

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN XLVII, NÚMERO 3

JULIO SEPTIEMBRE DE 2001

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

Presidente: Banco de México

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
Carlos-Alberto R. Queiroz

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Directora de Estudios
Flavia Rodríguez Torres

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 109 **Una unión monetaria en África occidental (ECOWAS) ¿es deseable tenerla? y ¿cómo poder lograrla?**
Paul Masson
Catherine Pattillo
- 122 **El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores**
Banco de España
- 129 **Las complejidades de la política monetaria**
Anthony Santomero
- 134 **La nueva arquitectura financiera internacional**
Morris Goldstein
- 139 **Crisis: ¿el precio de la globalización?**
Paul Krugman
- 155 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 159 **Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2001**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN XLVII

NÚMERO 3

JULIO-SEPTIEMBRE DE 2001

Una unión monetaria en África occidental (ECOWAS): ¿es deseable tenerla? y ¿cómo poder lograrla?*

Paul Masson
Catherine Pattillo

I. ¿Qué es una unión monetaria?¹

Una unión monetaria es una zona en la que prevalece una política monetaria única y en la que en su interior sólo circula libremente una moneda o varias monedas que son sustitutos perfectos entre sí. La mayoría de los países acuñan sus propias monedas, que no están vinculadas a otras y constituyen uniones monetarias en sí mismas. Sin embargo, este capítulo examina sólo los casos de uniones monetarias que se extienden a través de las fronteras nacionales de un grupo de países soberanos. En el siguiente capítulo se derivan lecciones de estas experiencias.

Polly Reynolds Allen (1976 p. 4) hace una distinción entre aquellos elementos que definen una unión monetaria y aquéllas características adicionales que son necesarias para la existencia exitosa y continua de la unión monetaria. Una unión monetaria se define por las características siguientes: *i*) una sola moneda o varias monedas completamente convertibles entre sí, a tipos de cambio fijos inmutables; *ii*) un acuerdo por el que la política monetaria se determina al nivel de la unión, no permitiendo ninguna autonomía nacional en política

monetaria; y *iii*) una política cambiaria externa única (“Al llegar a este extremo, las autoridades nacionales deben renunciar al control individual de sus reservas internacionales e invertir tal control en una autoridad de la unión”, Allen, 1976. p. 4).

Un concepto vinculado es el de “integración monetaria”. Una unión monetaria es un ejemplo de integración monetaria completa (o casi completa). La integración monetaria ha sido definida por Marx Corden de forma tal que involucra dos componentes: “*unión de tipo de cambio*, lo que significa un área dentro de la cual los tipos de cambio tienen una relación fija permanente entre ellos...” y “convertibilidad - la ausencia permanente de todos los controles cambiarios, ya sea para transacciones corrientes o de capital, dentro del área” (Corden, 1972. p. 2). El autor prosigue distinguiendo entre una unión cambiaria verdadera y una “seudo-unión cambiaria” en la que hay un acuerdo para mantener tipos de cambio fijos pero “no hay integración explícita de política económica, tampoco hay un conjunto común de reservas de divisas y no hay un banco central único” (Corden 1972. p. 3). Puesto que las herramientas para mantener los tipos de cambio permanentemente fijos no existen en una pseudo unión cambiaria, siempre hay la posibilidad de que uno u otro país pueda considerar que sea expedito el permitir que su tipo de cambio se deprecie o aprecie con respecto a los demás. La expectativa de que esto ocurra interferirá con una operación normal de la unión monetaria e impedirá la integración monetaria completa. De manera similar Cobham y Robson (1994) distinguen entre uniones monetarias formales e informales; en las últimas no se tiene una confianza plena, y por lo tanto, a su juicio, tienen desventajas con respecto a las uniones monetarias formales.

De esta forma, todos los autores anteriores enfa-

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, los capítulos IV, V y VI, del artículo de P. Masson y C. Pattillo, publicado con el título *Monetary Union in West Africa (ECOWAS). Is it Desirable and How Could it Be Achieved?*, en Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., 2001 (Occasional Paper, nº 204), pp. 14-25. Las opiniones expresadas en este documento de trabajo son las de los autores y no necesariamente representan las del FMI. Por su parte, el FMI no se hace responsable de la precisión de la traducción. (Nota del editor: los apéndices señalados en el texto fueron omitidos por razones editoriales, sin embargo, pueden obtenerse mediante solicitud al correo: <http://www.imf.org>. Por otra parte, véase al final el Anexo con el significado de las siglas utilizadas en este artículo.)

¹ Capítulo IV en el estudio original.

tizan la necesidad de contar con salvaguardas institucionales para asegurar que habrá una política monetaria única y, en caso de haber más de una sola moneda, se requiere una fijación irrevocable de los tipos de cambio. La necesidad de tales garantías explica el porqué los autores creen que la continua existencia de bancos centrales nacionales y de monedas nacionales despierta algunas dudas sobre la duración permanente de la unión: presentan las salidas de la unión como algo muy fácil. De manera similar, la decisión de juntar las reservas, se considera como algo esencial para asegurar una política externa común para la unión monetaria.

Es fundamental saber que, la permanencia de una unión monetaria requiere lazos fuertes de solidaridad entre los países miembros. Cohen (1998, p. 87) arguye que ante la ausencia de un poder dominante que tenga interés en hacer que el acuerdo funcione efectivamente en términos aceptables para todos, debe haber un genuino sentido de comunidad entre los socios. Este sentido de comunidad puede ser el resultado de un largo período de estrecha cooperación y puede manifestarse mediante otras instituciones que permitan a cada miembro beneficiarse de la ayuda de los otros en caso de sufrir circunstancias desfavorables. Cohen se refiere a casos en los que la ausencia de un poder hegemónico o de solidaridad entre los miembros condujo al fracaso de las uniones monetarias.

A fin de obtener los más amplios beneficios posibles de una moneda común como medio de pago, es esencial la existencia de la convertibilidad dentro del área. Resulta muy común que la ampliación del área de circulación de una moneda sea un objetivo clave de una unión monetaria, pero eso es útil solo si la moneda puede servir como medio de pago; es decir, que la moneda sea convertible internamente dentro de la región. La convertibilidad externa también realza la utilidad de la moneda para residentes de la unión monetaria, toda vez que las restricciones a la habilidad de adquirir divisas para realizar transacciones externas puede darle incentivos a los residentes nacionales para mantener divisas (legal o ilegalmente). La convertibilidad externa sin embargo, no es una característica definitoria de una unión monetaria.

La función de una moneda como guarda-valor (y a fin de cuentas como medio de pago) depende de que la moneda conserve su valor en términos de los bienes y servicios por los que es intercambiada. Esto, a su vez, requiere un entorno institucional en el que la responsabilidad de la política monetaria única dentro del área monetaria esté claramente establecida; así mismo requiere que el mandato que se le da al banco central sea el de

mantener el valor de la moneda y en el que se garantice la independencia del banco central y que se le proporcionen las herramientas necesarias para lograr ese mandato. En particular la política monetaria común no debe permitir fuentes de expansión monetaria descontrolada, ni el banco central debe estar sometido a presiones para proporcionar financiamiento directo para los déficit gubernamentales o financiamiento indirecto a través del sistema bancario. El banco central debe ser capaz de alterar la cantidad de dinero de alto poder y del nivel de las tasas de interés, a fin de controlar la expansión monetaria y lograr la estabilidad de precios.

II. Lecciones de la experiencia de las uniones monetarias²

Las uniones monetarias existentes pueden proporcionar información sobre los requerimientos necesarios para que una unión monetaria funcione tranquilamente y, por lo tanto, pueden indicar las características deseables de una posible unión monetaria en África occidental. Al respecto es útil también revisar la experiencia de otras uniones monetarias que no han sobrevivido.

Actualmente existen solo cinco uniones y entre ellas, el área monetaria WAEMU es la más directamente relevante para ECOWAS, ya que los ocho miembros de WAEMU son también miembros de ECOWAS. El apéndice III reseña la extensa literatura sobre el efecto de una moneda común en el desempeño económico de los países de WAEMU y de los países que constituyen la otra zona del Franco en África Central (CFA), a saber: la Comunidad Monetaria y Económica Centro Africana (CAEMC). La moneda de ambas zonas es convertible en francos franceses (y, desde 1999 en euros) a una paridad que está garantizada por la tesorería francesa.

Una tercera área monetaria, la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) esta formada por ocho pequeñas economías isleñas que comparten una sola moneda, el dólar del Caribe Oriental, y un banco central, el Banco Central del Caribe Oriental (ECCB). Al igual que en el caso de las zonas del franco (CFA), esta área monetaria es un legado de un acuerdo monetario colonial, y opera como una junta *cuasi*-monetaria. Sin embargo, proporciona un ejemplo de una unión que cuenta con un vínculo externo fuerte (el tipo de cambio con respecto al dólar de Estados Unidos no se ha modificado desde 1976), que se ha sostenido solamente basándose

² Capítulo V en el estudio original.

en disciplina regional y reservas disponibles, más que por una garantía externa.

En cuarto lugar, el Área Monetaria Común (CMA) está integrada por Sudáfrica y tres pequeños países de su alrededor: Lesotho, Namibia y Suazilandia. Dado el tamaño dominante de Sudáfrica, esta área monetaria usa el *rand*, aunque los otros países sostienen sus monedas propias, que están vinculadas al *rand*.

La quinta área monetaria es la más reciente y con mucho la más importante económicamente, es decir, el área euro. Aunque el euro existe desde el primero de enero de 1999, el extenso proceso que ha tenido la unión Europea en la preparación institucional para tener un nuevo banco central y una nueva moneda, así como los esfuerzos invertidos en la convergencia, proporcionan lecciones muy importantes para la creación de nuevo de un área monetaria.

Además de considerar las áreas monetarias existentes, también aprendimos lecciones de áreas monetarias que fracasaron. Por ejemplo, se tomó en cuenta la ruptura de la zona del rublo después de la disolución de la Unión Soviética, donde se pueden apreciar las trampas de las salvaguardas institucionales inadecuadas; asimismo se consideró el área monetaria conformada por la Comunidad del África Oriental (EAC) en los años setenta, que fracasó por falta de solidaridad de sus miembros y una expansión monetaria no coordinada. Una descripción detallada de cada una de las cinco áreas monetarias (así como de la zona del rublo, de la EAC y de varios casos en los que una moneda de un país grande tiene curso legal en un país vecino pequeño) se proporciona en el apéndice II, en tanto que las características esenciales de las áreas monetarias existentes se resumen en el cuadro 1. El cuadro sugiere una considerable diversidad entre las uniones monetarias. La CMA es la más débil institucionalmente ya que las monedas y los bancos centrales separados hacen revocables los tipos de cambio internos y la disolución de la unión monetaria es en sí misma relativamente fácil. Esta área monetaria se denominaría como “unión pseudo-monetaria” en la terminología de Corden y de acuerdo a los análisis de Allen, es dudoso que continúe existiendo. De hecho, Tjirongo (1998) cuestiona que Namibia cuente por completo con las ventajas de ser miembro. El área euro es la más fuerte dado el tamaño del comercio regional y el hecho de que surgió después de haberse creado otras instituciones que manifiestan solidaridad regional y que han vinculado a los países en diversas formas.

Una *primera* lección es que una verdadera unión monetaria debe estar acompañada por la creación de una institución única que tenga asignada la res-

ponsabilidad de formular y conducir la política monetaria. La toma de decisiones descentralizada no es posible en un contexto de unión monetaria. El “problema de los casos que sólo obtienen ventajas sin cubrir costos (*free-riders*)” queda muy bien ilustrado por la experiencia de la zona del rublo. Con la disolución de la Unión Soviética, las repúblicas recientemente independizadas tuvieron alguna autonomía en la creación de dinero y la mayoría procedieron a obtener señoreaje tan rápido como fue posible, aprovechándose de mecanismos que les permitían tener préstamos sin límite del Banco Central de Rusia. El resultado fue la aceleración de la inflación. La inestabilidad del rublo y su incapacidad de proveer los servicios monetarios de los medios de pago (no era totalmente convertible en bienes dentro de la zona del rublo), así como de ser un guarda valor, rápidamente lo tornaron no atractivo como moneda común. En la EAC, los rígidos controles a la expansión monetaria que conlleva una junta monetaria se fueron relajando progresivamente a medida que los gobiernos lograron expandir las cantidades de financiamiento directo e indirecto que les otorgaban sus bancos centrales nacionales.

La ejecución descentralizada de la política monetaria, si va acompañada de controles rígidos para la intervención o expansión monetaria, puede hacerse en principio, a pesar de todo, pero la zona del euro es única a este respecto. En la Unión Europea (EU) se decidió retener a los bancos centrales nacionales, al igual que al nuevo Banco Central Europeo (ECB), como parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales. El ECB ejerce un monopolio sobre la política monetaria, sin embargo, las rígidas limitaciones que prohíben cualquier financiamiento directo o indirecto a los gobiernos, por parte de los bancos centrales nacionales hacen improbable cualquier intento de burlar la política monetaria del banco central.

