
 - \bar{e} = tipo de cambio de equilibrio a largo plazo
 - e = tipo de cambio spot
 - y = nivel de producto
 - \bar{y} = producto de largo plazo
 - m = base monetaria
 - p = nivel de precios
 - \bar{p} = nivel de precios de equilibrio
 - y^* = producto del resto del mundo
- todas las demás literales corresponden a los parámetros*

Para inferir el funcionamiento del modelo consideremos el caso de una contracción monetaria. El efecto de esta contracción, en el largo plazo, se reflejará en su totalidad en los precios y en el tipo de cambio. En el panel (a) de la figura 4, la función YY se desplaza hacia abajo a $Y'Y'$ proporcional a la reducción en la base monetaria. En el corto plazo, los precios están fijos. El incremento en la tasa de interés y la apreciación monetaria que segui-

rá, dada la entrada de capitales, contraen la demanda de producto doméstico, hasta el punto E'' . Ahí la economía presenta desempleo y presión deflacionista. La trayectoria de equilibrio irá a lo largo de la curva $Y'Y'$, mientras los precios disminuyen y la producción aumenta a E' , hasta que se arribe nuevamente a la situación de equilibrio de pleno empleo con precios menores a los iniciales. El efecto sobre la producción es únicamente transitorio. Sin embargo, el nuevo equilibrio estará determinado con un nuevo tipo de cambio de equilibrio menor al inicial.



El caso mexicano

El mismo procedimiento puede utilizarse para explicar las acciones de política monetaria en nuestro país. En los últimos años, en su lucha contra la inflación, las autoridades del Banco de México han aplicado políticas monetarias contractivas, comúnmente denominadas "cortos", al encarecer una parte de la oferta monetaria —sin necesidad de realizar el retiro físico de la misma. El efecto que esta acción tiene sobre una economía en crecimiento se puede interpretar, en el modelo presentado, como una disminución relativa de la base monetaria. Esto eleva las tasas de interés y aprecia la moneda (tanto en su nivel observado como el de equilibrio). La demanda interna disminuye por dos vías: encarecimiento del crédito y menor competitividad de las exportaciones. Finalmente, se presiona al mercado de bienes de manera que los precios modifiquen su trayectoria alcista.

Este tipo de política la han aplicado en los casos en los que la trayectoria de los precios en la economía mexicana se ha visto desplazada de los objetivos propuestos por el banco central. Aunque los choques que han provocado estos desplazamientos han tenido diferentes orígenes, la respuesta del instituto emisor ha sido la de estabilizarlos mediante la astringencia a fin de disminuir la dinámica de los precios.

Bibliografía

- Begg, David (1989)/ *La hipótesis de las expectativas racionales en la macroeconomía*, FCE, México.
- Chiang, Alpha (1987)/ *Métodos fundamentales de economía matemática*, McGraw-Hill, México.
- Dornbusch, Rudiger (1993)/ *La macroeconomía de una economía abierta*, Antoni Bosch, Barcelona.

Política económica en aguas borrascosas Vulnerabilidad financiera en economías emergentes

Guillermo Calvo
(Segunda parte)

Los invito ahora a que regresemos al tema de la credibilidad que dejamos hace un rato. La credibilidad de un gobierno está amenazada por el fenómeno de la inconsistencia temporal. Estos problemas se magnifican cuando la economía sufre golpes negativos fuertes. Además, luego de las crisis recientes hubo una gran confusión ya que, como he dicho, no se esperaba que la entrada de capitales de principios de los noventa terminara como lo hizo. La confusión fue aún mayor luego de la crisis rusa por la sutileza de los canales de transmisión. Como resultado, se percibió —y se percibe— una mayor probabilidad de que las autoridades cambien el rumbo, sean temporalmente inconsistentes, ya que ahora tienen la excusa «el mundo cambió», «el análisis anterior era erróneo». Esto ha dejado a la mayoría de los Emergentes —incluidas las instituciones multilaterales— con un grado de credibilidad y confiabilidad mucho menor del que tenían antes de 1998. Como resultado, el flujo de fondos ha decaído considerablemente, en particular el llamado *capital de cartera* (es decir el capital que se dirige hacia el mercado accionario y de renta fija, pero no con la intención de tener el control de una empresa). Ajustes que antes reestablecían la credibilidad, son ahora menos efectivos. Esto es muy serio para el político pues, para reestablecer su credibilidad, puede estar forzado a tomar medidas que van aparentemente en contra de los que lo votan, pero que son indispensables para tranquilizar a los inversores y evitar así un ahogo financiero.

