

Carta de Políticas Públicas en México y en el mundo

Año 3 Número 13

Abril de 2001

La paradoja de la transición: las salidas

Hemos sostenido que las mismas fuerzas de la vieja política que ayer permitieron, en su interacción y choque, que el voto ciudadano derrotase al régimen priista se resisten ahora a que la transición política las abarque. Pero ¿por qué existe esta situación paradójica? Tanto por el vacío como por la precariedad de las instituciones que arrojan la vida pública mexicana: la justicia, los derechos de propiedad, etc., constituyen una modalidad de capitalismo de compadres (o *crony capitalism*, como ironizan los aglosajones), donde se privatiza para los amigos la ganancia y se socializan las pérdidas, donde las corruptelas elevan los costos de transacción, donde la información privilegiada distorsiona el funcionamiento de los mercados, etc.

Las salidas a esta paradoja son indudablemente políticas. Por la izquierda no existe hasta hoy una alternativa organizada capaz de desarrollar un planteamiento de alcance general que vertebré a los sujetos protagónicos posibles, ni en su vertiente radical, del estilo del comunismo marxengelsiano, ni en su vertiente moderada o reformista (armada o no), del tipo EZLN. Ganado (o ¿perdido?) por las urgencias de la miseria y el hambre, este último grupo puede terminar asido a un particularismo social de gran densidad (unos 10 millones de indígenas) en el que ha sido impensable, por ejemplo, un TLC con clausulado social como en el Occidente europeo.

Por la derecha existen dos bloques políticos claramente cohesionados en torno a dos poderes de la Unión. Por el lado del legislativo, la partidocracia encarnada por el PRI, el PAN y el PRD dominando el congreso mexicano con sus viejos enfoques conservadores y, por el lado del ejecutivo, el foxismo como una coalición de intelectuales cosmopolitas de izquierda moderada, empresarios de inversiones globales, alto clero, tecnócratas hacendarios, etc. En estos dos bloques de derecha —de derecha en el sentido de que las soluciones a los problemas de la sociedad mexicana han ser consistentes con el mercado como potencia indeseñable— el segmento dinamizador está en el lado del foxismo.

Y el mercado que se erige ya, con todo y sus fricciones y altibajos, como el ejemplo a seguir es el que florece en el capitalismo estadounidense. Hay, en tal sentido, un proceso “deslatinoamericanizador” o “norteamericanizador” en curso, una marcha que nunca cesa hacia la mimesis nativa de las poderosas instituciones que han permitido a ese país mantenerse como centro cíclico de la economía mundial durante más de medio siglo. No es sólo que las decisiones de largo plazo para el comercio y la inversión así como cruciales tareas de regulación del capital (incluso la de prestamista de última instancia) se hayan desplazado allende nuestras fronteras, sino que las instituciones educativas superiores, el tiempo físico de los individuos, el simbolismo que acompaña a un presidente que fue directivo de una empresa transnacional, el cambio de hábitos alimenticios, la profundización social del individualismo posesivo y demás fenómenos, todo se mueve jalonado por esa intensa fuerza gravitatoria. Esto viene de lejos. No lo inventó Fox, y ni siquiera el ex presidente Salinas. Los millones de mexicanos al norte del Río Bravo dan largo y nutrido testimonio de ello. La salida del PRI de la presidencia y la llegada del foxismo apenas reavivó el asunto.

Así, al margen de matices más significativos o menos, la salida de fondo a la paradoja de la transición será una salida de mercado, tal cual el consenso último de los representantes políticos de la derecha autóctona. Lo que discurren los poderes no es, en modo alguno, quién está en contra y por qué, sino únicamente quién administra y cómo. Ahí se localiza la verdadera rivalidad. El saldo de mediano plazo provendrá de las nuevas tensiones que las iniciativas del foxismo generen en el acelerado proceso de norteamericanización de la vida económica, social e institucional de México. ❁

Los editores



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA



Carlos A. López Morales

La presente nota incorpora una línea *EE* de restricción ambiental al modelo *IS-LM*, incorpora una discusión de la reforma fiscal y formula, por último, algunos cuestionamientos.

a) El modelo IS-LM-EE

La economía ecológica señala que para calificar de sustentable a la actividad económica no se debe superar la capacidad de carga máxima impuesta por los ecosistemas¹. Las implicaciones para el análisis macroeconómico convencional van en el sentido de incluir una restricción ambiental al sistema económico. Utilizaremos en este documento un modelo macroeconómico adaptado para este fin. Se incorpora al esquema *IS-LM* una línea *EE* que relaciona producto e interés de tal manera que represente el mantenimiento del equilibrio ecológico (Heyes, 2000).

Este equilibrio se representa por la siguiente ecuación:

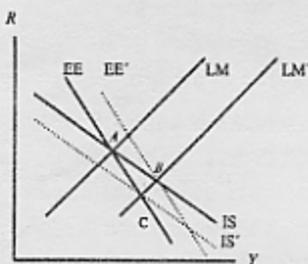
$$-(dE/dt) = e(R,L)Y - s.E$$

Donde $-(dE/dt)$ es la degradación ambiental; e , la intensidad ambiental de la actividad económica²; y $s.E$, la tasa autónoma de regeneración ambiental. El equilibrio ecológico requerirá que la tasa de utilización económica de servicios ambientales se iguale a la tasa a la que el ambiente los ofrece, o bien: $e(R,L)Y = s.E$.