Una *segunda* lección importante para lograr una operación exitosa de una unión monetaria, es que el banco central quede libre de presiones respecto a financiar a los gobiernos, ya sea directa o indirectamente. Aunque las zonas de CFA respetaron los límites formales de financiamiento monetario, hubo suficientes fisuras como para que algunos de los gobiernos nacionales se las arreglaran para obtener señoreaje. Específicamente, debido a que ciertos tipos de préstamos del banco central no estuvieron sujetos a límites superiores, los gobiernos nacionales indujeron a sus bancos comerciales a pedir prestado al banco central y a transferir después los fondos a los gobiernos, usando así los procesos para sus propios fines. La crisis bancaria que ocurrió en los años ochenta se dio en la mayoría de los paí-

Cuadro 1

CARACTERÍSTICAS DE LAS UNIONES MONETARIAS

		WAEMU	CAEMC	Área del euro	CMA
Número de países	8	8	6	12	4
¿Moneda única?	Sí (EC\$)	Sí (franco CFA)	Sí (franco CFA)	Sí (euro) ^a	No (pero el <i>rand</i> circula en todos)
¿Banco central único?	Sí (ECCB)	Sí (BCEAO)	Sí (BEAC)	No (pero el ECCB fija la política monetaria)	No (pero el Banco de Reservas de Sud África fija la política monetaria)
¿Fondo común de reservas?	Sí	Sí	Sí	Sí	No
¿Área de libre comercio?	No	No	No	Sí	Sí (SACU)
¿Tarifa externa común?	No	Sí	Sí, en principio	Sí	Sí (SACU)
Proporción del comercio interno con respecto al comercio total ^b	<10	9.5	3.3	46	...
¿Convertibilidad de la cuenta corriente externa?	Sí	Sí (Asegurado por la Tesorería francesa)	Sí (Asegurado por la Tesorería francesa)	Sí	Sí
Grado de movilidad de capital dentro de la región	Moderado	Bajo, aunque en principio, libre	Bajo, aunque en principio, libre	Alto	Alto
¿Ancla de tipo de cambio externo?	Sí (vinculada al dólar EE.UU.)	Sí (vinculada a franco francés/euro)	Sí (vinculada a franco francés/euro)	No	No
Razón del PIB per cápita de los más ricos con respecto a los más pobres	3.2	4.7	20	4.0	8.1
Similitud de exportaciones	Alta	Media	Alta	Media	Media

^a El euro, la moneda única europea, reemplazará a las monedas nacionales de los doce países miembros de la Unión Europea en un lapso de tres años y medio, a partir del 1º de enero de 1999 (Grecia se unió al grupo inicial de once países el 1º de enero de 2001). Las monedas nacionales del área del euro y el euro mismo coexistirán hasta mediados del año 2002. ^b La base de datos para 1998 es FMI, Dirección de Estadísticas Comerciales.

ses, tanto de WAEMU como de CAEMC, y los bancos centrales de las dos zonas acabaron cubriendo a las instituciones insolventes. A fin de cuentas, los gobiernos de los países más grandes (Costa de Marfil y Camerún, respectivamente) se las arreglaron para apropiarse de una desproporcionada cantidad de señoreaje a través de este proceso (Stasavage, 1996).

Está claro que ni una unión monetaria ni tipos de cambio vinculados por sí mismos, son suficientes para disciplinar la política fiscal, tal como lo muestra el ejemplo de CFA. De hecho, algunos han argumentado (por ejemplo, Tornell y Velasco, 1995) que las tasas de interés flexibles pueden dar una señal inmediata sobre políticas fiscales súper expansionistas y hacer más visibles los errores de política. Por lo tanto, una unión monetaria necesita una supervisión reforzada de las políticas fiscales de sus miembros, acompañada de sanciones efectivas y de una estrecha supervisión de los bancos. El

temor de presiones sobre el Banco Central Europeo (ECB) explica los grandes esfuerzos realizados en Europa, no sólo para excluir el financiamiento monetario, sino para controlar también los déficit excesivos.

Una *tercera* lección, o al menos el reconocimiento de la existencia de una regularidad empírica, es que las uniones monetarias generalmente se han organizado alrededor de un fuerte banco central imperante, o a través de un vínculo a una moneda internacional. Lo anterior es cierto en las zonas del franco de CFA y de ECCU, y también en la zona del euro, en donde el banco central alemán (Deutsche Bundesbank) proporcionó el modelo de estabilidad monetaria. En algunos casos, la asimetría en el tamaño de los países comprendidos, le ha dado a los países grandes un control efectivo sobre la unión monetaria (por ejemplo, Sudáfrica en el área del *rand* y Estados Unidos con respecto a la política monetaria panameña). Las uniones moneta-

rias más simétricas, con instituciones intrarregionales más débiles, han descansado en un ancla externa: por ejemplo en el ECCU, el vínculo se estableció con la libra esterlina y después con el dólar de Estados Unidos; el vínculo de WAEMU y de CAEMC fue con el franco francés (y desde 1999 con el euro). En contraste, la zona del rublo, al momento de desaparecer la Unión Soviética no tenía ni una institución sólida orientada hacia la estabilidad en su centro, ni un ancla externa.

En *cuarto* lugar, aún las uniones monetarias, que ya tienen larga existencia, no necesitan dirigir una integración regional fuerte en otras dimensiones, como por ejemplo, vínculos comerciales fuertes o bien otras instituciones regionales, por ejemplo, ECCU, WAEMU y CAEMC tienen un comercio interno relativamente bajo. La literatura empírica reseñada en el apéndice III sugiere que las uniones monetarias proporcionan algún estímulo al comercio, con una estimación reciente (alta) del efecto que implica que la membresía aumente al triple el comercio. Sin embargo, el aún relativamente bajo nivel de comercio interno, ha estimulado otras iniciativas en WAEMU, en particular, la creación de una tarifa externa común, una armonización fiscal indirecta, la estandarización de la legislación comercial y la formación de una bolsa de valores regional. Tanto en ECCU como en CAEMC la unión monetaria ha ido acompañada de un menor desarrollo de las instituciones regionales. A la inversa, unos lazos comerciales fuertes no tienen que ir acompañados de una unión monetaria o incluso por tipos de cambio fijos. Un ejemplo notable es el Tratado de Libre Comercio de Norte América (NAFTA), donde Canadá y México son los principales socios comerciales de Estados Unidos y viceversa, aunque sus monedas flotan con respecto al dólar de los Estados Unidos.

Una *quinta* lección es que la evidencia obtenida respecto a si se considera que una unión monetaria es un estímulo para el crecimiento, arroja resultados mixtos. La evidencia de las zonas del franco de CFA, inicialmente, sugería un impacto positivo en relación con el resto del África subsahariana (por ejemplo, Guillaumont y Guillaumont 1984. Devraján y de Melo, 1987). En el capítulo III,³ se indicó, sin embargo, que estas zonas se comportaron muy por debajo de lo esperado en el período 1986-93.⁴ Frenkel y Rose (2000) argumentan que las uniones monetarias promueven el crecimiento

³ Capítulo III del trabajo referido en la nota inicial. De estar interesados en obtenerlo dirigirse a: <http://www.imf.org>.

⁴ Esto puede haberse debido en parte al vínculo con el franco francés (que se apreció con respecto al dólar de Estados Unidos durante ese período) más que a la unión monetaria entre países africanos.

a través del comercio intrarregional incrementado y Guillaumont, Guillaumont-Jeamieny y Brun (1999) apuntan hacia la inestabilidad (incluyendo la inestabilidad de precios que debería reducirse en función de la unión monetaria) como factor que reduce el crecimiento africano. Sin embargo, está claro que la política monetaria por sí misma no puede asegurar un crecimiento sostenido sin condiciones reales favorables en la economía, incluyendo determinantes fundamentales de crecimiento que incluyan políticas estructurales y fiscales sanas, así como la liberalización comercial.

Sexto. Todas las uniones monetarias existentes que hemos estudiado están asociadas con inflaciones bajas, pero no se tiene una garantía absoluta de que esto sea así siempre, tal como lo indica el ejemplo de la zona del rublo. La estabilidad de precios no es tanto una característica de las uniones monetarias, en sí mismas, como sí lo es la forma en que se ancle la política monetaria, así como el hecho de contar con salvaguardas adecuadas contra la excesiva expansión monetaria. La inflación ha sido menor en los países de las zonas del franco de CFA que en el resto del África subsahariana, pero es difícil desentrañar los efectos de la disciplina que proporciona el vínculo del franco CFA al franco francés, así como de la influencia indirecta que la garantía de la convertibilidad de Francia proporciona a las políticas monetarias de la zona del franco de CFA, lo mismo que del efecto de la unión monetaria entre los países de WAEMU o de CAEMC.

Nuevamente ECCU registró inflación baja, resultante de un vínculo a una moneda fuerte. Salvo por el caso de CMA, no hay ejemplos de uniones monetarias existentes entre los países en desarrollo, que no se anclen en alguna moneda de un país industrial; es por ello, que es difícil determinar si tal estrategia tiene probabilidades de triunfar en el logro de una mayor disciplina monetaria de la que podría lograr cada país por su cuenta.

Sin embargo, hay dos ejemplos de uniones monetarias que fracasaron y que no tuvieron un ancla de ese tipo. La zona del rublo, que se centró en una moneda inconvertible sin tener como ancla alguna moneda internacional, se colapsó en medio de una alta inflación, aunque eso se debió a una falta de estructuras capaces de controlar el crecimiento monetario y en el contexto de una ruptura de los lazos políticos existentes. La unión monetaria de la Comunidad de África Oriental también se deshizo por la falta de controles supranacionales efectivos sobre la creación monetaria nacional.

De hecho, Guillaume y Stasavage (2000) argumentan que las unidades monetarias exitosas deben contar además con acuerdos regionales paralelos y/o lazos de asistencia técnica y financiera con

países industriales que hagan costosa la violación de las reglas de la unión monetaria o la renuncia a la participación en ella.

III. Los beneficios y costos de una moneda común para África occidental⁵

Existe una extensa literatura sobre la conveniencia para un país dado de hacerse miembro de una unión monetaria.⁶ Dos cuestiones generales deberían influir en la elección. La primera consiste en examinar si las estructuras económicas de los candidatos a formar parte de una unión monetaria, son lo bastante similares o flexibles como para sostener un tipo de cambio fijo entre sus monedas. La segunda consiste en averiguar si las instituciones creadas para aplicar la política monetaria común serán capaces de llevarnos hacia políticas más eficaces. Resulta importante distinguir estas dos cuestiones ya que una unión monetaria no se limita simplemente a fijar los tipos de cambio entre los países miembros. Además, es importante distinguir entre la unión monetaria entre una serie de países que simplemente atan sus monedas unas con otras, y la política externa de tipo de cambio de la unión, es decir, si se le debe vincular al dólar de Estados Unidos o al euro.

Por ejemplo, la moneda de Ghana (cedi) podría vincularse a la moneda de Nigeria (naira), mediante la intervención del banco central ghanés (y/o del banco central nigeriano), pero Ghana conservaría su propia moneda y la posibilidad de modificar su paridad. La unión monetaria impondría más obligaciones que un tipo vinculado, puesto que implicaría la fijación irrevocable de la paridad cedi/naira y asimismo requeriría el establecimiento de instituciones para llevar a cabo una política monetaria y de tipo de cambio común. La moneda común podría vincularse o fluctuar, por lo que se refiere a las monedas principales, con una mayor o menor intervención oficial por parte del banco central de la unión, según la política externa de tipo de cambio.

Para que la unión monetaria sea deseable, es

⁵ Capítulo VI en el estudio original.

⁶ Gran parte de esta literatura fue escrita en el contexto de la integración monetaria europea aunque el artículo seminal de Robert Mundell (Mundell, 1961), que lanzó la idea de “áreas de moneda óptima”, se refería a Canadá y Estados Unidos. Es preciso reconocer que los diversos criterios sobre áreas de moneda óptimas no tienen un gran poder predictivo en lo que se refiere a los regímenes de tipo de cambio; además, como lo hacen notar Frankel y Rose (1998), estos criterios, hasta cierto punto, son endógenos; la participación en una unión monetaria puede contribuir a que los choques que experimentan los países miembros sean más simétricos, así como a la expansión del comercio intraunión.

preciso satisfacer el criterio básico para un tipo de cambio fijo entre las dos monedas. Asimismo, debe existir la voluntad de no utilizar la posibilidad de un ajuste de la paridad (salvo en el caso de que se abandone la unión monetaria), y de adoptar el compromiso político de contraer lazos más estrechos con los demás países de la unión monetaria. Dadas las reforzadas obligaciones que implica la unión monetaria, es posible que traiga mayores beneficios que no se limiten solamente al tipo de cambio fijo. En particular, puede ofrecer una forma más efectiva de atar las manos de las autoridades monetarias (proveer un “agente moderador”, en palabras de Paul Collier), estimular el intercambio comercial, y promover otros aspectos de la integración regional.

a) Beneficios de una relación de tipo de cambio fijo

Los beneficios de un tipo de cambio fijo entre los países de una unión monetaria tienden a ser mayores, si los países en cuestión tienen ya un sustancial volumen de intercambio comercial entre sí, puesto que los costos de transacción y las fluctuaciones del tipo de cambio bilateral relacionados con ese comercio serán reducidos. Cuanto más asimétricos (y grandes) los choques que enfrenten los países, mayores son los costos de un tipo de cambio fijo, lo que acrecienta la atracción de retener una política monetaria y de tipo de cambio independiente. Es menos probable que los países encaren grandes choques asimétricos de los términos de intercambio si cuentan con economías diversificadas y de estructuras similares. Por ejemplo, un país que exporta petróleo e importa principalmente manufacturas es probable que experimente distintos movimientos en los términos de intercambio que otro exportador de cacao e importador de petróleo. La asimetría de los choques constituirá un problema menos serio si existe una sustancial movilidad de la fuerza de trabajo o bien en caso de que haya un sistema de transferencias fiscales a través de la región.

¿Cómo les va a los países de ECOWAS sobre la base de este criterio?

Estructuras de comercio

El cuadro 2⁷ resume las estructuras de comercio para los países de ECOWAS. El comercio interno dentro de la región es relativamente pequeño, apenas un poco más del 10% del promedio de las exportaciones e importaciones. Desafortunadamente, las estadísticas oficiales no contienen las cifras

⁷ Corresponde al cuadro 6.1 del estudio original.

del comercio informal, que se calcula que es considerable y que refleja los esfuerzos por evitar las restricciones e impuestos al comercio, así como la dificultad para adquirir monedas convertibles. La subinformación sobre el comercio intraunión puede también reflejar estructuras de comercio tradicionales (por ejemplo, entre los estados costeros y del Sahel) que no son registradas en las estadísticas oficiales. Las estimaciones en cuanto al comercio informal sugieren que, de ser incluidas, el comercio intra-ECOWAS tal vez se incrementaría en varios puntos de porcentaje. De cualquier modo, la cifra agregada oculta el muy diferente comportamiento de los países de WAEMU, así como de las demás naciones. Los países mencionados en primer lugar comercian mucho más entre sí que los no pertenecientes a WAEMU y a ECOWAS.⁸ La Unión Europea es el principal cliente comercial de los países de la región, ya que le corresponde más del 40% del total de las exportaciones e importaciones de la región.