He argumentado que los factores externos son importantes, pero ¿por qué han resultado en caídas tan espectaculares del producto y el empleo? Este es el tema central. Nadie le prestaría tanta atención a las crisis si sólo hubiesen caído las cabezas de una cuantos banqueros. Estas crisis, sin embargo, son preocupantes y amenazan la credibilidad de las autoridades porque resultan en un empobrecimiento de todos y, en algunos casos, los países enfrentan serios problemas de gobernabilidad, como Indonesia.

Una característica central de las crisis financieras recientes en los Emergentes es que están acompañadas de un corte abrupto del flujo de capitales fenomenal. En Tailandia, por ejemplo, esos flujos se cortaron en un 26 por ciento de su producto bruto interno durante 1997. Para acomodar estos recortes, los países se ven forzados a liquidar sus reservas internacionales y a reducir su déficit

de cuenta corriente. Esto último es lo que causa más daño a la economía pues, para conseguirlo, los países deben reducir su demanda agregada, es decir, su gasto total. En la práctica estas sumas han sido sustantivas y, como consecuencia, han resultado en caídas fuertes del producto y el empleo. Este fenómeno que se ha dado en llamar el *frenazo* (*Suden Stop* en inglés), no se da en los Avanzados. Allí las crisis han sido mucho más suaves y, en muchos casos, han estado acompañadas por una *expansión* del crédito, no una fuerte contracción como en el caso de los Emergentes (ver mi trabajo con Carmen Reinhart «Fixing for your Life» que se puede obtener en la página de internet citada más arriba).

¿A qué se debe esa caída espectacular del crédito? Todavía no hay un consenso al respecto, pero los primeros sospechosos son el sector financiero y los bonos de corto plazo emitidos por los Emergentes. Estos últimos, en particular, han jugado un papel prominente en todas las crisis recientes. La crisis del Tequila, por ejemplo, se desencadena por la incapacidad del gobierno mexicano de refinanciar los *Tesobonos*, que eran bonos del tesoro de relativo corto plazo indexados al dólar. En Corea y Tailandia la crisis ocurre cuando los bancos se encuentran en problemas similares. En Indonesia es el sector privado el que había pedido prestado de esa manera y se encontró con problemas de refinanciación y, finalmente, Rusia donde es el gobierno que repudia parte de su deuda interna de corto plazo. Pero, el sector financiero —y, en particular, el bancario— tampoco ha faltado a la cita en estas crisis.

Parte de la entrada de capitales se tradujo en aumentos importantes de los depósitos bancarios. El aumento en América Latina fue fenomenal, lo que creó serios problemas de supervisión bancaria y la cartera de los bancos se vio debilitada (los casos más notables en este sentido fueron los de Corea, Tailandia, Argentina y México). Esta debilidad no se nota mientras continúa la entrada de capitales, pero cuando el proceso se desacelera empiezan a haber problemas de liquidez y solvencia. Además, la severidad de los problemas del sector financiero aumenta durante las crisis pues, debido al frenazo, los sectores productivos ven reducida la demanda de sus productos, lo que les dificulta el servicio normal de los préstamos bancarios (para una discusión de este fenómeno, en el contexto de la crisis de los años treinta, ver el trabajo clásico de Irving Fisher, «The Debt-Deflation Theory of

Great Depressions”, *Econometrica*, octubre de 1933). Para evitar el colapso del sistema financiero y sus implicaciones sistémicas, el banco central típicamente aumenta el crédito, lo que induce a una pérdida de reservas mayor, con tipo de cambio fijo, o a una explosión inflacionaria, con tipo de cambio flotante. En la práctica ambas cosas sucedieron. Al principio se perdieron reservas de una manera masiva porque el gobierno no quería soltar la tasa de cambio (ver mi trabajo con Carmen Reinhart “Fear of Floating” en mi página de internet citada más arriba), pero luego que se agotaron las reservas hubo que dejar la tasa de cambio libre, lo que trajo aparejadas grandes devaluaciones y mayor inflación.