De tal suerte que $-(dE/dt) = 0$. Esta condición se cumple a lo largo de la *EE*. La pendiente de la *EE* parte del supuesto de sustituibilidad entre servicios de capital y servicios ambientales³ por lo que a mayores (menores) tasas de interés, la elección de tecnología será intensiva en recursos naturales (en capital), y se requerirá un menor (mayor) producto para salvaguardar el equilibrio ecológico.

La *IS* representa el equilibrio convencional en el mercado de bienes (igualdad entre la demanda agregada de bienes y el producto real); y, la *LM* el equilibrio en el mercado monetario (igualdad entre la oferta y demanda de dinero).

Figura 1
Modelo IS-LM-EE
Expansión monetaria



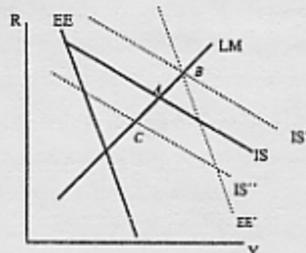
En la figura 1 una expansión monetaria trasladará la *LM* hacia la derecha para ubicarse en el punto B -al noreste de la *EE*- donde hay desequilibrio ecológico dado que $e(R,L)Y > s.E$. Sin embargo la economía despeja los mercados de

bienes y monetario, lo que impide el ajuste automático hacia el equilibrio global. Para lograr éste se requerirá de una política fiscal restrictiva (*IS'*-C), o bien, de una política ambiental más activa (*EE'*-B). El ajuste macro hacia el equilibrio global necesita ser provocado.

b) La NHP en México y su impacto ambiental

La administración entrante ha planteado una reforma fiscal bajo el nombre de *Nueva Hacienda Pública (NHP)* caracterizada por la eliminación de la tasa impositiva cero de algunos artículos de consumo masivo. En el círculo político existe un debate en los efectos que la *NHP* provocará en el monto de la demanda agregada. La administración Fox enfatiza que el efecto de la reforma será expansivo, mientras que los críticos de la reforma (PRI, PRD y otras fuerzas) sostienen que debido al impacto en el consumo, el efecto es contractivo. Nos preguntamos: ¿Cuáles son las repercusiones ambientales de esta reforma? ¿Es posible elucidarlas?

Figura 2
Repercusión ecológica
de la reforma fiscal



En la figura 2, la pendiente de la *EE* intenta reflejar la condición del equilibrio ecológico para México⁴.

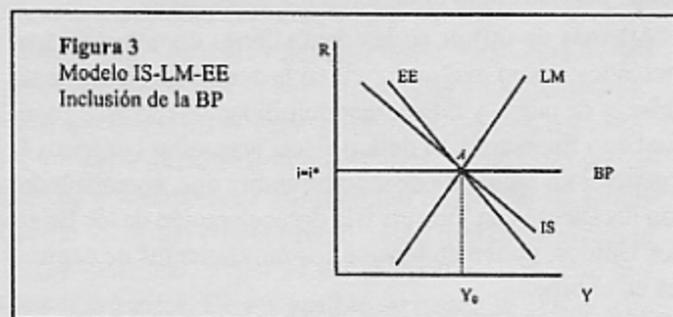
El punto A -a la derecha de la *EE*- representa la situación inicial que registra degradación ecológica. En el caso que la administración Fox señala, la *IS* terminará desplazándose hacia *IS'* (B). En el caso de los críticos de la *NHP*, la *IS* se desplazará hacia *IS''* (C). Ambas posiciones mantienen sin solución el deterioro ecológico, pues se está a la derecha de la *EE*.

El círculo político mexicano no ha tomado en cuenta las implicaciones ambientales de las políticas públicas. De haberlo hecho, la *NHP* vendría planteada junto a una activa gestión ambiental que intentase desplazar la *EE* hacia *EE'*. Pero observamos que la SEMARNAT poco o nada tiene que decir en la discusión fiscal. ¿Existe, pues, una dimensión ecológica de la reforma fiscal? Diríamos que sí. Los efectos en la actividad productiva de la *NHP* repercuten en el equilibrio ecológico. Pero no sólo la política fiscal tiene dimensiones ambientales. El *IS-LM-EE* permite ver las repercusiones de la política monetaria y de la ambiental. A partir del momento en que no hay ajuste automático, el mejoramiento ambiental es responsabi-

dad única de las instituciones y de la sociedad a la que representan.

c) ¿Es posible la macroeconomía ambiental?

Hemos realizado el ejercicio con el modelo *IS-LM-EE* para analizar los efectos ambientales de la política monetaria y fiscal. Al parecer, el esquema *IS-LM* permite incluir satisfactoriamente la restricción ambiental por medio de la *EE*. A esta adaptación perfectamente puede incluirse la *BP* de la restricción externa en una economía abierta. Un posible esquema *IS-LM-EE-BP* (como el de la figura 3) posibilitaría un análisis más completo de las políticas públicas: fiscal, monetaria, ambiental y exterior.



El punto *A* ($Y_0, i=i^*$) despeja los mercados monetario, de bienes y mantiene el equilibrio en balanza de pagos. Para que Y_0 sea sustentable, la elección de tecnología agregada asociada a $i=i^*$ y el desarrollo de gestión ambiental-*L*- deben posibilitar que el punto *A* esté sobre la *EE*. Si estuviese a la derecha, el equilibrio macroeconómico en economía abierta significaría degradación ecológica.