Cuadro 2

ECOWAS: ESTRUCTURAS DEL COMERCIO (PROMEDIO),
1997-98

	<i>Exportaciones (porcentaje de exportaciones totales)</i>	<i>Importaciones (por- centaje de importa- ciones totales)</i>
Países de ECOWAS		
ECOWAS	8.4	13.1
Unión Europea	42.3	43.3
Resto del mundo	49.3	42.3
Países de WAEMU		
WAEMU	7.3	11.2
Otros ECOWAS	4.6	6.2
Unión Europea	29.9	40.3
Resto del mundo	58.2	42.3
Países no-WAEMU		
No-WAEMU	1.5	3.2
WAEMU	3.0	5.0
Unión Europea	56.4	46.7
Resto del mundo	39.1	45.1

FUENTE: FMI, Dirección de Estadísticas Comerciales, 1999.

Asimetría de los choques

Una importante fuente de choques, especialmente para los países cuyas exportaciones se componen de productos básicos, son los términos de

⁸ La evidencia de que el comercio interno de WAEMU es más elevado como resultado de la moneda común, se examina en el apéndice III. Se espera que el comercio bilateral entre los países ECOWAS sea pequeño, dado el tamaño reducido de sus economías y lo bajo de su ingreso per cápita.

intercambio. La gráfica 1⁹ presenta la evolución de los términos de intercambio para cada una de las economías de la región, mientras que el cuadro 3¹⁰ calcula las correlaciones de los cambios en dichos términos de intercambio. Hay varios aspectos que sobresalen.

Primero. Existen grandes movimientos de los términos de intercambio en varios de los países. La amplitud de los vaivenes es especialmente grande en Nigeria, donde dichos vaivenes están relacionados en buena parte con las modificaciones de los precios mundiales del petróleo, principal exportación de Nigeria. Otros países que también encaran fuertes cambios en los términos de intercambio, son Costa de Marfil y Ghana, por ejemplo, que dependen en buena medida de los precios mundiales del cacao.

Segundo. Estos choques a los términos de intercambio, normalmente, no están bien correlacionados, debido, en gran parte, a las diferencias en las exportaciones de productos básicos, y al hecho de que los precios mundiales de diversos productos no se mueven simultáneamente. Aunque ciertos productos primarios o básicos son comunes a varios de los países de la región (café, cacao, algodón, productos pesqueros, madera, y cacahuete), otros sólo se encuentran en uno o dos países (bauxita en Guinea, fosfatos en Senegal y Togo, uranio en Níger, y petróleo en Nigeria). Nigeria, Guinea, Níger, y Guinea-Bissau dependen cada uno de ellos de un solo producto básico en un 50% o más en lo que corresponde a sus ingresos de exportación (Cashin y Patillo, 2000). Nigeria exporta sustanciales cantidades de petróleo, en tanto que la mayoría de los otros países de la región son importadores netos de petróleo. Como resultado, las modificaciones en los términos de intercambio de Nigeria están muy negativamente relacionadas con las de Costa de Marfil, Níger, Ghana, Liberia, y Sierra Leona, y ya sea poco negativa o positivamente correlacionadas con las de los países restantes, salvo por lo que respecta a Guinea.

Tercero. Las correlaciones tienden a ser más elevadas para los países de WAEMU entre sí, que la correlación de WAEMU con los países no-WAEMU o la correlación entre los países no-WAEMU.

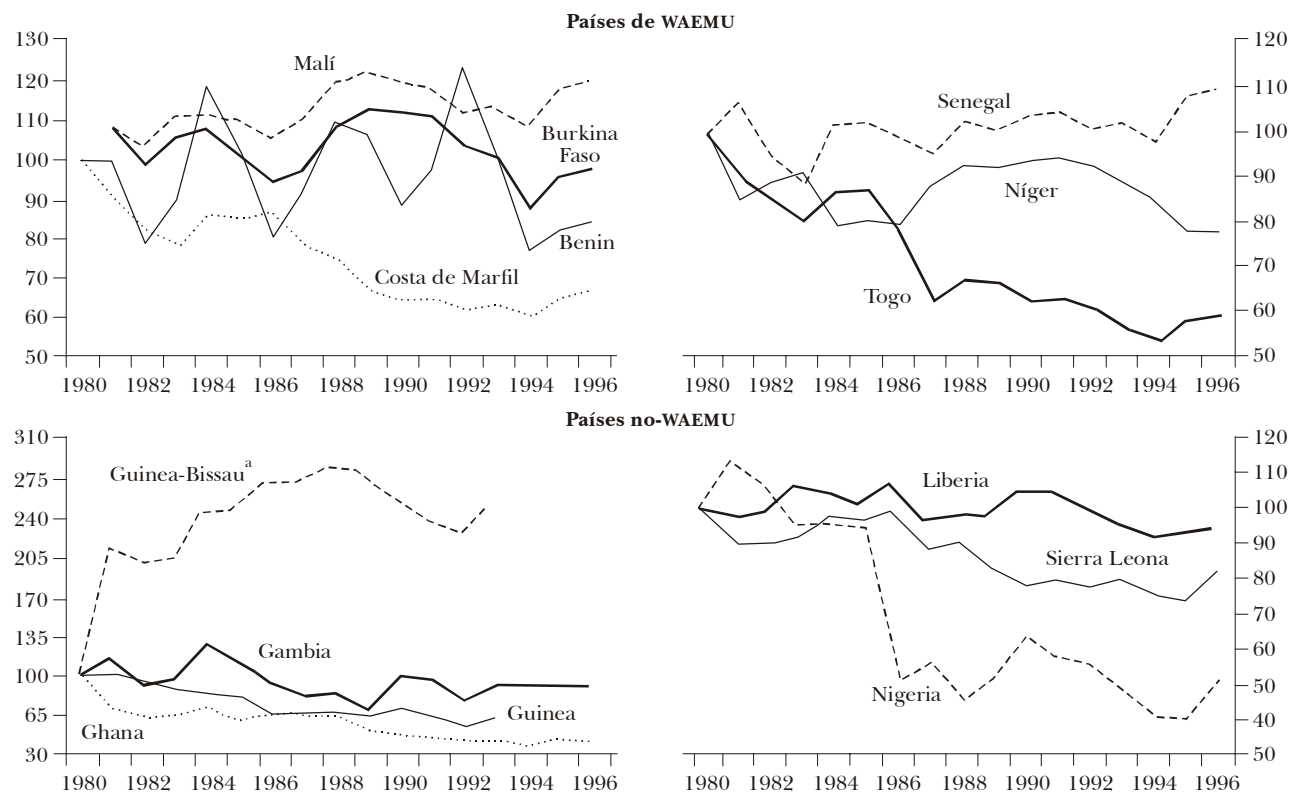
Una evaluación más amplia sobre la posibilidad de que choques asimétricos afecten las economías de la región puede obtenerse mediante la comparación de las estructuras de producción. La estructura de producción (cuadro 4)¹¹ es muy variada según los países. A pesar de que la mayoría depende

⁹ Figura 6.1 del original.

¹⁰ Corresponde al cuadro 6.2 del estudio original.

¹¹ Corresponde al cuadro 6.3 del estudio original.

GRÁFICA I. MIEMBROS DE ECOWAS: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 1980-96 (1980 = 100)



FUENTES: Banco Mundial, cuadros mundiales, 1995; y estimaciones de personal del FMI.

^a Guinea-Bissau se unió a WAEMU en 1997.

en alto grado de la agricultura, la participación de la agricultura en el PIB en 1997 fluctuaba del 54% (Guinea-Bissau) al 9% (Cabo Verde). Hay grandes diferencias en la contribución de las manufacturas al PIB, siendo más importantes las que a continuación se presentan: Burkina Faso (18%), Costa de Marfil (18%), Senegal (15%), y Ghana (10 por ciento).

Movilidad de la fuerza de trabajo

Resulta difícil obtener datos precisos sobre la movilidad de la fuerza de trabajo. No obstante, parece probable que exista una elevada movilidad entre algunos países de la región y que siga pautas migratorias y comerciales establecidas por la tradición, las cuales pasan a través de fronteras nacionales, por ejemplo entre el Sahel y las áreas costeras. Según las estimaciones del Banco Mundial (en el 2000), los países que tienen mayores proporciones de residentes extranjeros en ECOWAS son Costa de Marfil (26%), Gambia (14%), y Guinea (8%). ECOWAS ha facilitado la movilidad al eliminar los requerimientos de visa, aunque los ciudadanos de un país afiliado a ECOWAS que tratan de establecer su residencia en otro país miembro de ese organismo,

parecen seguir encontrado dificultades administrativas para llevar a cabo su proyecto.

Transferencias fiscales

Los estados unitarios o federales que constituyen uniones monetarias disponen de un mecanismo que contribuye a atenuar los diferentes choques que afectan a distintas regiones. En Europa, la ausencia de federalismo fiscal entre países ha sido considerada como un serio obstáculo para la sostenibilidad de la unión monetaria (Sala-I-Martin y Sachs, 1992). Aunque no cuenta con un sistema federal de impuestos y transferencias, la Unión Europea ha establecido un "Fondo de Cohesión" destinado a subsidiar a las regiones más pobres.

Los seis países no-WAEMU en ECOWAS han anunciado su intención de instaurar un Fondo de Estabilización y Cooperación para efectuar transferencias temporales entre economías convergentes de la Unión Monetaria.¹² Los detalles sobre el funcio-

¹² "Zona monetaria de ECOWAS: Fondo de Compensación Vigente." *This Day* (Lagos), 10 de julio del 2000, y Publicación de Prensa, nº 94/2000 y nº 98/2000. Como se dijo arriba, WAEMU ha establecido ya fondos estructurales para el desarrollo subregional.

Cuadro 3

MIEMBROS DE ECOWAS: CORRELACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO COMERCIAL, 1980-96

	Benin	Burkina Faso	Costa de Marfil	Mali	Níger	Senegal	Togo	Gambia	Ghana	Guinea	Guinea-Bissau	Liberia	Nigeria	Sierra Leona
Benin		0.56 ^a	0.22	0.43 ^b	-0.03	0.46 ^b	0.28	0.14	0.33	-0.19	0.07	-0.09	0.07	0.19
Burkina Faso	0.56 ^a		0.06	0.94 ^a	-0.02	0.57 ^a	0.11	0.37	0.16	0.26	0.50 ^b	0.29	0.02	0.06
Costa de Marfil	0.22	0.06		-0.01	-0.40 ^b	0.59	0.52 ^a	0.36	0.75 ^a	-0.16	-0.13	0.17	-0.23	0.65 ^a
Mali	0.43 ^b	0.94 ^a	-0.01		-0.06	0.48 ^a	0.07	0.26	0.08	0.32	0.54 ^a	0.16	0.01	-0.05
Níger	-0.03	-0.02	-0.40 ^b	-0.06		-0.57 ^a	-0.41 ^b	-0.31	0.05	-0.13	-0.55 ^a	0.10	-0.17	0.06
Senegal	0.46 ^b	0.57 ^a	0.59 ^a	0.48 ^a	-0.57 ^a		0.49 ^a	0.62 ^a	0.28	0.33	0.45 ^a	0.00	0.09	0.15
Togo	0.28	0.11	0.52 ^a	0.07	0.41 ^b	0.49		0.03	0.14	0.07	-0.29	0.01	0.27	0.26
Gambia	0.14	0.37	0.36	0.26	-0.31	0.62	0.03		0.17	0.54 ^a	0.33	0.29	0.06	0.17
Ghana	0.33	0.16	0.75 ^a	0.08	0.05	0.28	0.14	0.17		-0.41	-0.27	0.31	-0.54 ^a	0.62 ^a
Guinea	-0.19	0.26	-0.16	0.32	-0.13	0.33	0.07	0.54 ^a	-0.41		0.09	-0.29	0.59 ^a	-0.44
Guinea-Bissau	0.07	0.50 ^b	-0.13	0.54 ^a	-0.55 ^a	0.45 ^b	-0.29	0.33	-0.27	0.09		0.03	-0.09	-0.16
Liberia	-0.09	0.29	0.17	0.16	0.10	0.00	0.01	0.29	0.31	-0.29	0.03		-0.38	0.43 ^b
Nigeria	0.07	0.02	-0.23	0.01	-0.17	0.09	0.27	0.06	-0.54 ^a	0.59 ^a	-0.09	-0.38		0.38
Sierra Leona	0.19	0.06	0.65 ^a	-0.05	0.06	0.15	0.26	0.17	0.62 ^a	-0.44	-0.16	-0.43 ^b	0.38	
Promedio Total	0.19	0.30	0.18	0.24	-0.19	0.30	0.12	0.23	0.13	0.04	0.04	0.08	-0.05	0.12
Promedio WAEMU ^a	0.32	0.37	0.16	0.31	-0.25	0.34	0.17	0.21	0.26	0.07	0.08	0.09	0.01	0.19
Promedio no WAEMU	0.07	0.24	0.20	0.19	0.14	0.27	0.07	0.26	-0.02	0.01	-0.01	0.06	-0.12	0.04

FUENTE: Cálculos hechos a partir del índice de términos de intercambio (1987=100, con base en el dólar estadounidense), de las *Estadísticas Mundiales* del Banco Mundial 1995.