En vista de estas observaciones es posible racionalizar el frenazo bajo la siguiente óptica. Un frenazo que no se revierte inmediatamente es improbable que lo haga en el mediano plazo, pues genera problemas financieros que cambian las condiciones productivas de la economía (ver “Contagion in Emerging Markets:..” op.cit.). Por lo tanto, es posible que un frenazo lleve a la economía a un «mal equilibrio» del que le cueste salir y, en consecuencia, justifique las expectativas pesimistas de los inversores y prestamistas que provocaron el frenazo, en primer lugar (este sería un caso de *profecías autovalidantes*, o “equilibrios múltiples”). O, aún, que una reducción modesta del crédito se *multiplique* por las dificultades financieras domésticas que genere.

¿Por qué son los Emergentes más vulnerables que los Avanzados? La respuesta bajo esta óptica está en la naturaleza del sistema financiero, lo que incluye no sólo el desarrollo de este sector sino también aspectos tales como la *seguridad jurídica*, la *estabilidad y transparencia institucional* y la *credibilidad de la política económica*. Por razones que no tengo tiempo de enumerar o discutir, los Emergentes suelen estar bien atrás de los Avanzados en esas dimensiones. Pero, además, no hay que olvidar que las crisis han ocurrido *después* de una entrada importante de capitales. Esto, como indicara con anterioridad, complica seriamente la credibilidad de la política económica. Hay ahora un potencial mucho más grande para una *salida de capitales*, la intermediación financiera pudo haber empeorado, etc. Es decir, que aunque las otras condiciones fueran las mismas entre los Avanzados y los Emergentes, el hecho de que estos últimos hayan recibido un monto importante y sin precedentes de capitales los hace más vulnerables.

¿Qué llevó a los Emergentes a tomar tanto crédito a partir de 1989? Ya he mencionado que las tasas de interés de EEUU bajaron al principio de la década de los noventa. Pero ello no me parece suficiente explicación para los montos de los que estamos hablando (el flujo de capita-

les a los Emergentes era, de acuerdo con el Fondo, de US\$18 mil millones anuales en 1989 y ascendió a US\$227 mm. en 1995, el valor más alto de la década; en 1999 la suma era de US\$80 mm., un poco más de un tercio del valor máximo alcanzado durante la década).

Un factor importante, en mi opinión, es el Plan Brady. Como recordaba hace un rato, este plan fue lanzado para solucionar el problema de la deuda que se inició en 1982 con la crisis mexicana y subsistió por gran parte del resto de la década. Esta deuda era producto de préstamos bancarios sindicados que se dieron a los países a partir de la segunda mitad de los años setenta. Una parte importante de estos fondos fueron el resultado de un reciclamiento de los llamados *petrodólares*, es decir, dólares acumulados por los productores de petróleo como consecuencia de los precios exorbitantes que prevalecieron durante la década de los setenta. El punto que quiero enfatizar, sin embargo, es que esos préstamos estaban en los libros de bancos internacionales y no tenían un mercado secundario efectivo, en parte, por el hecho de que se pagaran, o no, dependía de quien era el acreedor. Repartidos entre muchos acreedores pequeños, esa deuda posiblemente iba a quedar impaga. En manos de unos pocos bancos con acceso al poder político de los G7 era una historia diferente.

El Plan Brady fue un esquema que transformó esos asientos contables en los libros bancarios en bonos. Para aumentar el atractivo de esos bonos, se los suplementó con un colateral que tomó la forma de Bonos de la Tesorería de EEUU. Con esos “enhancements” se empezó a desarrollar un mercado secundario. El valor de mercado de esos bonos fue de alrededor de US\$20 mm. en 1990 y ascendió a más de US\$100 mm. en 1997. Tuvieron un gran éxito y hoy día están en las carteras de un sinnúmero de inversores.