El esquema de oferta y demanda agregadas se deriva fácilmente del *IS-LM-BP* (Rivera-Bátiz, 1994) por lo que es útil preguntarnos si se podrá derivar del *IS-LM-EE-BP*. Los problemas ambientales macro no se encasillan únicamente a modificaciones en las Cuentas Nacionales, sino que trascienden hacia el campo teórico convencional y al análisis tradicional de política económica. *

Notas

¹ Para una discusión de la capacidad de carga, véase Daly (1991). Para una discusión sobre las evidencias de superación de dicho límite por la actividad económica, véase Costanza (1999).

² La cual es función de la tasa de interés R y del parámetro L de gestión ambiental. El símbolo e representa el flujo de servicios ambientales requeridos para la producción de una unidad promedio de producto, por lo que al multiplicar e por la producción agregada Y se obtiene la intensidad ambiental agregada de la economía.

³ Para una discusión de la sustituibilidad entre capital y recursos naturales véase Daly (1997).

⁴ Definida la pendiente en Heyes como $\%R/\%Y = -(e/e_R)Y$. El término $e_R Y$ —la sensibilidad de la intensidad ambiental de la economía a la tasa de interés—resulta bajo para México debido a que no se observan modificaciones en la elección de tecnologías a variaciones en R (Tecnología verde si $\%R$, tecnología sucia en el caso contrario), por lo que la intensidad ambiental de la economía se mantiene relativamente constante. La pendiente reflejará mayor inelasticidad conforme menor sea dicha sensibilidad. Las variaciones en el parámetro L —gestión ambiental—únicamente desplazará la *EE* sin modificar su pendiente.

Referencias

- Costanza, R. et al. (1999) *Introducción a la economía ecológica*, AENOR, Madrid.
- Daly, H. (1991) "Elements of Environmental Macroeconomics", en Costanza, R. (1991) *Ecological Economics*, Columbia University Press, N.Y.
- Daly, H. (1997) "Georgescu-Roegen versus Solow/Stiglitz", *Ecological Economics*, núm. 22.
- Heyes, A. (2000) "A proposal for the greening of textbook macro: IS-LM-EE", *Ecological Economics*, núm. 32.
- Rivera-Bátiz, F. y L. Rivera-Bátiz (1994) *International finance and Open Economy Macroeconomics*, Prentice Hall, New Jersey.

Otra vez Argentina

Francisco Castillo Cerdas

Después de 32 meses en recesión la economía argentina vuelve a ser foco de atención una vez más. En diciembre del año pasado el país negoció con el FMI y el Banco Mundial un préstamo por más de 40 mil millones de dólares (mdd) para cumplir con los requerimientos financieros del gobierno para 2001. Fracasando en su intento por disminuir el déficit fiscal del presente año en 1 mil mdd y tras un escándalo de corrupción, el 3 de marzo José Luis Machinea renuncia al Ministerio de Economía, cediendo su lugar a Ricardo López Murphy, ortodoxo famoso por ser fanático del superávit fiscal.

El flamante ministro no duró más de veinte días en el cargo después de anunciar un polémico plan de ajuste que reduciría el gasto corriente en 2 mil mdd en 2001 y 2.5 mil mdd en el año siguiente. Ante dicho anuncio, que impactaba los rubros de educación, salud y pensiones principalmente, el malestar social no se hizo esperar. Inmediatamente renunciaron tres ministros y seis secretarios pertenecien-

tes a la Alianza que llevó a De la Rúa al poder, mientras que las principales confederaciones sindicales hacían un llamado público a paralizar el país.

En menos de tres semanas, el presidente De la Rúa cambiaba por tercera vez a su ministro de economía, ocupando este cargo nuevamente Domingo Cavallo, quien fuese el principal orquestador de la Ley de Convertibilidad que ató al peso argentino en una paridad 1 a 1 con el dólar 10 años atrás. Destacando por su originalidad, el nuevo ministro no tardó en lanzar un nuevo paquete de medidas que se dirigieran a mejorar la actual situación del país.

Entre los puntos principales de la Ley de Competitividad se hacen notar: a) la creación de un nuevo impuesto a las operaciones en cuentas corrientes y tarjetas de crédito a partir de 1,000 pesos argentinos (1,000 dólares) equivalente al 0.25% del monto del movimiento con la obligación legal de registrar cualquier operación que igual o mayor a dicha cantidad, b) la homologación del arancel

máximo (35%) a la importación de bienes de consumo, la exención de aranceles a la importación de bienes de capital procedentes de países no incluidos en el MERCOSUR y c) la facultad que le cediera el legislativo al ejecutivo para gobernar por decreto en materia económica por lo que reste del año.

El fracaso del ajuste convencional

Al contrario de Cavallo, sus dos antecesores buscaron equilibrar el ejercicio público mediante medidas convencionales de recorte presupuestal. Éste puede ser el factor fundamental que explique el descontento social que se hizo manifiesto en el momento en que López Murphy presentó su programa de ajuste. Esperaba una respuesta menos desfavorable de la población ante un plan drástico que no ofrecía nada a cambio, porque tanto Machinea como López Murphy tenían como objetivo principal el saneamiento de las finanzas públicas bajo el compromiso con el FMI.