^a Significado al 5%. ^b Significado al 10 por ciento.

namiento del fondo están en espera de los resultados de un estudio que será preparado por la Comisión Técnica de ECOWAS para la zona monetaria de África occidental. Según el equipo especializado de ECOWAS que coopera con la Comisión Técnica, el fondo comenzará a operar una vez que el 75% del capital inicial propuesto, que asciende a 50 millones de dólares, haya sido obtenido. Se proyecta que ningún país podrá solicitar en préstamo más del 25% de los recursos totales propuestos para el fondo, que ascenderán a 100 millones de dólares. Los países que deseen recibir recursos del fondo deberán presentar solicitudes que indiquen las medidas que se proponen tomar para resolver los problemas de ajuste causados por los choques a sus economías.

En particular, para que ese fondo pueda operar, el compromiso de cada país para ayudar a sus vecinos debe ser fuerte. En el pasado, algunos países no pagaron sus adeudos a las instituciones de ECOWAS durante muchos años. Además, dado el tamaño de Nigeria con relación a sus vecinos, la operación de dicho fondo puede resultar asimétrica. Las transferencias a países pequeños en dificultades podrían ser apreciables, pero si Nigeria también recurriese al fondo, rápidamente podrían verse amenazados de agotamiento los recursos disponibles del fondo.

b) Condiciones para la estabilidad de la unión monetaria

Una unión monetaria requiere que la inversión en las instituciones sea suficiente para garantizar los tipos de cambio fijados irrevocablemente, así como el desarrollo de la política monetaria única. Una política monetaria única tiene diferentes implicaciones. Por una parte, las instituciones supranacionales pueden constituir un “agente de moderación”, de modo que la unión monetaria pueda mejorar la estabilidad de la política monetaria, con tal de que se otorgue al banco central la independencia y los instrumentos que le permitan alcanzar sus objetivos. Para conseguir los beneficios de la unión monetaria, empero, debe existir un compromiso político, así como un considerable grado de solidaridad entre los países de la unión; de otro modo, la unión monetaria no será creíble ni duradera. Al igual que en el contexto de la Unión Europea, el compromiso de una unión monetaria estable y un banco central independiente puede ser demostrado de mejor manera por el logro de “criterios de convergencia” en el ámbito nacional. Los países de ECOWAS, al planificar la “segunda unión monetaria”, han introducido criterios de convergencia, pero sigue sin estar claro si estos criterios serán utilizados para decidir si los países es-

tán preparados para proceder a la unión monetaria.

Atar las manos de las autoridades monetarias

Un importante tema de discusión de la literatura sobre la unión monetaria, así como sobre los arreglos en cuanto al tipo de cambio, reside en que la flexibilidad de la política monetaria no siempre se usa correctamente. Por ejemplo, Hausman y otros (1999) arguyen que la flexibilidad de los tipos de cambio en América Latina no ha servido a ningún propósito útil, puesto que las autoridades mo-

netarias han sucumbido a la tentación de políticas expansionistas en exceso, que han conducido a devaluaciones recurrentes. Como resultado, los países con tipos flexibles pagan una prima de riesgo y se beneficiarían en el caso de abandonar la flexibilidad del tipo de cambio (aunque ésta, es una opinión que otros no aceptan). Así, Hausman y otros arguyen en favor de la “dolarización”, es decir, la sustitución de la moneda nacional por una moneda internacional estable.

¿Por qué las ventajas de la flexibilidad del tipo de cambio y de la política monetaria no son siempre aprovechadas? Los bancos centrales nacionales

Cuadro 4

MIEMBROS DE ECOWAS: ESTRUCTURA DE PRODUCCIÓN (COMO PORCENTAJE DE SU PARTICIPACIÓN EN EL PIB), 1978-97

	1978	1988	1997		1978	1988	1997
Benin				Liberia			
Agricultura	34.5	34.7	38.3	Agricultura	30.05	...	...
Industria	14.0	13.4	13.8	Industria	26.2	...	...
Manufacturas	10.8	8.0	8.2	Manufacturas	5.7	...	...
Servicios, etc.	51.5	51.9	47.9	Servicios, etc.	32.3	...	...
Burkina Faso				Malí			
Agricultura	34.0	31.4	32.6	Agricultura	55.3	42.6	46.9
Industria	22.9	22.2	23.8	Industria	10.4	15.0	16.5
Manufacturas	15.9	16.5	18.1	Manufacturas	5.1	8.4	6.7
Servicios, etc.	37.2	42.2	37.8	Servicios, etc.	29.1	37.1	32.0
Cabo Verde				Níger			
Agricultura	...	18.3	8.7	Agricultura	52.7	35.4	38.2
Industria	...	27.0	21.4	Industria	15.0	17.4	18.0
Manufacturas	...	...	0.5	Manufacturas	4.6	5.9	6.5
Servicios, etc.	...	54.7	69.9	Servicios, etc.	32.4	47.3	43.7
Costa de Marfil				Nigeria			
Agricultura	25.2	32.0	27.3	Agricultura	29.9	39.9	31.7
Industria	16.5	22.7	21.2	Industria	32.7	30.3	45.3
Manufacturas	7.7	19.5	17.6	Manufacturas	6.4	7.4	4.6
Servicios, etc.	57.6	45.3	51.5	Servicios, etc.	35.5	28.1	19.8
Gambia				Senegal			
Agricultura	27.9	27.4	25.9	Agricultura	20.8	22.4	18.4
Industria	10.6	9.5	12.8	Industria	15.0	18.4	22.2
Manufacturas	3.8	4.8	5.3	Manufacturas	...	13.3	14.7
Servicios, etc.	48.4	51.1	48.1	Servicios, etc.	64.2	59.1	59.4
Ghana				Sierra Leona			
Agricultura	60.7	49.6	47.4	Agricultura	34.2	51.1	...
Industria	12.0	16.6	16.6	Industria	20.8	15.4	...
Manufacturas	8.6	9.6	9.5	Manufacturas	5.5	4.6	...
Servicios, etc.	27.3	33.8	36.0	Servicios, etc.	42.8	28.8	...
Guinea				Togo			
Agricultura	...	23.3	24.1	Agricultura	24.1	33.6	41.8
Industria	...	33.4	33.0	Industria	22.8	21.5	20.8
Manufacturas	...	4.5	4.5	Manufacturas	5.9	7.7	8.7
Servicios, etc.	...	43.3	42.9	Servicios, etc.	53.1	44.9	37.4
Guinea-Bissau							
Agricultura	51.6	54.0	53.8				
Industria	20.0	13.5	11.0				
Manufacturas	...	6.0	7.0				
Servicios, etc.	28.4	32.5	35.1				

FUENTE: Banco Mundial, *African Development Indicators*, base de datos.

a menudo no son independientes de las autoridades fiscales, que son miopes y se preocupan fundamentalmente de financiar sus gastos. En ausencia de otras fuentes de financiamiento, pueden dirigirse al banco central, con el resultado de que frecuentemente se desata una inflación más elevada de lo deseable. Incluso los bancos centrales independientes pueden verse incentivados a crear una inflación excesiva. En el ámbito general, Barro y Gordon (1983) hacen hincapié en lo importante que es “atar las manos” de las autoridades monetarias. Según sus argumentos, si el banco central recurre a una política monetaria expansionista a fin de tratar de corregir una distorsión en la economía que causa excesivo desempleo, pero el sector privado anticipa correctamente las acciones del banco central, el desempleo podría no mejorar mientras que la inflación se elevaría.

La unión monetaria, al crear instituciones supranacionales, puede, en principio imponer restricciones a los bancos centrales (“atarles las manos”), que faciliten a las autoridades monetarias resistir las presiones para que financien un determinado déficit fiscal del gobierno. Desde otro punto de vista diferente, empero, la unión monetaria puede asimismo alentar al gobierno a permitir que las posiciones fiscales se salgan del debido control, ya sea en la expectativa de que se les rescatará, o con la esperanza de que los costos (en términos de tasas de interés más elevadas, tipo de cambio sobrevaluado, etc.) serán compartidos por otros países de la unión, en vez de ser internalizados en el país con alto déficit. La experiencia de WAEMU demostró que la unión monetaria por sí sola no era suficiente para reintroducir la disciplina fiscal (véase apéndice II). Teniendo en cuenta este problema, la Unión Europea impuso reglas estrictas para impedir financiamientos monetarios o rescates gubernamentales, y un elaborado procedimiento para evitar déficit excesivos por parte del gobierno. En consecuencia, atar las manos de las autoridades monetarias no basta, sino que es preciso también atar las manos de las autoridades fiscales. La unión monetaria implica un compromiso de magnitud que no tiene sentido más que si los países en cuestión se hallan comprometidos a una mayor transferencia de soberanía y buena disposición para apoyar a las autoridades supranacionales.

Guillaume y Stasavage (2000) pasan revista en forma detallada a la experiencia africana en el uso de uniones monetarias como forma de compromiso con la estabilidad financiera. Arguyen que las uniones monetarias pueden, en efecto, proporcionar ese compromiso, pero únicamente si se satisfacen tres condiciones: *i*) la salida de la unión debe resultar costosa por la pérdida de otros beneficios

de la integración regional o de ayuda por parte de los países industrializados; *ii*) deben diseñarse estructuras de gobernabilidad para asegurar la aplicación de las reglas monetarias; y *iii*) las tentativas por parte de un país de romper las reglas de la unión deben ser objeto de oposición activa de los otros gobiernos pertenecientes a la unión.

¿Qué pasos prácticos implica todo esto para ECOWAS? Primero. Es importante hacer que el banco central nacional goce de más independencia, puesto que continuará existiendo y aun tendrá cierta influencia (al menos durante el período de transición) sobre la política monetaria. Segundo. Una unión monetaria tendrá probablemente más éxito y éste será más duradero si va acompañada de vinculaciones y acuerdos que hacen más costoso cualquier intento de salirse. Tercero. Una unión monetaria estable requiere reglas formales cuidadosamente elaboradas para el financiamiento monetario, a la vez la experiencia de una vigilancia mutua y el ejercicio efectivo de la presencia de sus pares para asegurar de facto la disciplina fiscal y monetaria.

Criterios de convergencia

Siguiendo el ejemplo de la Unión Europea y de WAEMU, los países no-WAEMU han establecido varias metas de convergencia. Para fines del 2000 (fines del 2003), se espera que esos países habrán logrado bajar la inflación a 10% (3%); elevar las tenencias brutas oficiales a por lo menos tres meses (seis meses) de importaciones; reducir los adelantos del banco central a no más de 10% de los ingresos por impuestos del año previo para fines del 2003; y recortar el déficit fiscal total (excluidos los donativos) a no más del 5% (4%) del PIB. La estabilidad del tipo de cambio debe agregarse a la lista de criterios, pero aún no ha sido definida con precisión.

Los países de ECOWAS están por el momento muy lejos de alcanzar todos los criterios. Ghana y Sierra Leona experimentan una elevada inflación, así como grandes déficit fiscales que superan con mucho los objetivos (Nigeria también tiene un déficit grande). Cuatro de los seis (todos excepto Gambia y Nigeria) no lograrían satisfacer por ahora la meta muy laxa de tres meses de importaciones fijada para el 2000 (mucho menos el criterio del doble número de meses para el 2003). Lo que es más, debe reconocerse que el logro de la estabilidad del tipo de cambio podría conducir a una fuerte disminución de las reservas en el caso de algunos países. Los anticipos del banco central como porcentaje de los ingresos por impuestos son actualmente un múltiplo del tope en todos los países, salvo Liberia y Ghana.

Con fines de comparación, el cuadro 2 presenta la posición de los países de WAEMU con respecto a los criterios de convergencia convenidos por los países de la región. Con excepción de Guinea-Bissau, Níger, y Togo, los países de WAEMU se hallan mucho más cerca de alcanzar sus criterios de convergencia, que son más severos que los de ECOWAS en su conjunto.

El punto de partida para los países de la propuesta “segunda unión monetaria” está también mucho más lejano de la convergencia de lo que fue el caso para la mayoría de los países de la Unión Europea, donde el período de transición se prolongó durante siete años, desde la firma del Tratado de Maastricht para la Unión Europea en 1992.¹³ Algunas de las condiciones de la Unión Europea requirieron para su logro el transcurso de varios años, pues no se basaron en el desempeño de un solo año.¹⁴ Aún más, muchos de los países europeos dispusieron de un largo período de sólidas finanzas y baja inflación. Esto no obstante, la calificación para la unión monetaria quedó sujeta a un intenso escrutinio y a los esfuerzos por armonizar los datos y cerrar las discrepancias que pudieran permitir un logro sólo temporal o insostenible de los criterios. Para ECOWAS va a tener gran importancia eliminar cualquier ambigüedad en la definición de la convergencia de criterios, con objeto de asegurar que sean calculados en la misma forma para todos los países, y conseguir que los países que van a la unión monetaria hayan podido demostrar su capacidad para satisfacer los criterios en una forma sostenida y duradera.

c) ¿Puede la moneda común estimular otras formas de integración?

Una ventaja generalmente aceptada de la unión monetaria es que puede estimular otras formas de integración. Este punto, fue ampliamente debatido en el contexto de la integración europea entre los “monetaristas” (a la afirmativa) y los “economistas”

¹³ Señalar el punto de partida del proceso de convergencia en la Unión Europea resulta difícil, dado que algunas de las fases (por ejemplo, la remoción de los controles de capital para 1990) anteceden la firma del Tratado, y que la creación del Sistema Monetario Europeo en 1979 fue proyectada como la primera fase de la transición a la unión monetaria. Los programas de convergencia formal fueron introducidos por primera vez en 1992.

¹⁴ En particular, la estabilidad del tipo de cambio fue requerida durante dos años, si bien la ampliación de las bandas de fluctuación hicieron que esta condición fuera menos restrictiva a partir de agosto de 1993. Asimismo, el criterio para la deuda general del gobierno estipulaba que la tendencia era importante, no solamente el nivel, en un particular punto del período.

(que argumentaban que la unión monetaria debía seguir, no preceder a otras formas de integración). Sean cuales fueren los méritos de la discusión, las opiniones de los “economistas” prevalecieron en el diseño de la Unión Económica y Monetaria Europea.