Lo que quiero resaltar, sin embargo, es que los bonos Brady sentaron las bases para el desarrollo del mercado de bonos de los Emergentes y, en particular, de aquellos que sufrían del problema de la deuda (entre los que estaban muchos países latinoamericanos). La razón es que el mercado de bonos —y de acciones, vale la pena agregar— depende mucho de la *información* que se tenga de los deudores correspondientes. Luego de que ésta se adquiere, es más fácil para un deudor emitir bonos. En el caso de los bonos Brady, éstos dieron incentivos para que los inversores obtuviesen información acerca de los gobiernos soberanos que los emitían, sus condiciones macroeconómicas, política fiscal y monetaria, estabilidad política y otras características institucionales. Pero resulta que esta información es valiosa también para evaluar proyectos en el sector *privado* de esos países. La razón es que la capacidad de repago depende, no sólo de lo

bueno que sean los proyectos de inversión que se financian con esos bonos, sino también de la política fiscal y monetaria que siga el país. Por ejemplo, un excelente deudor podría ser incapaz de pagar sus deudas si, digamos, el gobierno le confisca el negocio o le pone impuestos prohibitivos. Más interesante aún, una firma podría caer en bancarrota si pide prestado en moneda extranjera pero enfrenta una fuerte devaluación de la moneda.

El problema con esta expansión crediticia basada en el mercado de bonos es que los Emergentes no tienen un *prestamista de última instancia* en caso de que su precio se desplome. La mayoría de estos bonos están denominados en moneda extranjera, de manera que los bancos centrales de los Emergentes pueden hacer poco al respecto. Por el contrario, si algo así sucede con los bonos o acciones del mercado estadounidense, la Reserva Federal tiene la capacidad de responder. Así lo hizo en octubre de 1987. Las instituciones internacionales que tenemos disponibles no están diseñadas para encargarse de ese tipo de fenómeno. Hasta hace poco, si se desplomaban los bonos de los Emergentes y sus tasas de interés subían a los cielos, lo único que podía hacer el Fondo era mandar una misión al país y sólo después de un cierto período de tiempo ofrecerle financiación. Hoy día existe una nueva línea más automática, *Contingent Credit Line*, CCL, para ese propósito que podría mejorar las cosas pero, hasta el momento, ningún país la ha querido utilizar y el mismo Fondo ha visto la necesidad de modificar su operativa. Vale la pena notar, sin embargo, que aunque el CCL funciona como fuente de liquidez durante crisis financieras, esta forma de solucionar los problemas es muy diferente a la que comúnmente se adopta *dentro* mismo de los países. En este último caso, el banco central no acude a ayudar a los *deudores*, como lo hace el Fondo, sino más bien al mercado, a los acreedores, a los tenedores de bonos, proveyéndoles liquidez para que no se desplomen los precios y causen daños sistémicos.

De todo esto concluyo que la vulnerabilidad de los Emergentes está también relacionada al hecho que, sin realmente proponérselo, hemos desarrollado el mercado de bonos de los Emergentes pero, por otra parte, no hemos construido las salvaguardas necesarias para evitar el fenómeno de una caída generalizada de los mercados emergentes, como ocurrió con la crisis rusa. Es verdad que, al fin del día, los G7 bajaron las tasas de interés y ayudaron a la recuperación, pero esto ocurrió luego de que el colapso de LTCM (*Long Term Capital Market*, el famoso *hedge fund* manejado por gurúes de Wall Street y dos Premios Nóbel de Economía) amenazó con crear una crisis sistémica en los Avanzados. La ambulancia llegó, pero demasiado tarde. Brasil cayó al poco tiempo y se llevó consigo a la Argentina.