Ninguna de las medidas que se pueden analizar en la Carta de Intención firmada en diciembre, ni en la presentación del programa el 15 de marzo, encaminaban a la economía argentina a una reactivación. Tanto para la óptica del FMI como para los diseñadores de política económica en Argentina antes de Cavallo parecía ser suficiente el saneamiento para que la economía saliera del estado casi inerte en que se encuentra actualmente, cuestión que se vuelve difícil de cumplir si solo se hace un recorte del gasto público que genera una menor actividad económica y con ello un mayor desempleo.

Cavallo, por su parte, mantiene en la mira no solamente la reducción del déficit fiscal, sino que al mismo tiempo tiene como objetivo la reactivación de una economía que decreció en los dos últimos años (más de 3% en 1999 y cerca de 1% en 2000). A la vez que goza de la credibilidad que le otorga un amplio margen de maniobra tanto en el exterior como al interior del país sudamericano. Los elementos de la Ley de Competitividad de Cavallo cumplen con ambos objetivos. Se estima que la recaudación por medio del nuevo impuesto a las cuentas sea (en proyecciones "prudentes" según Daniel Marx, viceministro de Economía) de aproximadamente 1,000 mdd y, por la vía de las medidas complementarias a la ley, Cavallo se propone disminuir en un 20% los costos de producción para finales del año.

Credibilidad

El ex-economista en jefe del BID, Ricardo Hausman, consideró que no era suficiente sanear las finanzas públicas del país para que la ulterior baja de intereses generara una mejor dinámica económica, sino que esta baja debía de ir acompañada de medidas que generaran la credibilidad imprescindible en la política económica para que la inversión reaccionara ante menores tasas de interés. La idea de fondo que se propone es que bajas tasas de interés no generarían el efecto deseado en el consumo y la inversión sin

la necesaria credibilidad macroeconómica. Esta idea nos proporciona una lección importante.

La adopción de una política cambiaria como el Consejo Monetario de Argentina no es requisito único para eliminar el riesgo en una economía. La credibilidad "importada" (en el caso de la dolarización, importada de la Reserva Federal estadounidense), cuando las autoridades son incapaces de convencer a los inversionistas nacionales y extranjeros resulta ser elemento insuficiente para generar el ambiente de confianza cuando otros elementos generan incertidumbre. En el caso de Argentina el elemento de incertidumbre lo constituyen tanto el abultado servicio de la deuda pública como el déficit público asociado.

Además de influir en las distorsiones comunes en los mercados, como mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y menor disponibilidad de recursos en el mercado financiero, el déficit fiscal argentino contribuyó a generar un ambiente de incertidumbre que, acompañado con los sucesos en Turquía y la desaceleración de los Estados Unidos, ponen en tensión los movimientos de capitales en el orbe.

¿Hacia dónde va Argentina?

En la tercera semana de abril Cavallo envió a discusión en el Congreso una iniciativa de ley que modificaría el esquema de convertibilidad vigente en el país desde 1991. La inclusión del euro en la fijación del tipo de cambio del peso confirma la idea que venía manejando Cavallo desde semanas antes: la convertibilidad no debe confundirse con dolarización. Misma idea que generó dudas sobre la permanencia de Pedro Pou al frente del banco central, por ser uno de los principales impulsores de la dolarización de la economía argentina. La discusión en torno a esta nueva medida no se ha hecho esperar. En una economía como la argentina, cuyo comercio es mayor con la Unión Europea que con los Estados Unidos, la opinión se encuentra dividida.

Cavallo argumenta que sin ser una devaluación, la inclusión del euro en el esquema de convertibilidad traerá beneficios tanto al comercio exterior como a las operaciones financieras en el país. "El nuevo esquema convertirá al peso en una moneda aún más estable que el dólar y el euro" argumenta Cavallo. Por otro lado Carlos Rodríguez, rector de la Universidad del CEMA, argumenta que en una economía tan dolarizada como la argentina la inclusión de euros, reales u otra moneda en la convertibilidad difícilmente tranquilice a nadie. La mayor parte de críticas a la propuesta manifiestan que la propuesta no es más que una "devaluación disfrazada".

Mientras tanto no todo es miel sobre hojuelas: La actividad industrial decreció en marzo 3.6% y al final del primer trimestre el déficit fiscal superó en casi 1,000 mdd el objetivo fijado, aunque el ministro promete que se cumplirá con lo pactado con el FMI al cierre del año. Finalmente, cabe destacar que la situación argentina pareciera reposar tan solo en la credibilidad del famoso economista. ❄

Para muchos escépticos la convertibilidad argentina ha presentado más ventajas que desventajas, incluso para economistas del Fondo Monetario Internacional, ya que tenían la convicción de que la medida funcionaría sólo en el corto plazo. Con la designación de Domingo Cavallo como ministro de economía de ese país queda claro que la convertibilidad seguirá vigente en Argentina. A continuación, planteamos un modelo que esclarece los efectos del bimonetarismo sobre crédito.

En un esquema a la Friedman (1969), una ventaja clara del bimonetarismo es la introducción de competencia entre las monedas, así se impone una disciplina a los agentes, y a las autoridades monetarias y fiscales. Friedman enfatiza que un emisor monopolístico de dinero no iguala al costo marginal con el precio¹, sino que lo hace con el ingreso marginal, llegando así al punto máximo de una curva tipo Laffer. De ser posible, al poner en práctica un mecanismo de competencia para la emisión de moneda, siempre, el precio del dinero caería para igualar al costo marginal nulo.