Como se comentó en el apéndice III, da la impresión de que la evidencia sobre un impacto positivo de la unión monetaria sobre otros aspectos de la integración resulta más bien variada. La comparación de WAEMU y CAEMC es instructiva, ya que ambas han evolucionado a partir de uniones monetarias formadas al mismo tiempo, y las dos tienen la misma moneda externa a la que están vinculadas. El intercambio comercial entre los países de la primera es mucho mayor que en la segunda. WAEMU ha obtenido buenos éxitos en la armonización de políticas y la institución de vigilancia. CAEMC ha logrado mucho menos. Se diría que, por sí sola, la unión monetaria entre países no diferentes no producirá otros beneficios de integración. El objetivo de la unión monetaria, sin embargo, podría constituir una fuerza positiva en caso de que logre iniciar un proceso de convergencia económica sustentable e implica establecer las bases para la cooperación regional. El riesgo es que una mal planeada y prematura unión monetaria pueda fracasar y poner en peligro el progreso en otras áreas. Si los países no están ligados en otras formas, de modo que el abandonar la unión monetaria significaría perder otros beneficios (acceso a los donativos regionales, por ejemplo), es poco probable que la unión monetaria sea duradera.

Anexo

BCEAO: Banque Centrale des Etats Ouest Africains (Banco Central de Estados de África Occidental)

BEAC: Banque des Etats de l’Afrique Centrale (Banco Central de los Estados de África Central)

CAEMC: Central African Economic and Monetary Community (Comunidad Monetaria y Económica Centro Africana)

CFA: Communauté Franco Africaine (Comunidad Franco Africana)

CMA: Common Monetary Area (Área Monetaria Común)

EAC: East African Community (Comunidad del África Oriental)

ECB: European Central Bank (Banco Central Europeo)

ECCB: Eastern Caribbean Central Bank (Banco Central del Caribe Oriental).

ECCU: Eastern Caribbean Currency Union (Unión Monetaria del Caribe Oriental)

ECOWAS: Economic Community of West African States (Comunidad Económica de los Estados del África Occidental)

EC\$: European Currencies (Monedas Europeas)

EU: European Union (Unión Europea)

NAFTA: North American Free Trade Agreement

(Tratado de Libre Comercio de Norte América)

SACU: Southern African Customs Union (Unión Aduanera Sudafricana)

WAEMU: West African Economic and Monetary Union (Unión Económica y Monetaria de África Occidental)

El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores*

Banco de España

El análisis de las diferencias de bienestar económico y de sus factores determinantes resulta relevante para evaluar patrones de crecimiento alternativos y examinar los efectos que se derivan de la integración económica. En el caso de la economía española, estas cuestiones adquieren especial interés en la fase actual de participación en la tercera fase de la UEM, dado que, una vez concluido el proceso de convergencia nominal y alcanzada la estabilidad macroeconómica, los beneficios de esta participación deberán materializarse, principalmente, en aumentos de la renta per cápita que permitan su aproximación hacia los niveles de los países más avanzados de la UE –proceso al que se denomina convergencia real–. Este tipo de análisis resulta también necesario para conocer las posibilidades de crecimiento potencial de la economía española, dado que la evolución de la renta per cápita mantiene una relación muy estrecha con los determinantes estructurales de la competitividad.

En este artículo se presenta un conjunto de indicadores de convergencia real en los que se ofrece información relevante sobre las diferencias en los niveles de renta per cápita entre España y el conjunto de economías de la Unión Europea, así como de sus principales factores determinantes. Estos indicadores se incorporaron a finales de mayo en la síntesis de indicadores económicos que aparece en la dirección del Banco de España en la Red. En este artículo se hace una presentación inicial de estos indicadores y se realiza una breve descripción de los rasgos básicos del proceso de convergencia real seguido por la economía española en las últimas décadas. Esta línea de análisis se irá ampliando y profundizando en próximos estudios, en los

que tratará de incorporarse la información más actualizada.

Los indicadores que se presentan a continuación se articulan en torno al PIB real per cápita –variable central en el análisis de la convergencia real– y a los determinantes del crecimiento económico: dotación de factores productivos, eficiencia, innovación y progreso técnico. Para facilitar su presentación, estos se han agrupado en dos bloques. En el primero de ellos, de indicadores principales (véase cuadro 1), se ofrece la información necesaria para analizar la composición del PIB real per cápita y para evaluar la contribución a la expansión del producto de los factores productivos primarios –trabajo y capital físico– y de aquellos otros que promueven una utilización eficiente de los recursos disponibles y facilitan la incorporación del progreso técnico a los procesos productivos, elevando la productividad total de los factores.

Dentro de este primer grupo figura, en primera posición, el PIB real per cápita y su descomposición en el porcentaje de la población total en edad de trabajar, la tasa de ocupación y la productividad del trabajo.¹ Este tipo de presentación facilita la interpretación del proceso de convergencia real y permite relacionar el crecimiento del PIB per cápita con desarrollos demográficos, del mercado de trabajo y la eficiencia productiva. Como la evolución de la productividad del trabajo resume el comportamiento de la relación capital/trabajo y de la productividad total de los factores, en segundo lugar se aporta información sobre cada una de estas variables. Debe tenerse en cuenta que la tasa de variación de la productividad total de los factores se considera un mejor indicador del grado de eficien-

* Reproduce el CEMLA, con la debida autorización, el artículo del Banco de España, aparecido en *Boletín Económico*, julio-agosto de 2001, pp. 57-63.

¹ Según:
$$\text{PIB}_{\text{pc}} = \frac{\text{Empleo}}{\text{Pob.15-64 años}} \times \frac{\text{Pob.15-64 años}}{\text{Población total}} \times \frac{\text{PIB}}{\text{Empleo}}$$

Cuadro 1

PRINCIPALES INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL^a

Indicador	Utilidad	Definición	Disponibilidad y fuente
1 Pro PIB per cápita	Principal indicador de convergencia	PIB a precios constantes y en PPC	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
2 % población 15-64 años	Componente del PIB	Población entre 15 y 64 años sobre población total	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
3 Tasa de empleo	Componente del PIB	Número de ocupados sobre población activa (empleo de Contabilidad Nacional)	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
4 Productividad del trabajo (por empleado)	Componente del PIB	PIB, a precios constantes y PPC, sobre número de empleados. (empleo de Contabilidad Nacional)	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
5 <i>Stock</i> de capital físico total por empleado (relación capital/trabajo)	Ayuda a explicar la evolución seguida por la productividad del trabajo. Es un <i>input</i> necesario, junto con la productividad del trabajo, para calcular la PTF.	<i>Stock</i> de capital fijo a precios constantes y PPC sobre empleo	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
6 Productividad total de los factores (PTF)	Indicador, más completo que la productividad del trabajo, de la eficiencia productiva de una economía.	Diferencia entre la tasa de variación del PIB y la de los factores de producción («residuo de Solow»)	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 (índice 1995=100) AMECO
7 <i>Stock</i> de capital físico privado por ocupado	Factor explicativo de la PTF	Calculado a partir de la formación bruta de capital fijo privada menos los gastos en <i>I+D</i>	Disponible con frecuencia anual 1986-1999 FUNCAS (Programa de Estudios Europeos)
8 <i>Stock</i> de capital físico público	Factor explicativo de la PTF	Calculado a partir de la formación bruta de capital fijo pública menos los gastos en <i>I+D</i> públicos	Disponible con frecuencia anual 1986-1999 FUNCAS (Programa de Estudios Europeos)
9 <i>Stock</i> de capital tecnológico	Factor explicativo de la PTF	Gasto neto en <i>I+D</i> acumulado e importación de tecnología	Disponible con frecuencia anual 1986-1999 FUNCAS (Programa de Estudios Europeos)
10 <i>Stock</i> de capital humano	Factor explicativo de la PTF	Población en edad de trabajar con estudios universitarios equivalentes, corregido por calidad	Disponible con frecuencia anual 1986-1999 FUNCAS (Programa de Estudios Europeos)

^a Información relativa a los 15 países que integran la UE.

cia de una economía que la tasa de variación de la productividad aparente del trabajo, ya que aquella permite identificar el crecimiento de la capacidad productiva no estrictamente imputable a aumentos en la utilización de los factores productivos primarios. Esta superioridad conceptual de la productividad total se ve matizada a efectos prácticos por la dificultad que conlleva su estimación, por lo que la información que proporciona debe tomarse con cautela.² Por último, en este primer grupo de indi-

cadore se presenta un conjunto de variables que se consideran relevantes para explicar la evolución de la productividad total, porque permiten, como se ha señalado con anterioridad, una utilización más eficiente de los recursos productivos primarios y facilitan la transmisión del progreso técnico. Estas son: el *stock* de capital público, el *stock* de capital tecnológico y el *stock* de capital humano.

² La serie de la productividad total de los factores (PTF) aquí utilizada es tomada de AMECO y se obtiene como el residuo que resulta de sustraer de la tasa de variación de la productividad

del trabajo la tasa de variación de la *ratio* capital/trabajo multiplicada por la participación de las rentas no salariales en la renta nacional. Al estar construida como un residuo, incorpora, además de la PTF genuina, errores de medición en los factores productivos y efectos de los cambios en la composición del factor trabajo y capital entre las distintas ramas de la economía.

Cuadro 2

INDICADORES COMPLEMENTARIOS

<i>Indicador</i>	<i>Utilidad</i>	<i>Definición</i>	<i>Disponibilidad y fuente</i>
1 <i>I+D</i> privado sobre PIB	Ayuda a valorar qué parte de la variación del <i>stock</i> de capital tecnológico proviene del esfuerzo realizado por el sector privado	Gasto en <i>I+D</i> del sector privado (deflactado por el deflactor de inversión) sobre PIB a precios constantes	Disponible con frecuencia anual 1985-1998 EUROSTAT
2 <i>I+D</i> público sobre PIB	Ayuda a valorar qué parte de la variación del <i>stock</i> de capital tecnológico proviene del esfuerzo realizado por el sector privado	Gasto en <i>I+D</i> del sector público (deflactado por el deflactor de inversión) sobre PIB a precios constantes	Disponible con frecuencia anual 1985-1998 EUROSTAT
3 Patentes utilizadas sobre PIB	Indicador del grado aplicación efectiva de la inversión realizada en <i>I+D</i>	Número de aplicaciones de patentes (registradas en la European Patent Office) en territorio nacional y en el exterior sobre PIB a precios constantes y PPC	Disponible con frecuencia anual 1991-1998 EUROSTAT
4 Inversión en capital/ riesgo sobre PIB	Indicador del grado de accesibilidad a la financiación de las pequeñas y medianas empresas innovadoras	Inversiones deflactadas en capital/riesgo sobre PIB a precios constantes	Disponible con frecuencia anual 1997-1999 European Venture Capital Association (EVCA)
5 Inversión privada sobre PIB	Indicador complementario de la variación del <i>stock</i> de capital físico	FBCF privada a precios constantes sobre PIB a precios constantes	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
6 Inversión pública sobre PIB	Indicador complementario de la variación del <i>stock</i> de capital físico	FBCF pública a precios constantes sobre PIB a precios constantes	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO
7 Inversiones en infraestructura sobre PIB (construcción no residencial)	Indicador del esfuerzo inversor realizado por el total de la economía en el total de infraestructuras	FBC público en construcción, del total de la economía, excluida la inversión en vivienda, deflactada sobre PIB a precios constantes	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 EUROSTAT
8 Gasto público en educación por habitante	Indicador del esfuerzo inversor en capital humano realizado por el sector público	Gastos en educación deflactado y en PPC sobre población hasta 65 años	Disponible con frecuencia anual 1985-1995 EUROSTAT
9 Gasto social por habitante	Indicador de bienestar social	Gasto en sanidad, pensiones, desempleo, ayudas familiares, vivienda, etc. (deflactado y en PPC) sobre población	Disponible con frecuencia anual 1985-1995 EUROSTAT
10 Tasa de paro	Indicador de bienestar social	Número de desempleados sobre población activa	Disponible con frecuencia anual 1970-2000 AMECO

El segundo grupo de indicadores, englobado bajo la categoría de indicadores complementarios (véase cuadro 2), aporta información sobre las variables que inciden en la acumulación de *stocks* productivos, o ilustran, de forma indirecta, acerca del entorno más o menos favorecedor de la innovación. Estos son: la formación bruta de capital fijo (privada, pública y en infraestructuras), el gasto público en educación, el gasto en *I + D*, la utilización de patentes y la inversión realizada en valores capital riesgo. También se ofrece información indirecta del grado de bienestar social a través del

gasto social por habitante, así como de la tasa de paro.