Ya hemos transitado juntos los dos grandes temas que quería cubrir en mi exposición. Uno, el de la consistencia o inconsistencia temporal de la política económica y, el otro, el maravilloso abanico de hechos, dilemas y enigmas que han surgido con motivo de las crisis financieras que hemos experimentado desde 1994. El primer tema pudo discutirse dentro de un esquema lógico y casi aséptico. El segundo está compuesto por formas en evolución para las cuales los sentidos son, a veces, más adecuados que el intelecto. Sin embargo, los dos temas muestran lo difícil que resulta llevar a cabo una política económica efectiva en los Emergentes.

¿Qué hacer? La vulnerabilidad del mercado de bonos de Emergentes, por ejemplo, sugiere la necesidad de una *nueva arquitectura financiera internacional* en la que se reestructuren instituciones como el Fondo. Este es un gran tema que, sin embargo, no voy a examinar en esta charla. En su lugar, quisiera discutir qué es lo que los Emergentes mismos pueden hacer en estas situaciones. Me voy a referir brevemente a la política fiscal, madurez de la deuda y política cambiaria y monetaria.

Empezaré por los dos primeros: política fiscal y madurez de la deuda. Me voy a centrar, primero, en el *déficit fiscal*. Como vimos anteriormente, los bonos han jugado un papel importante en desencadenar las crisis financieras. Pero los bonos son el resultado de déficit pasados y, en el caso de los bonos públicos, de los déficit fiscales. Por lo tanto, esto nos da mayores razones para recomendar a los Emergentes que cierren la brecha fiscal. Esto último, sin embargo, es más fácil decirlo que hacerlo. La brecha fiscal no se cierra simplemente mostrando mejores números de déficit convencionales. Muchas veces los Emergentes acumulan deuda pública sin darse cuenta. Un caso muy común es cuando los bancos, contando con que el gobierno los va a ayudar si tienen problemas, extienden préstamos altamente riesgosos. Sin crisis, no hay deuda. Con crisis, por otra parte, el gobierno debe solventar las malas deudas bancarias, lo que, en la mayoría de los casos, aumenta la deuda pública en más del 10 por ciento del producto bruto interno (ver, por ejemplo, mi trabajo con Carmen Reinhart «When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options» en la página de internet citada más arriba; publicado en *Reforming the International Monetary and Financial System*, editado por Peter B. Kenen y Alexander K. Swoboda, International Monetary Fund, octubre de 2000). Una enseñanza es que los Emergentes deben reforzar la supervisión bancaria y, aún más importante, independizar, en la medida de lo posible, esa función de presiones políticas.

La madurez de la deuda (es decir, el perfil de vencimientos) es un tema muy importante. La deuda a corto

plazo es especialmente peligrosa pues, a diferencia del déficit fiscal, es un stock, no un flujo. Puede causar una crisis de balanza de pagos (es decir, una pérdida masiva de reservas) aunque no sea muy grande como proporción del producto. Por ejemplo, los *Tesobonos* mexicanos representaban alrededor de US\$30 mm. Esto corresponde a menos del 10 por ciento del producto bruto interno mexicano, lo que no es una cifra abultada. Sin embargo, en diciembre de 1994, el momento de la crisis, esta cifra representaba alrededor de 6 veces las reservas internacionales brutas. En consecuencia, cuando se hizo evidente que era muy difícil refinanciar los *Tesobonos*, las autoridades tuvieron que abandonar la defensa del peso, soltaron la tasa de cambio y el peso se devaluó con respecto al dólar en alrededor del 100 por ciento.

Como indiqué anteriormente, este tipo de ataque especulativo contra los *bonos* fue un fenómeno que se repitió en las otras crisis. Es por ello que se ha vuelto popular pensar que los países deben evitar tener obligaciones de corto plazo que excedan a las reservas internacionales utilizables en caso de falta de refinanciación. La propuesta Greenspan-Guidotti, por ejemplo, sugiere que, en cada momento del tiempo, los Emergentes deberían tener reservas líquidas suficientes para enfrentar todas las obligaciones financieras del gobierno que venzan en el curso del próximo año. Esta es, sin duda, una idea plausible. Sin embargo, como he indicado antes, no tenemos una buena explicación del cortoplacismo. Por lo tanto, al tratar de alargar el plazo de la deuda podríamos causar daño en algún otro lado de la economía. Vale la pena notar, sin embargo, que la política de alargamiento de plazos de la deuda ha sido adoptada activamente en Argentina y México luego de las crisis del Tequila y ha demostrado ser muy efectiva para reforzar al sistema financiero.