Si la aseveración de Friedman es correcta, se torna necesario eliminar el monopolio de emisión y permitir que las monedas, como el dólar y el peso argentino, compitan entre sí. De esta forma, los agentes económicos estarán seguros de que nadie usará la emisión como una forma de recaudar impuesto inflacionario, si fuera así ellos usarían otra moneda. *Otra ventaja importante se refiere a los efectos del bimonetarismo sobre el crédito.* En el supuesto de que existiera una crisis especulativa contra la moneda doméstica, consideramos el caso extremo, donde todos los pesos (en efectivo y en depósitos) son convertidos a dólares.

En una caja de conversión bimonetaria como la de Argentina el efecto del ataque especulativo es el siguiente: la autoridad monetaria pierde reservas, pero en menor medida porque se respaldan los depósitos sujetos a encajes. Los costos de transacción son nulos, porque el dólar tiene curso legal. Por su parte, el efecto sobre el crédito es nulo, ya que aumentan las tasas de interés en pesos y se reducen las tasas de interés en dólares. Los que eran costos en el sistema ortodoxo no lo son en el sistema bimonetario.

A continuación analizamos el efecto de una crisis especulativa contra el peso (ver Cavallo, 1998). Planteamos varias situaciones y para simplificar utilizaremos la hipótesis de que los encajes en pesos y en dólares son iguales ($e=e^*$).

Situación 1

Caja de conversión bimonetaria sin incertidumbre en el

sistema financiero local. Donde se convierten todos los pesos a dólares, igualmente con los depósitos. Es decir:

$$-Dp_e = Dd_e - Dp_d = Dd_d \quad (1)$$

$$DR = [Dp_e + e \{Dp_d + Dd_d\}] L_o = [Dp_e] L_o < 0 \quad (2)$$

$$DF = [Dp_e + Dd_e + e \{Dp_d + Dd_d\}] L_o = 0 \quad (3)$$

$$DCr = [(1-e) \{Dp_d + Dd_d\}] L_o = 0 \quad (4)$$

Las reservas (R) caen porque la tenencia de pesos (p_e) se cambió a dólares. Se observa que la pérdida de pesos en forma de depósitos (p_d) está balanceada por el aumento de los depósitos en dólares (d_d). La tenencia de activos externos (F) no cambia, pues cayeron las reservas pero aumentó la tenencia de dólares (d_e), (L) representa la liquidez total. El crédito (Cr) no cambia, ya que los depósitos en pesos libres de encajes son transferidos en su totalidad a depósitos en dólares libres de encajes ($e=e^*$). El crédito que se reduce por el lado de los pesos, se compensa por el lado de los dólares. Así, la economía está dolarizada y no hay efectos recesivos derivados del ataque especulativo.

Situación 2

Caja de conversión bimonetaria con incertidumbre en el sistema financiero local. Todos los pesos se convierten a dólares. Los depósitos se van al exterior. Es decir,

$$-Dp_e = Dd_e - Dp_d = Dd_f \quad (5)$$

$$DR = [Dp_e + eDp_d] L_o < 0 \quad (6)$$

$$DF = [Dp_e + Dd_e + eDp_d + Dd_f] L_o = [(1-e) Dd_f] L_o > 0, \\ \text{pues } 0 < e < 1 \quad (7)$$

$$DCr = [(1-e) Dp_d] L_o < 0, \text{ pues } 0 < e < 1 \quad (8)$$

Aquí las reservas caen sólo por los pesos que son convertidos a dólares. Las reservas caen más porque los depósitos en pesos no regresan como depósitos en dólares al sistema. La tenencia de activos externos aumenta porque las reservas caen, pero aumentan más los depósitos en dólares en el exterior (d_f). Así, el comportamiento del crédito es vital, ya que se contrae. El motivo es que los depósitos en pesos no regresan al sistema local en forma de dólares. La economía sufre una contracción del crédito de magnitud igual al cambio de los depósitos que no estaban sujetos a encajes, por lo tanto $DCr = (1-e) Dp_d < Dp_d$. \square

Notas

¹ En el caso del dinero es igual a cero.

Referencias

- Cavallo, A. F. (1998) "Bimonetarismo y cajas de conversión. La experiencia Argentina de los 90", Universidad de San Andrés, Argentina.
- Friedman, M. (1969) *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago.

Guillermo Calvo
(Tercera y última parte)

Hemos regresado, otra vez, al tema de la credibilidad. Es en este contexto que surge la propuesta de la *dolarización* o *unidad monetaria*. Es decir, el abandono de la propia moneda por una ajena (dolarización), o por una compartida y manejada por un grupo de países (unidad monetaria), como es el Euro. En América Latina la propuesta de la dolarización fue lanzada en 1999 por el entonces presidente Menem y ha generado mucho interés, tanto regional como en EEUU. Constantemente se están realizando conferencias para analizar el tema. Aunque este no es el momento apropiado de presentar una discusión extensa sobre el tema, hay dos aspectos sobre los que quisiera ofrecer algunos pensamientos. Uno es la crítica muy generalizada a estos sistemas que su adopción implica perder los servicios de un *prestamista de última instancia*. Otro aspecto es que los países perderían la capacidad de usar la política monetaria y, en particular, durante una recesión los precios y salarios deberían descender, lo que es más costoso que una devaluación.