Para la construcción de estos indicadores se ha sistematizado información referida a los 15 países que integran la UE, procedente de distintas bases de datos, requiriéndose, en algunos casos, una cierta elaboración de la información de base, con el fin de expresar algunas de las series, para las que se dispone de información únicamente en términos corrientes, en pesetas constantes y, cuando ha sido necesario, en paridad del poder de compra. Los indicadores del primer grupo se han construido con

Cuadro 3

INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL EN LA PÁGINA WEB DEL BANCO DE ESPAÑA:
1.3 CONVERGENCIA REAL ESPAÑA-UE^a

(Niveles: relación España/UE)

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	Penúltimo dato disponible	Último dato disponible	Año último dato
2. Relación España/UE (UE=100)											
I. PIB per cápita y componentes											
PIB per cápita (miles de PPC en euros)	59.8	69.9	73.9	81.0	73.7	72.5	77.4	77.6	82.1	82.8	2000
Población de 16-64 años/población total (%)	99.7	99.3	99.3	98.9	96.1	96.8	99.1	101.7	101.9	101.8	2000
Tasa de empleo (%) ^b	94.4	94.7	95.6	94.6	82.9	77.5	83.4	82.0	87.4	88.8	2000
Productividad del trabajo (miles de PPC en euros por ocupado) ^c	63.6	74.3	77.9	86.6	90.7	96.5	93.7	93.1	92.2	91.5	
II. Productividad total de los factores y stocks de capital											
Productividad total de los factores (índice 1995=100) ^d	72.8	87.7	91.7	100.0	99.9	104.6	102.5	100.0	98.9	98.1	2000
Stock e capital total/empleo/ (miles de PPC en euros)	64.4	61.7	64.2	70.0	82.2	88.3	85.4	90.9	89.3	89.6	2000
Stock de capital físico privado/empleo (miles de PPC en euros)	...	...	...	...	...	...	77.6	83.3	81.8	80.8	1999
Stock de capital tecnológico PIB (%) ^e	...	...	...	...	...	...	33.3	43.0	41.1	40.8	1999
Stock de capital humano/población de 16-64 años (%) ^e	...	...	...	...	...	...	62.9	66.9	70.3	71.7	1999
Stock de capital público/población (miles de PPC en euros) ^e	...	...	...	...	...	...	52.8	66.3	69.5	70.5	1999
III. Indicadores complementarios											
Gasto en I+D/PIB (%)	...	...	...	...	...	26.6	41.7	45.9	46.5	46.3	1998
Gasto en I+D público/PIB (%)	...	...	...	...	...	34.1	52.6	50.8	50.2	50.0	1998
Gasto en I+D privado/PIB (%)	...	...	...	...	...	24.9	39.5	45.0	45.7	45.6	1998
Patentes concedidas por la EPO/población (unidades por millón)	...	...	...	...	...	...	...	5.7	7.7	7.1	1998
Solicitud de patentes nacionales/población (unidades por millón)	...	...	...	...	...	19.5	22.4	21.3	21.3	22.4	1996
Solicitud de patentes extranjeras/población (unidades por millón)	...	...	...	...	...	...	9.3	10.9	10.9	15.5	1996
Capitalización valores capital riesgo/PIB (%)	...	...	...	...	...	...	...	...	37.3	41.8	1999
Formación bruta de capital fijo/PIB (%)	...	...	99.7	104.9	93.9	92.4	114.7	112.1	115.3	115.8	2000
FBCF privada/PIB (%)	...	...	109.0	114.3	101.1	89.1	107.2	107.3	112.5	113.6	2000
FBCF pública/PIB (%)	...	...	53.9	58.6	50.8	111.0	161.8	143.8	137.0	132.6	2000
FBCF construcción no residencial/PIB (%)	...	...	69.9	83.7	89.3	99.1	140.5	151.8	146.3	148.7	1999
Gasto público en educación/pob. 16-64 (miles de PPC en euros)	...	...	...	...	...	53.2	66.2	72.4	71.7	72.4	1995
Gasto social total por habitante (miles de PPC en euros)	...	...	...	...	...	57.5	70.6	6.31	64.2	63.1	1995
Gasto en sanidad por habitante (miles de PPC en euros)	...	...	...	...	...	49.2	66.2	62.3	63.3	62.3	1995
Gasto en prestaciones sociales por hab. (miles de PPC en euros)	...	...	...	...	...	59.1	69.0	62.0	63.9	62.0	1995
Gasto público en vivienda por hab. (miles de PPC en euros)	...	...	...	...	...	71.1	100.6	78.4	71.6	78.4	1995
Tasa de paro (%)	...	...	114.3	109.0	198.5	209.6	205.5	216.3	175.5	169.6	2000

FUENTES: EUROSTAT, AMECO, FUNCAS (programa de estudios europeos), European Venture Capital Association y Banco de España.

^a El agregado de la UE incluye España. Todas las variables monetarias están medidas a precios constantes y en miles de PPC en euros (paridad del poder de compra) del año tomado como base (año 2000), excepto la capitalización en valores capital-riesgo que está medida a precios corrientes. ^b Ocupados (serie de Contabilidad Nacional) sobre población de 16 a 64 años. ^c PIB sobre ocupados (serie de Contabilidad Nacional). ^d Productividad total de los factores: Se calcula como diferencia entre la tasa de variación del PIB y la de los factores de producción. Ésta última se estima como la media de las tasas de variación del empleo y del stock de capital, ponderadas por los pesos de la remuneración de estos factores en la renta. El stock de capital e calcula por método del inventariado perpetuo considerando como inversión la FBCF del total de la economía y como depreciación el consumo de capital fijo (series de EUROSTAT). ^e Stock de capital físico privado: calculado considerando como inversión la FBCF privada menos los gastos en I+D. Stock de capital público: calculado considerando como inversión la FBC pública menos los gastos en I+D públicos. Stock de capital tecnológico: calculado considerando como inversión el gasto en I+D y la importación de tecnología. Stock de capital humano medido como el porcentaje de la población en edad de trabajar con estudios universitarios equivalentes, corregidos de calidad (series de FUNCAS). ^f EPO: European Patent Office.

información procedente de AMECO,³ con la excepción de los *stocks* de capital físico privado, tecnológico, humano y público, que utilizan las estimaciones realizadas por FUNCAS.⁴ Por su parte, los indicadores del segundo grupo se han elaborado con información de EUROSTAT y AMECO. En los cuadros 1 y 2, ya mencionados, se presenta de forma detallada la definición de las variables seleccionadas y sus fuentes. Por su parte, el cuadro 3 se corresponde con una de las tablas que aparecen en la síntesis de indicadores mencionada y resume la posición relativa de España en relación con la UE en términos de las distintas variables consideradas.⁵

Las gráficas I, II y III recogen de forma gráfica y sintética la evolución de los indicadores seleccionados. Como se ve en la gráfica I, en el que se muestra la evolución del PIB per cápita en España con relación a la UE y la de sus componentes, durante los cuarenta años para los que se dispone de información, el PIB per cápita ha recortado su diferencia con el nivel de esta variable en la UE en 25 puntos porcentuales, hasta situarse en el 83% del PIB comunitario en el año 2000. Este proceso no ha sido uniforme, sin embargo, ni en su intensidad ni en la identificación de los factores que lo han determinado,⁶ cabiendo destacar, en particular, la interrupción que se registró entre 1975 y 1985 –coincidiendo con el desarrollo de las dos grandes crisis energéticas–, en un contexto de fuerte recorte de la tasa de ocupación en España, que supuso el retroceso hacia los niveles relativos de bienestar económico de quince años antes.

El ingreso de España en la UE en 1986 impulsó de nuevo el avance de la convergencia real. A lo largo de los 15 años transcurridos desde entonces, el PIB per cápita español ha aumentado en tasa acumulada un 51.6% –unos 18 puntos porcentuales más que el PIB comunitario–.

El recorte en las diferencias de bienestar económico con la UE se ha producido, fundamental-

mente, por la mayor intensidad de la creación de empleo en España y, en menor medida, por un comportamiento algo más expansivo de la población en edad de trabajar, aunque la contribución de este último factor ha presentado una intensidad descendente, una vez que esta variable ha empezado a reflejar la drástica caída en la tasa de natalidad que se produjo a principios de los años ochenta. Por su parte, la evolución de la tasa de ocupación ha venido marcada por las sucesivas reformas que se han introducido en el mercado de trabajo, que han tendido a aumentar la capacidad de la economía española para generar empleo, sobre todo en los últimos años del período analizado. Conviene señalar, sin embargo, que los avances en la ocupación no se han traducido en recortes de la tasa de paro de igual magnitud, debido al importante incremento de la tasa de participación que se ha producido como consecuencia de la creciente incorporación del colectivo de mujeres al mercado laboral. Por último, el crecimiento de la productividad del trabajo ha sido más moderado e inferior en casi todos los años al registrado en el promedio de la UE, lo que ha venido determinado porque el diferencial en la generación de empleo ha sido superior al del crecimiento real.

Durante los últimos 15 años se ha realizado un esfuerzo importante de acumulación de capital físico y se han mantenido tasas de formación bruta de capital elevadas –superiores, en general, a las tasas promedio en la UE–. Como resultado de todo ello, el *stock* de capital físico ha aumentado de forma continuada desde 1986, a un ritmo sistemáticamente superior al de la UE. No obstante, en el conjunto de estos 15 años la relación capital/trabajo apenas ha mejorado su posición relativa con respecto a la UE, lo que se ha visto en gran medida influido por la dificultad de acompasar, en estos últimos años, el ritmo de acumulación de capital físico al ritmo de creación de empleo⁷ (véase gráfica II).

Desde el ingreso de España en la UE, la dotación de infraestructuras y de capital tecnológico y humano se ha ampliado sustancialmente, lo que se ha reflejado, como puede observarse en la gráfica III, en un significativo recorte de las diferencias que mantenía España con la UE a mitad de la década de los años ochenta. Especialmente notables han sido el crecimiento del *stock* de capital público, lo que ha supuesto una mejora sustancial en la dotación de infraestructuras, y el aumento del *stock* téc-

³ AMECO (*Annual Macro Economic*) es una base de datos macroeconómicos elaborada por la Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) de la Comisión Europea.

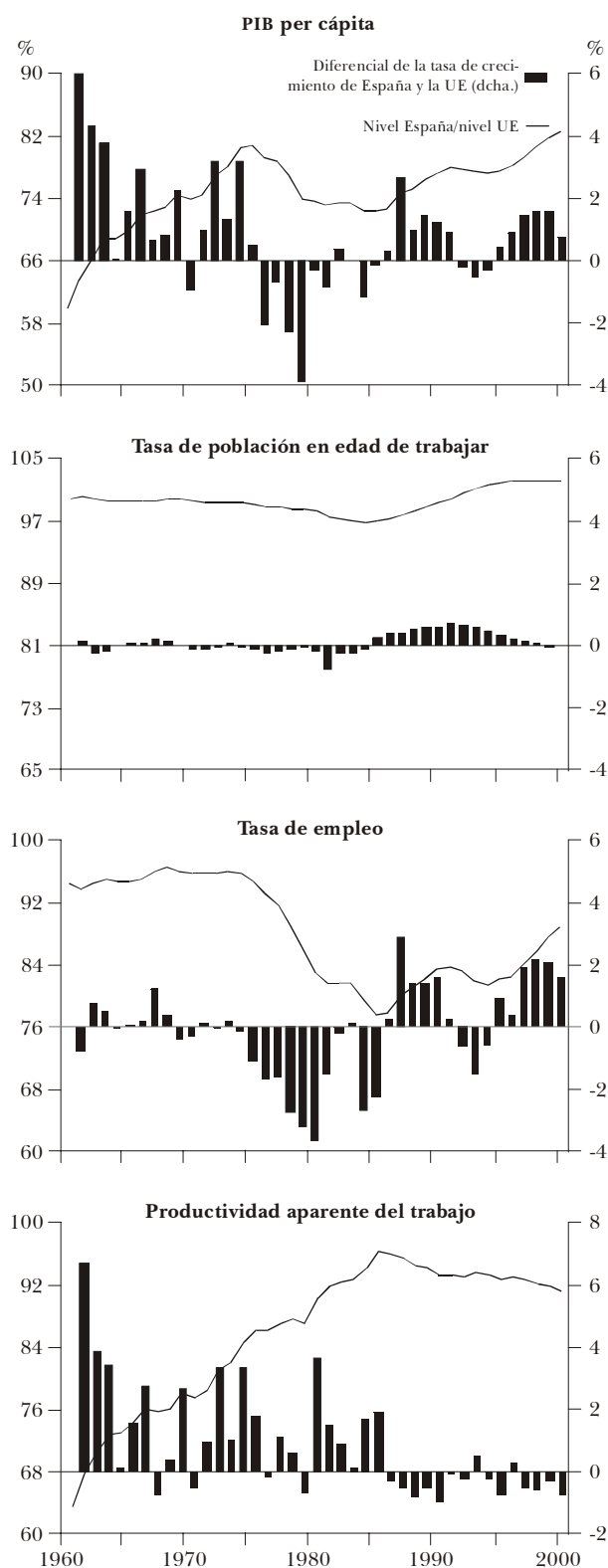
⁴ Para una explicación detallada de su construcción puede consultarse *Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EEUU*, estudios de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas (FUNCAS).

⁵ En la página web del Banco de España es posible encontrar las series históricas correspondientes al conjunto de indicadores seleccionados, que se irán actualizando a medida que se vaya disponiendo de nueva información. Nótese que para algunas variables los desfases con los que se dispone de información son elevados, lo que se tratará de corregir en el futuro, siempre que sea posible.

⁶ Para un análisis de la naturaleza de este proceso, véase el recuadro 1.3 del Informe anual del Banco de España 2000: “La convergencia España-UE 1960-2000: contribuciones de la tasa de ocupación y de la productividad del trabajo”.

⁷ Para un análisis más detallado de la evolución de la relación capital/trabajo en el período 1981-95 de la economía española, véase: “La contribución de los factores productivos al crecimiento económico en España: un análisis desagregado”, *Boletín Económico*, febrero de 2001, Banco de España.