Paso ahora al tema de la tasa de cambio y la política monetaria. Para empezar, vale la pena dejar bien en claro que *no existe tal cosa como tipos de cambio totalmente flexibles*. Los gobiernos intervienen de alguna u otra manera para reducir la volatilidad de sus tasas de cambio. En un trabajo reciente con Carmen Reinhart mostramos que las tasas de cambio de los Emergentes son, como regla general, más estables que la tasa de cambio Dólar/Yen o Dólar/Marco (ver "Fear of Floating", op.cit.). La razón aparente de este *miedo a flotar* es que en el comer-

cio internacional la mayoría de los precios están fijados en moneda extranjera. Lo mismo se aplica a la deuda externa. Además, muchos Emergentes utilizan monedas extranjeras (mayormente el dólar de EEUU) como medio de cambio y la proporción de depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario local es grande en un amplio número de Emergentes (ver *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Occasional Paper 171, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC). La regulación bancaria exige, normalmente, que los bancos no tomen riesgo cambiario. Por lo tanto, la dolarización de los depósitos implica que los bancos deben prestar en moneda extranjera. Eso significa que una parte importante de los préstamos domésticos también puede terminar estando estipulada en términos de moneda extranjera.

Bajo estas condiciones una devaluación podría causar mucho daño en el sector de los no transables (es decir, los bienes que no se comercian internacionalmente), dado que provoca un aumento del precio de los insumos internacionales y de la deuda denominada en moneda

extranjera. Esto puede dar lugar una fuerte ola de bancarrotas y pérdida de producto y empleo en el sector de los no transables (típicamente, el valor agregado del sector de los no transables excede el 50 por ciento del producto bruto interno). Las fuertes apreciaciones también son problemáticas pues hacen daño a los transables (aunque estos sectores son menos vulnerables a la dolarización de sus pasivos). En consecuencia, es raro el caso en que un Emergente esté dispuesto a dejar su tasa de cambio flotar con toda libertad. Es interesante notar que la teoría tradicional en este campo (ver, por ejemplo, *The Economics of Monetary Integration*, Paul De Grauwe, second revised edition, New York: Oxford University Press, 1994) no enfoca para nada los temas antes mencionados, lo que, equivocadamente, tiende a empujar la balanza en favor de tipos de cambio flexibles.

La experiencia también indica que las economías que no se comprometen a un tipo de cambio fijo *creíble* se ven expuestas a una alta volatilidad de sus tasas de interés. En nuestro trabajo con Carmen Reinhart (op.cit.) se muestra que ese tipo de volatilidad es mucho mayor en los Emergentes que en los Avanzados y se argumenta que un factor importante detrás de este fenómeno es la relativa falta de credibilidad de la que gozan los Emergentes.

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Rectar: Dr. Juan Ramón de la Fuente

Srto. General: Lic. Enrique del Val Blanco

FACULTAD DE ECONOMÍA

Director: Lic. Guillermo Ramírez Hernández

Srto. General: Lic. Carlos Javier Cabrera Adams

Editores: Hugo Contreras Sosa, Eliezer Morales Aragón, Fernando Talavera Aldana

Comité asesor: José Ayala Espino, Roberto Escalante Semerena, Antonio García de León,

Sergio Hernández, Pedro López Díaz, Federico Manchón, Amparo Martínez Arroyo, Rafael Nuñez

Responsable de la edición: Fernando Serrano Ramírez

e-mail: cartapp@economia01.economia.unam.mx

ISSN

Certificado de licitud en trámite

Certificado de licitud de contenidos en trámite

Logotipo: Interpretación artística de M.C. Escher de la banda de A. F. Moebius, cuya característica es la de ser una superficie abierta de una sola cara. Se escogió por su imagen de ciencia, trabajo e infinito.