Ausencia de un prestamista de última instancia. La función de prestamista de última instancia es típicamente ejercida por el banco central. La función consiste en prestar al sistema financiero cuando éste no puede conseguir fondos de otras fuentes y corre el riesgo de quebrar masivamente. ¿Cómo puede el banco central hacer esta operación? Una forma es pidiendo prestado. Esto es lo que hacen, como regla general, los Avanzados. A veces emiten dinero al principio, pero muy rápidamente lo recogen emitiendo obligaciones del gobierno. Bajo estas condiciones no es necesario, realmente, tener la capacidad de emitir su propio dinero. Lo que es importante es poder pedir prestado. Alternativamente, el prestamista de última instancia podría liquidar parte de sus activos —como, por ejemplo, reservas internacionales—, o, aún, la función podría *contratarse de antemano*. Esa es la idea de la nueva facilidad del Fondo, el CCL, mencionado antes. Otra forma sería la implementada por Argentina y México por la cual ese tipo de facilidad se contrata con bancos privados. Nada de esto requiere la capacidad de emitir moneda.

¿Qué tal si todo lo otro falla? Bueno, allí queda sólo emitir dinero y esto no se podría hacer si el país está dolarizado. Bajo esas circunstancias, el sistema financiero deberá reconocer la pérdida y los depositantes, por ejemplo, sufrirán una quita. Lo más preocupante es que en el camino se puede romper la *cadena de pagos* produciendo un colapso productivo. Ese es el peor escenario. ¿Cómo se compara esto con una situación en la que el banco central puede emitir su propio dinero? Como he dicho antes, el costo de las crisis bancarias exceden muy fácilmente el 10 por ciento del producto. Es decir que el banco central debería aumentar la base monetaria en un monto equivalente. Dado que raramente la base monetaria excede el 10 por ciento del producto, esto implica

que para salvar al sistema financiero la oferta monetaria (medida por la base) debería más que duplicarse en un lapso muy corto de tiempo, lo que generaría tasas de inflación siderales y posible hiperinflación.

Las consecuencias de tener un prestamista de última instancia que sólo puede emitir dinero son aún peores. Vayamos un paso atrás e imaginémoslo lo que sucede *antes* de que ocurra una crisis bancaria, por ejemplo. Los individuos saben que si ocurre una crisis de ese tipo, va a haber una explosión inflacionaria. En consecuencia, cada vez que se anticipa un evento de ese estilo, las tasas de interés se van a ir a las nubes. Pero, hasta que la crisis ocurra, esas tasas de interés *nominales* altas se van a traducir en tasas de interés *reales* altas. Esto se ha dado en llamar el *peso problem*. La implicación más preocupante de todo esto es que simplemente la expectativa de que el sistema bancario tiene problemas puede crear las condiciones que validan esa expectativa, otro ejemplo de profecías autovalidantes. El caso reciente del Ecuador ilustra esta situación de una manera clarísima. El país dolarizó en febrero del año 2000, pero el público percibía que los bancos tenían serios problemas por más de un año antes. En consecuencia, las tasas de interés quedaron altas y, cuando se dolarizó, el sistema bancario estaba sustancialmente peor que si se hubiese dolarizado con anterioridad.

Abandono de una Política Monetaria Independiente. La dolarización o la unión monetaria elimina la capacidad de un país de manejar su política monetaria en forma independiente. La experiencia en los Emergentes, sin embargo, es que la política monetaria es básicamente procíclica. Es decir, se vuelve más dura durante las recesiones y se afloja durante los períodos de expansión. Hay muchas razones para esto, pero una razón central es el temor a perder credibilidad durante las recesiones. Esto se hizo obvio luego de la crisis brasileña de 1999. Chile, por ejemplo, que tenía un banda cambiaria y su tipo de cambio estaba lejos de su límite superior, en lugar de dejar que la tasa de cambio se depreciase, cerró la banda y subió las tasas de interés (para más discusión de este tema, ver "Fixing for your Life", op.cit.). Es decir que no es obvio que los Emergentes pierdan mucho por abandonar su política monetaria.

Sin embargo, hay un caso en que tener una moneda propia puede ser atractivo, a saber, cuando la economía entra en una recesión profunda, especialmente si da lugar a una reducción fuerte de precios y salarios. Esto es costoso, especialmente si los precios y los salarios del sector *público* son inflexibles hacia la baja. En esas circunstancias, una deflación de precios y salarios (privados) implica una menor recaudación fiscal y, como el gasto fiscal es inflexible, el déficit fiscal aumenta. El déficit es mayor de lo que sería de otra manera (es decir con salarios públicos flexibles) pues, bajo estas condiciones, los salarios públicos estarían *aumentan-*

do en términos reales. Además, si esto tiene lugar en el medio de un frenazo, el gobierno se va a ver forzado a subir los impuestos, deprimiendo aún más al sector privado. Este es, indudablemente, un problema serio pero, afortunadamente, la solución no está muy lejos. Por ejemplo, se podrían indexar los salarios públicos a los salarios privados, lo que tendría la virtud de *despolitizar* el tema y generar la flexibilidad deseada.

Otra dificultad relacionada es lo que Irving Fisher llamó *Debt Deflation* (op.cit.). Supongamos que los precios y los salarios son flexibles a la baja y que todas las dificultades mencionadas anteriormente no existen. Consideremos el caso más común en el que los préstamos se realizan a una tasa de interés nominal fija. Bajo esas circunstancias, una deflación implica tasas de interés reales *más altas*, lo que contribuye a profundizar aún más la recesión. Irving Fisher argumentaba en 1933 que ese efecto podría ayudar a explicar las Grandes Depresiones (*Great Depressions*) como la que se vivió en los años treinta.