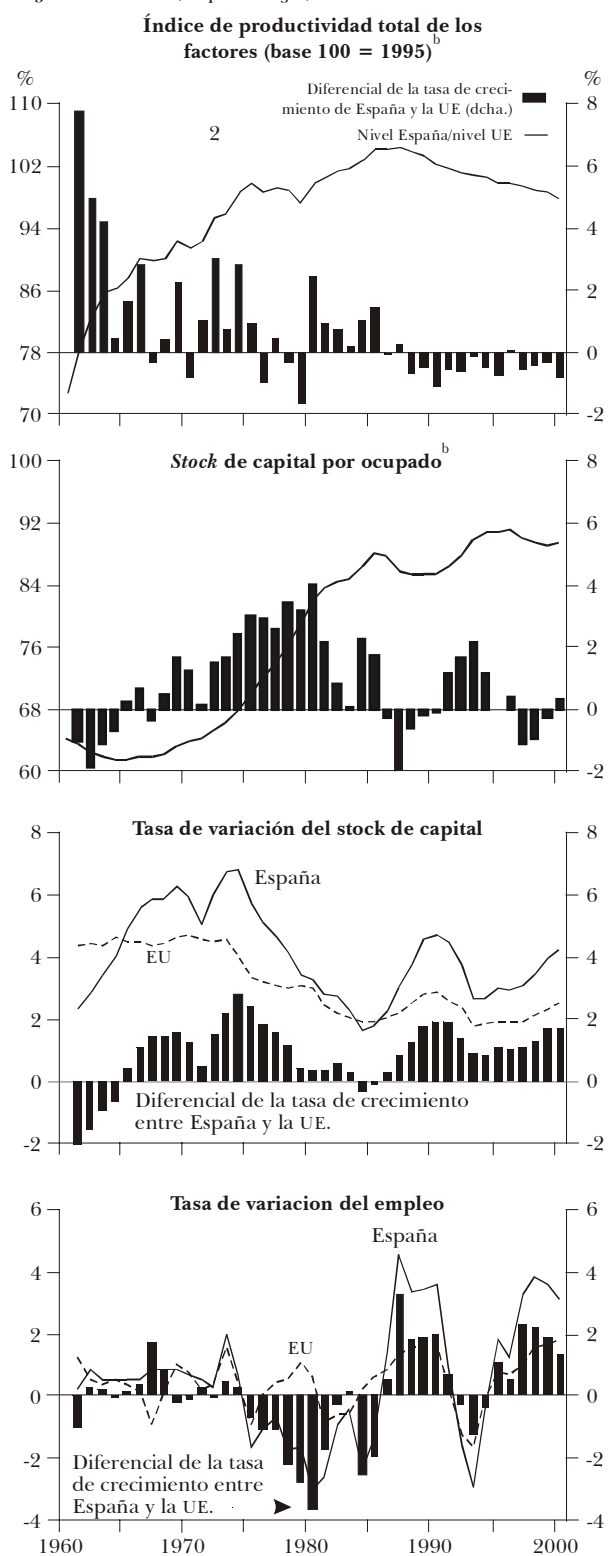
GRÁFICA I. CONVERGENCIA REAL ESPAÑA-UE, PIB PER CÁPITA: COMPONENTES,^{a, b} 1960-2000 (en porcentajes)



FUENTES: AMECO y Banco de España.

^a Véanse notas de los indicadores en el cuadro 3. ^b Evolución de los niveles en España con relación a la UE (100 = nivel UE) y diferenciales de tasas de crecimiento entre España y la UE.

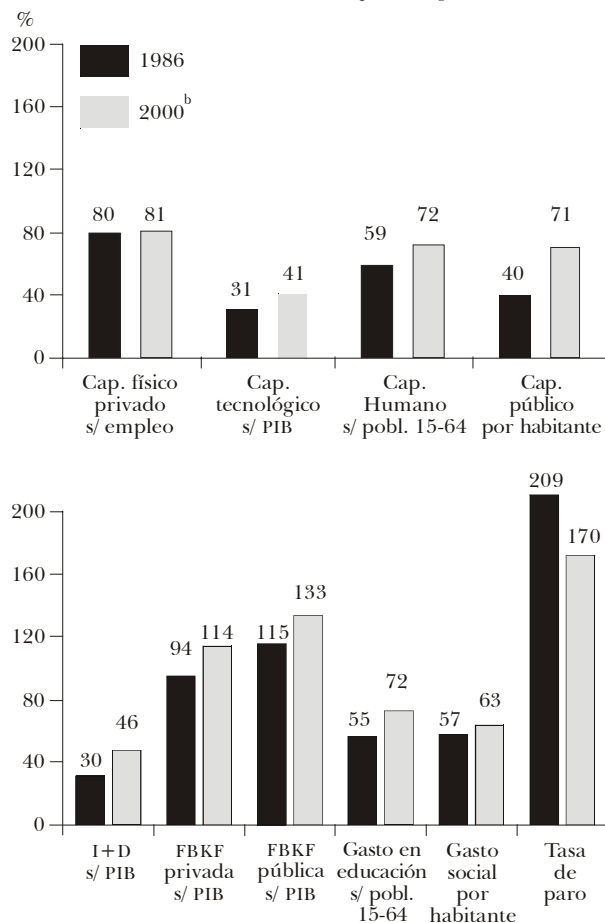
GRÁFICA II. CONVERGENCIA REAL ESPAÑA-EU, PIB DETERMINANTES PRINCIPALES DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO,^a 1960-2000 (en porcentajes)



FUENTES: AMECO y Banco de España.

^a Véanse notas de los indicadores en el cuadro 3. ^b Evolución de los niveles en España con relación a la UE (100 = nivel UE) y diferenciales de tasas de crecimiento entre España y la UE.

GRÁFICA III. CONVERGENCIA REAL ESPAÑA-UE, INDICADORES COMPLEMENTARIOS^a (en porcentajes)



FUENTES: EUROSTAT, AMECO, Departamento de Estudios Europeos de la FUNCAS y Banco de España.

^a Véanse notas de los indicadores en el cuadro 3. ^b Evolución de los niveles en España con relación a la UE (100 = nivel UE) y diferenciales de tasas de crecimiento entre España y la UE.

nológico, si bien la posición relativa actual se encuentra todavía alejada de la media europea. En cuanto a la dotación de capital humano, los avan-

ces han sido también importantes, aunque algo menos intensos. Con todo, en el transcurso de los últimos años se aprecia una elevación de los niveles de formación y de cualificación que afecta a los diferentes segmentos de la población española, de manera que el porcentaje de población con educación secundaria y superior representaba en el año 2000 el 73% de la población ocupada. En los tres casos se observa, sin embargo, un cierto agotamiento en la actividad inversora en los últimos años, que cabe atribuir al ajuste en las partidas de gasto público correspondientes, en el contexto de consolidación fiscal que se ha producido durante la transición a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

El aumento en la dotación de factores productivos en este período explica el avance observado en la productividad total de los factores, aunque, como en el caso de la productividad aparente del trabajo, la intensidad en el ritmo de crecimiento de esta variable en España ha sido algo menor que el registrado en el conjunto de la economía comunitaria, como queda reflejado en la gráfica II.

En resumen, el incremento de renta acumulado desde el ingreso de España en la UE ha acercado de forma sustancial el nivel del PIB per cápita a los niveles promedios en la UE. El desfase que todavía existe, y que se cifra, aproximadamente, en el 17 % de la renta per cápita comunitaria, está determinado por las diferencias en las tasas de ocupación (en España representa el 88% del nivel promedio en la UE) y en la productividad del trabajo (que representa el 92% del nivel comunitario). Para seguir progresando en la convergencia real es necesario, por lo tanto, promover, mediante las políticas económicas más adecuadas, un patrón de crecimiento que continúe beneficiándose de contribuciones positivas de la tasa de ocupación, pero que, simultáneamente, se base en la capitalización de las empresas y en el aumento de la productividad total de los factores.

Las complejidades de la política monetaria*

Anthony M. Santomero

I. Introducción

Por ser un economista investigador desde hace mucho tiempo, me da una gran satisfacción pasar un rato con colegas economistas. Algunos nos llaman practicantes de la “ciencia de la melancolía”, pero todos los que estamos en este salón la conocemos más a fondo. Después de todo, esta es una reunión del *Downtown Economist Club*. La palabra “club”, ciertamente tiene un significado amigable y festivo, por lo que estoy seguro de que este tiempo que pasemos juntos tendrá de todo, menos de melancolía.

Como seguramente ustedes saben, llegué al Banco Federal de Reserva de Filadelfia después de muchos años en el profesorado de la Escuela Wharton. Es por ello que pensé que hoy me dedicaría a comentarles acerca del entrelazo que se da entre mi larga experiencia de investigador académico y mis nuevas responsabilidades como banquero central.

Desde que ingresé al Banco Federal, el verano pasado, me he topado con varios acertijos. Supongo que podríamos llamarlos también “puntos de tensión”, es decir, lugares en los que la teoría macroeconómica se intersecta con la economía del mundo real.

Cualquiera que sea la terminología que se use, estos acertijos reflejan los retos que se confrontan al analizar las condiciones económicas, al hacer proyecciones sobre su probable curso futuro, y al usar información, a menudo imperfecta, para trazar la política monetaria apropiada.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso pronunciado por A. Santomero, presidente del Banco Federal de Reserva de Filadelfia, en *Downtown Economists Club*, de la ciudad de Nueva York, del original en inglés, con el título “The complexities of monetary policy”, en *Business Review*, segundo trimestre de 2001, pp. 3-6.

Como suele suceder, mi estancia en el Banco Federal ha coincidido en parte con eventos que muestran algunos de los aspectos fundamentales de los que me gustaría hablar hoy. No hace mucho tiempo, había preocupación de que se estuviera sobrecalentando la economía. Luego, en menos de un abrir y cerrar de ojos, surgieron preocupaciones sobre una posible recesión ¡qué rápido cambian las cosas y qué pronto cambia la dirección de las presiones que exigen una respuesta política! Alguna vez analicé lo anterior desde el seguro paraíso de la academia. Ahora lo enfoco desde las trincheras de un formulador de política. Ha sido una época interesante.

Hoy hablaré de cuatro acertijos con los que me he topado al tomar decisiones de política monetaria. Hablaré de ellos, uno a uno.

II. En el lado de la oferta

Al principio se le puede llamar el acertijo del “lado de la oferta”. Al respecto, el reto principal consiste en resolver el asunto clave de qué tan rápido puede crecer la economía sobre bases sustentables. Ha habido gran discusión acerca de la capacidad de crecimiento a largo plazo que tiene la economía de Estados Unidos, a la luz de las destacadas ganancias de productividad que ha tenido en la segunda mitad de la década de los años noventa. La fuerza de la economía en ese período, acompañada de una notablemente baja tasa de inflación, se debió, en no menor medida, a un mayor crecimiento de la productividad, que surgió en gran parte de inversiones en tecnología que se hicieron durante la década. Dado que el sector de la tecnología está registrando reevaluaciones y cambios sustanciales, puede ser interesante examinar esta relación en primer término.

Permítanme empezar por lo que sé: el crecimiento de la productividad se mejoró gracias a la tecnología. Sin embargo, esta afirmación no es tan útil como pareciera porque uno no sabe exactamente lo que pronostica acerca del ritmo futuro del crecimiento de la productividad.

Puesto de otra manera, se puede decir que no contamos con la ecuación que describe la forma en la que la tecnología influye en la productividad. Tampoco contamos con la ecuación que describe la forma en la que evoluciona la tecnología. A fin de cuentas, ni siquiera tenemos una medida satisfactoria de la variable que llamamos tecnología. De esta forma, cuando nos preguntamos qué tan rápido puede crecer hacia delante, la economía, debemos reconocer que hay un considerable grado de incertidumbre en la respuesta, debido a nuestro limitado conocimiento de los procesos que subyacen a las mejoras futuras de productividad.

Como economista puedo aceptar lo anterior. Sin embargo, como formulador de política debo dar el paso siguiente: el que me hace sentir incómodo como economista. Eso quiere decir, que a pesar de nuestras incertidumbres, es más, de nuestra ignorancia, debo hacer algún cálculo de la tasa a la que la aplicación de las innovaciones tecnológicas eleva hacia arriba la producción potencial. El hacer ese cálculo del “lado de la oferta” es esencial para trazar el sendero del crecimiento económico sostenible a largo plazo, al que la política monetaria aspira a ajustarse desde el lado de la demanda.

Bien, ¿cuál es mi cálculo?, espero un crecimiento anual de la productividad entre dos y tres por ciento en promedio para el futuro previsible, ¿por qué?, pues creo que las tecnologías de la “nueva economía” todavía deben impregnar completamente la “vieja economía” con las ganancias de productividad que proporcionan. Al hablar con la gente de negocios del Distrito del Banco Federal de Reserva de Filadelfia, percibo que tienden a estar de acuerdo con lo anterior. Parece que los avances en la tecnología de la información y en la administración de la información, todavía están en el proceso de revolucionar la forma en que los negocios diseñan, producen y distribuyen sus productos y servicios. Este proceso lleva tiempo y a menudo rezaga la compra de tecnología, pero los beneficios que se acumulan en la productividad del sector real son reales y sostenidos.

De esta forma, si la tecnología de la información continua revolucionando la industria, entonces la economía puede sostener un crecimiento real del PIB, que fluctúa entre tres y cuatro por ciento, sin acelerar las presiones inflacionarias en el futuro previsible. No obstante, déjenme enfatizar que esta cifra es un promedio a largo plazo. Uno debe dar

cabida a algún margen de error alrededor de esta cantidad y esperar mostrar alguna variabilidad cíclica. Las ecuaciones simples son líneas rectas, las economías reales tienden a moverse menos linealmente.

III. En el lado de la demanda

El segundo de mis acertijos es lo que podría llamarse el acertijo del “lado de la demanda”. Como economistas, sabemos que existe alguna tasa de interés que induce a los inversionistas a invertir sólo la cantidad correcta, así como a los ahorradores, a ahorrar la cantidad correcta, y así llevar la economía a su producción potencial. Las cuestiones clave son las siguientes: ¿cuál es esa tasa de interés? Y ¿cómo evoluciona en el tiempo? Uno necesita responder estas preguntas a fin de evaluar si la política monetaria está colocada adecuadamente para impulsar a la economía de forma tal que logre alcanzar su completo potencial de crecimiento.

Como economista, coincido con la idea de que una miriada de factores afectan tanto a las decisiones de ahorro como las de inversión.

Algunas se pueden identificar y cuantificar, como por ejemplo, el ingreso en el lado del ahorro, o las tasas de depreciación en el lado de la inversión. Otras se pueden identificar, aunque no son tan fáciles de cuantificar, como el caso de los rendimientos esperados del ahorro o los objetivos de riqueza del lado del ahorro, así como avances tecnológicos, utilización de capacidad o tasas de obstaculización (*hurdle rates*) aceptables en el lado de la inversión.

También sé que algunos de estos factores están sujetos a fluctuaciones de alta frecuencia, como son los cambios en la riqueza debidos a variaciones en el precio de las acciones –y algunas están sujetas a tendencias de baja frecuencia– tales como los cambios demográficos.

Dado mi punto de vista de economista, acepto esta complejidad porque la teoría me explica que el mercado los ponderará, y guiará consistentemente la tasa de interés real hacia su equilibrio adecuado, cualquiera que éste sea, aún cuando ese equilibrio cambie en el tiempo.