La resolución de este problema requiere el desarrollo de instrumentos financieros más sofisticados que hagan, por ejemplo, el costo del servicio de la deuda función del precio relativo del sector que la toma. Los bancos, como regla general, no prestan esos servicios. En algunos sectores es posible asegurar el precio de los productos a través de mercados futuros. Pero esto se aplica fundamentalmente al segmento de los *commodities* y es difícil hacer contratos a más de un año. La única alternativa realista es que las firmas hagan arreglos con empresas multinacionales que participen de los riesgos. Esto es algo que, de paso sea dicho, está sucediendo con mayor frecuencia luego de la crisis rusa (que enfrió el mercado de bonos para los Emergentes). En América Latina hoy día la mayor parte de los flujos de capitales corresponden a Inversión Externa Directa, IED. Es interesante notar que esto está sucediendo independientemente del sistema cambiario adoptado.

¿Es el *Debt-Deflation* fisheriano una razón fuerte contra la dolarización o la unión monetaria? Como todo en economía, para responder a esa pregunta uno debe estudiar las *alternativas*. Si las firmas piden prestado en moneda extranjera, el régimen cambiario no hace diferencia. La diferencia existe en la medida en que préstamos estén denominados en la moneda local (digamos, pesos). No hay duda que, por regla general, va a ser posible prestar y pedir prestado en pesos pero ¿a qué tasas? Si el prestamista sabe que el gobierno va a usar los grados de libertad que le da el tipo de cambio flexible para ayudar a los prestatarios locales, la tasa de interés en pesos va a ser alta, tan alta que puede inducir al prestatario a tomar deuda en dólares. No me es posible aquí elaborar más sobre el tema, pero el hecho que la IED esté prevaleciendo en todas partes de América Latina, me hace pensar que para los inversores —desde ese punto de vista— no es muy diferente Argentina —que ha adoptado un compromiso fuerte al uno-por-uno con el dólar— y México que deja flotar su moneda.

Para terminar, quisiera referirme brevemente a la situación presente y perspectivas futuras. En América Latina la gran novedad es que los países han abandonado el tipo de cambio

fijo y adoptado uno más fluctuante. Países como Chile, Brasil y México han anunciado un sistema de Metas Inflacionarias (*Inflation Targeting*). Sin embargo, en la práctica sus tasas de cambio han permanecido bastante estables. Esto se aplica especialmente a Brasil que luego de la gran devaluación de principios de 1999 ha mantenido el *real* dentro de una banda muy estrecha y plana con respecto al dólar. Los países asiáticos también han anunciado una mayor flotación de sus monedas pero, nuevamente, la experiencia reciente los muestra acumulando fuertes sumas de reservas internacionales e interfiriendo con la volatilidad de sus tasas de cambio (ver "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging" por Ronald McKinnon, manuscrito, Stanford University, agosto de 2000). Esto sugiere que el *miedo a flotar* no ha desaparecido y que podríamos estar convergiendo a sistemas que no serían muy diferentes a los que teníamos antes de la crisis del Tequila. Sin embargo, el hecho que los países no hagan una promesa firme de estabilidad cambiaria podría implicar que las devaluaciones fuesen menos traumáticas.

El sistema de Metas Inflacionarias, MI, merece un breve comentario dada su creciente popularidad. ¿es el MI muy diferente de un tipo de cambio fijo o prefijado? La respuesta es "No". Con tipo de cambio fijo, la meta es la tasa de cambio. Bajo el MI, por otra parte, la meta es algún nivel de precios. Es decir, la "tasa de cambio" de una canasta de bienes. Si la moneda extranjera fuese el único componente de esa canasta, los dos sistemas serían idénticos. En la práctica, por supuesto, no lo son y es por ello que bajo MI la tasa de cambio fluctúa. Pero este sistema es muy diferente a la libre flotación de los libros de textos. En esta última, el ancla monetaria es la *cantidad* de dinero. La tasa de cambio se sitúa donde plazca y las autoridades no se preocupan de sus implicaciones inflacionarias. Por lo tanto, en la medida en que nos movamos hacia MI es un tanto engañoso decir que vamos hacia una mayor flotación. En mi opinión, la mejor manera de caracterizar esto es decir que *hemos cambiado la tasa de cambio que queremos fijar*. Puesto de esta manera, se entiende de inmediato por qué es posible que bajo MI la moneda sufra fuertes variaciones en su tipo de cambio *real* (como ha ocurrido en México y está empezando a ocurrir en Brasil), o que haya problemas de credibilidad, dado que éstos son los mismos problemas de los que sufre el tipo de cambio fijo.

Una ventaja de MI —la cual ha sido subrayada con respecto a los Avanzados, ver *Inflation Targeting* por Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999)— es que le da total libertad a la autoridad monetaria para luchar contra una *deflación* de precios y salarios. Como he indicado antes, la deflación representa un problema de mayor orden en regímenes de cambio fijo y, por lo tanto, este aspecto positivo de MI no puede ignorarse. Sin embargo, MI no necesariamente soluciona el problema fisheriano de *Debt Deflation* cuando una parte importante de las deudas está denominada en moneda extranjera (*Liability Dollarization*). Para evitar el problema, la política monetaria debería ayudar a que no caiga el precio relativo de los no transables (es decir, a que no ocurra una depreciación *real* de la moneda du-

rante una recesión). Esto no se obtiene, como regla general, orientando la política monetaria a mantener una tasa de inflación predeterminada. La experiencia indica que para lograr ese efecto sobre los precios relativos podría ser necesario adoptar una política monetaria aún *más contractiva*, una receta que va a encontrar pocos adherentes en el seno de una recesión (sobre la relación entre política monetaria y tipo real de cambio en el contexto de Emergentes, se puede consultar mi ensayo reciente con Carlos Végh, "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries," capítulo 24 de *Handbook of Macroeconomics*, editado por John B. Taylor y Michael Woodford; New York: North-Holland, 1999; está disponible en mi página de internet citada más arriba).

Sin embargo, MI domina al tipo de cambio fijo si el gasto público es inflexible hacia la baja en términos nominales por la existencia de precios y salarios fijados en pesos y que, por razones políticas, por ejemplo, no pueden reducirse. Pero, como he indicado hace un momento, este no es un problema insuperable ya que se puede remediar indexando a los precios y salarios del sector privado.

El otro fenómeno que está ocurriendo desde la crisis rusa es una creciente importancia de la Inversión Externa Directa, IED. En América Latina, por ejemplo, la mayor parte de los flujos de capitales toma esa forma. Una posible lectura de este fenómeno es que los países se han vuelto más creíbles y los inversores están dispuestos a tomar posiciones de más largo plazo. Una lectura alternativa es que la crisis rusa evidenció la fragilidad del colateral que ofrecen los Emergentes. En consecuencia, el capital de cartera se dirigió hacia los Avanzados, lo que permitió a las multinacionales de esos países adquirir firmas en los Emergentes a precios muy bajos. Se puede citar en ese contexto la compra de YPF por Repsol.

Una implicación interesante de esta nueva configuración del capital que está yendo a los Emergentes es que, para atraerlo, los países están ofreciendo condiciones muy favorables. Esto se hace a punta de subsidios y otras concesiones. Algunas de estas tienen ingredientes de Inconsistencia Temporal, como cuando se exime de impuestos al capital nuevo. Este tipo de prácticas es distorsiva, podría llevar a una *guerra de subsidios* e interferir con tratados de libre comercio como el Mercosur.

La buena noticia de la IED es que no puede salir del país con la rapidez de los préstamos a corto plazo. El dueño de la firma puede, a lo sumo, venderla, pero no es tan fácil "desatornillarla" como el capital de corto plazo. Sin embargo, aún esto es cuestionable, dado que las multinacionales

pueden acceder más fácilmente que las firmas locales al préstamo bancario local y, de esta manera, provocar una corrida contra el peso. Este es un mecanismo que se observó durante el proceso que desencadenó en la crisis brasileña de enero de 1999.

En resumen, el mundo financiero ha experimentado grandes cambios a partir de 1989. Las crisis han sido profundas pero en el camino hemos aprendido mucho acerca de su naturaleza. Los Emergentes son mucho más concientes de la importancia de la liquidez y están tomando recaudos al respecto. Por otra parte, los G7 están diseñando nuevos instrumentos como el CCL para poder contrarrestar las crisis a tiempo. Todas estas son señales promisorias. Sin embargo, los peligros no han desaparecido. El capital que entró a partir de 1989 podría ser ahuyentado por mala política económica. Por lo tanto, establecer y mantener la credibilidad se ha transformado en uno de los pilares básicos de una economía. A este respecto, no es suficiente ser, sino parecer. Arreglos institucionales con países avanzados es una de las estrategias posibles. Allí es donde entra el tema de la Dolarización y Uniones Monetarias.

Nada de esto es fácil pero, por esa razón, todo esto es intelectualmente fascinante. La ciencia económica juega un papel central en aclarar estos temas, pero también es indispensable que la gente participe efectivamente. Esa es la única manera de que los buenos sistemas económicos se solidifiquen y sean creíbles. Pero para esto es necesario hacer lo que pregonaba Domingo Faustino Sarmiento: ¡Educad al Soberano!... al pueblo. Las buenas escuelas de economía son, desde ya, un vehículo indispensable para este propósito. Pero debemos ir mucho más allá. Hay que llegar con este conocimiento a los primeros escalones educativos. No simplemente con listas de nombres y recetas, sino con opciones. Educar al soberano para que pueda elegir *razonadamente* entre estas opciones. Esto ha adquirido gran relevancia hoy día, debido a la importancia y sutileza de los shocks externos. La gente debe tener las herramientas adecuadas para entender por qué una suba de las tasas de interés en EEUU, o la crisis rusa, le afecta su vida cotidiana. Por qué cerrar el déficit fiscal a punta de mayores impuestos puede ser una buena medida a mediano plazo, aunque se lleve a cabo en el contexto de una recesión. En ausencia de este tipo de conocimiento, la gente termina siendo víctima de la mentira y el engaño. La democracia se vuelve, por así decirlo, un juego de imágenes sin sustancia en el que el soberano no puede, o no sabe, ejercer su voluntad.

Muchas gracias. ✻

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Rector: 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 Adame.

Editores: Hugo Contreras Sosa, Eliezer Morales Aragón, Fernando Talavera Aidana.

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.