Como formulador de política monetaria no me puedo sentir tan cómodo. Ello se debe a que, nos guste o no, la política monetaria actual es una política de tasas de interés. De esa forma, calibrar la posición de la política monetaria, determinando si el Sistema Federal de Reserva está asumiendo actitudes estimuladoras, contraccioncitas o neutrales es en esencia un ejercicio de evaluación acerca de donde hemos colocado la tasa real con respecto a ese sendero de equilibrio de largo plazo.

Permítanme darles un ejemplo muy práctico de cómo se da este problema. Si la tendencia del crecimiento de la productividad es mayor ahora de lo que fue hace diez años, entonces, permaneciendo todo lo demás constante, los negocios en la actualidad demandan en mayor medida fondos para inversión en nuevos proyectos y los consumidores ahorran menos porque esperan que sus ingresos se eleven más rápidamente. De esta forma, la tasa de interés real de equilibrio debería ser mayor. ¿Qué tanto mayor? Y, por supuesto, dado que todo lo demás nunca es constante ¿qué tanto mayor en términos netos?

Mi punto de vista personal es que la tasa promedio real de equilibrio es probablemente mayor ahora de lo que era hace diez años. Claro que nuevamente daré lugar a un amplio margen de error alrededor de mi estimación. Variaciones a corto plazo y cíclicas alteran la tasa de interés natural apropiada para el momento, haciéndola que tenga una menor utilidad para determinar la posición de la política monetaria. De hecho, calibrar la política monetaria en cualquier momento del tiempo presenta igualmente otros problemas. Esto me lleva al siguiente acertijo.

IV. La dinámica de la política

A mi tercer acertijo lo he llamado el de la “dinámica de la política”. Este acertijo no tiene ciertamente nada de nuevo. Milton Friedman sintetizó el problema hace varios años, acuñando una de las más famosas frases de la economía moderna, al decir que el impacto de la política monetaria está sujeto a “rezagos variables y largos”. Consecuentemente, en cualquier momento, los formuladores de política monetaria no pueden decir si lo que ven que pasa en la economía es el reflejo de las cambiantes condiciones del mercado o, alternativamente, el efecto desfasado de sus propias acciones pasadas. De esta forma, una política monetaria activa, orientada a sintonizar el desempeño de la economía podría, de hecho, desestabilizarla.

Friedman argumentó que el mejor enfoque que podían adoptar los formuladores de política era el de fijar la tasa de crecimiento de la oferta monetaria en alguna cantidad constante. Seguir esta norma permitirá a la economía alcanzar su eficiencia tope, reconociendo que esto incluiría inevitablemente algunos altibajos cíclicos.

Desde mi punto de vista de economista, respeto al análisis de Friedman. Sin embargo, como formulador de política, me queda el dilema de cómo podría uno poner en práctica la receta. Hoy en día no hay un agregado monetario vinculado en forma

confiable a un crecimiento con gasto, y es así que la política monetaria se vuelve, como dije hace un momento una política de tasa de interés. Obviamente, fijar una tasa de interés no es lo mismo que fijar la tasa de crecimiento monetario. De hecho, mantener constantes las tasas de interés a corto plazo –sin permitirles variar a medida que cambian las condiciones del mercado– es una receta que seguramente generará desestabilización de la economía.

Por lo tanto, uno se pregunta cuál es la forma en que uno equilibra la necesidad de mover las tasas de interés a corto plazo como respuesta a las variantes condiciones económicas, con la necesidad de proporcionar al mercado una política monetaria confiable y estable. Creo que hay dos respuestas. Una de ellas es rebasar el compromiso de estabilizar el crecimiento del dinero y llegar a formalizar un compromiso creíble de lograr una inflación baja y estable.

Pienso que en los últimos diez años el Sistema Federal de Reserva ha realizado esa transición de manera exitosa. Cualesquiera que sean las sutilezas de acciones particulares de la política monetaria, es claro que el fin último del Sistema Federal de Reserva es el de ayudar a crear las condiciones financieras que impulsen el máximo crecimiento económico sustentable. A la larga, la contribución más importante que puede hacer el Sistema Federal de Reserva hacia la consecución de este objetivo es mantener un entorno de baja inflación. En gran medida, las expectativas del público sobre la inflación a largo plazo son medidas de su confianza en el compromiso que tiene el Sistema Federal con esa misión.

Como muchos de ustedes saben, nuestro propio Banco Federal de Reserva realiza una encuesta trimestral de economistas pronosticadores profesionales. Los resultados de dicha encuesta muestran que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen bajas y estables y así lo han sido durante varios de los últimos años. Yo veo eso como una importante señal de que el Sistema Federal ha cimentado su compromiso.

La segunda vía para resolver el rompecabezas de política consistente en preservar flexibilidad en la fijación de tasas de interés, a la vez que proporcionar estabilidad en la política monetaria, es más bien, una vía táctica. Los formuladores de política del Sistema Federal deben permanecer separados de la incesante demanda de reacciones inmediatas y de las expectativas de resultados instantáneos. Hay una tendencia entre los observadores a enfocarse hacia el siguiente movimiento del Sistema Federal con respecto a la tasa de interés, lo que implica que el Sistema Federal puede y debe sinte-

tizar el desempeño de la economía. Pero para que el impacto de una acción de política se sienta, tiene que pasar un tiempo y nosotros frecuentemente nos encontramos esperando que las acciones pasadas fructifiquen y alcancen su efecto deseado en la economía.

V. La confianza

Sin embargo, antes de que nos sintamos demasiado cómodos con la sabiduría del enfoque de “esperar y ver”, permítanme describir el cuarto y último acertijo que quiero discutir con ustedes el día de hoy. Este acertijo me ha dejado particularmente perplejo desde que ingresé al Sistema Federal. Es también un acertijo sobre el que se ha escrito mucho recientemente. Lo llamo el “acertijo de la confianza” porque se centra en la forma en la que la confianza desempeña un papel importante en la dinámica macroeconómica.

El asunto es el siguiente: cuando hay oleadas de confianza –o de incertidumbre– que rondan la economía ¿cómo deben enfrentarlas los formuladores de política? Esto es un acertijo porque hay mucha evidencia de que las expectativas sobre el futuro son racionales a largo plazo y el mercado las valida, en promedio. Sin embargo, a corto plazo, el mercado es asediado por oleadas de confianza que hacen variar las expectativas y consecuentemente pueden afectar significativamente el gasto en formas que pueden ser o no, o bien sustentables, o bien deseables.

El decidir qué hacer ante variaciones en la confianza de los consumidores o de los negocios, no es un asunto fácil de resolver. Los macroeconomistas generalmente suponen que la economía se comporta de forma tal, que los consumidores y los negocios forman sus expectativas racionalmente y pronostican el futuro basados en observaciones de patrones financieros y económicos históricamente estables.

Este es un supuesto conveniente porque reduce la necesidad de modelar explícitamente la toma de decisiones de la gente, y hace que los cambios de expectativas jueguen un papel independiente en el comportamiento de la economía. Sin embargo, sabemos que la realidad no es así de fácil.

En tanto que las modificaciones de la confianza del consumidor usualmente trazan movimientos históricos en las variables económicas a saber: ingreso, riqueza, endeudamiento, empleo y similares, hay ocasiones en que la confianza se mueve más allá de lo que los datos económicos estudiados pueden garantizar.

Estos cambios exógenos en la confianza pueden

no ser racionales. Los consumidores y los inversionistas son capaces de sobrereactuar o de quedarse cortos en sus actuaciones. Después de todo sólo somos humanos.

De todas formas estos cambios en la confianza pueden causar cambios en las expectativas, con lo que se afectan las decisiones de gasto, y con ello pueden volverse procesos que se bastan a sí mismos o al menos son auto sustentables durante períodos considerables. Consecuentemente, el papel desempeñado por las expectativas puede volverse de golpe más significativo y más complicado de lo que permitan nuestros modelos macroeconómicos estándar.

No debemos perder de vista lo importantes que son las expectativas para la toma de decisiones de la gente y qué tan lejos puede llegar el impacto de cambios en las expectativas. Estos pueden cambiar rápidamente y pueden alterar drásticamente la demanda agregada.

Como profesor de finanzas en otro tiempo, me es muy familiar el proceso de decisiones de inversión. También es, en gran medida, un proceso de expectativas. Los negocios, de manera rutinaria, tratan de proyectar las ganancias futuras que se pueden lograr a partir de las inversiones hechas hoy. Esto es fundamental para presupuestar el capital, que es una materia que enseñé a muchos estudiantes de maestría de administración de empresas durante el transcurso de muchos años.

De forma similar cuando los individuos toman decisiones de consumo y ahorro, las expectativas juegan un papel importante. La cantidad apropiada que debe ahorrarse para el retiro, por ejemplo, depende en gran parte de las expectativas de las tasas de rendimiento futuras.

Dicho en pocas palabras, cuando se trata de tomar decisiones económicas, las expectativas importan. Me gustaría añadir que las variaciones en ese bien intangible que llamamos confianza afectan esas expectativas. Creo que estamos enfrentando de lleno uno de esos cambios de confianza en este mismo momento. El aspecto clave que debemos estudiar es en qué medida tendrá un impacto significativo el avance de la economía agregada.

Entonces, ¿cómo debe responder la política monetaria? Creo que el Sistema Federal debería rutinariamente, tomar acciones de política dirigidas al único fin de elevar las expectativas o exclusivamente para afectar la confianza. Esto sería a la larga un juego desestabilizador y peligroso. Sin embargo, creo que si las caídas de confianza, se ven de forma tal que hacen suponer que tendrán un efecto desalentador en el crecimiento de la demanda global del sector real, la política monetaria debe y puede, en esas circunstancias, responder, con el ánimo de

restablecer el crecimiento de la demanda global a un ritmo consistente con el crecimiento potencial de la oferta.

Creo que las recientes acciones de política que tomó el Sistema Federal son consistentes con este enfoque. Respondió a varias indicaciones de que el crecimiento de la demanda agregada se ha estado debilitando, incluso que se dio un deterioro en la confianza que fue más severo de lo que parecían indicar los datos subyacentes y el Sistema Federal permanece vigilante basándose en monitorear continuamente el comportamiento de la economía real.

Las lecciones que extraigo de esta experiencia son que algunas veces las decisiones de política monetaria deben basarse en algo más que en una teoría bien construida y en una abrumadora evidencia proporcionada por los datos. Algunas veces deben basarse en nuestro sentido de la situación. Tales situaciones no se dan muy a menudo, pero cuando lo hacen, es importante, dados los rezagos en el impacto de la política monetaria, que el Sistema Federal se mueva de forma expedita.

Bueno, he compartido con ustedes algunas meditaciones de un profesor que se convirtió en formulador de política. ¿Al final de la jornada, a donde me han conducido estos acertijos?

Por su naturaleza, los acertijos no son fáciles de

resolver y así continuaré considerándolos en los meses y años por venir. Aun en esta etapa, sin embargo, me parece que sugieren un enfoque útil a la formulación de la política monetaria. Para lidiar prudentemente con las incertidumbres, tanto del lado de la oferta como del de la demanda de la economía, así como con la dinámica de la política monetaria, la política monetaria debe moverse a base de incrementos cuidadosos y a un paso mesurado.

Por encima de esto está el hecho de que las expectativas sí importan y debemos de lidiar con el impacto real de cambios bruscos en la confianza del público de una forma más expedita. Hacerlo, requiere sensibilidad debido a los matices y a las oportunidades que espero que los formuladores de política siempre consideren que constituyen un reto estimulante.

Para mí en lo personal, la transición de la vida académica al mundo de la banca central, me está resultando un reto vigorizador. En mi nueva función he aprendido que puedo ser el proverbial economista de las dos manos hasta un solo punto. Al final, la toma de decisiones requiere economistas de una sola mano que deben actuar aun cuando los asuntos queden abiertos y las preguntas queden sin contestar.

La nueva arquitectura financiera internacional*

Morris Goldstein

Quiero comenzar dando las gracias al Banco de Guatemala por haberme invitado a participar en este día de conferencias. Mi tema de esta mañana es *La nueva arquitectura financiera internacional*. Al analizar este tema, hablaré sobre los hallazgos y recomendaciones del grupo de trabajo sobre la arquitectura financiera internacional, conformado a sugerencia del presidente Clinton; se pensó que sería buena idea que un grupo de norteamericanos del sector privado viera el problema de la arquitectura y que sugiriera algunas ideas. La fuerza de trabajo estaba compuesta por economistas, participantes de mercadeo financiero, expertos políticos, jefes de corporaciones no financieras, líderes del sector de trabajo, congresistas y excongresistas. Fui el director de este grupo y autor del informe; al final conseguimos que los veintinueve miembros del grupo acordaran sobre las recomendaciones básicas, pero esto no significa que cada miembro estuviese de acuerdo con cada recomendación. Por ejemplo, el vicepresidente del Citygroup no estaba de acuerdo con las recomendaciones de que los bancos grandes tenían que sobrellevar una carga mayor en cuanto a la resolución de las crisis.

Mis comentarios se dividirán en dos partes: en primer lugar, voy hablar sobre los defectos de la arquitectura actual y, en segundo lugar, sobre cómo es que el grupo de trabajo propone arreglar esto. Sería más fácil, para evitar la crisis y para resolverla a un costo más bajo, si sólo hubiera un problema con la arquitectura actual, pero desafortunadamente no es así. Cuando se vio las fuentes de vulnerabilidad a las crisis financieras en las econo-

mías emergentes, resultó una lista bastante grande, que incluía sistemas financieros muy débiles en un entorno de comercio emergente y de administración pública pobre; problemas con la disciplina fiscal; problemas institucionales con la reprogramación de deudas; políticas económicas no apropiadas; una alta volatilidad de flujos de capital hacia las economías emergentes y episodios ocasionales de contagio de las crisis entre país y país. En primer lugar, respecto a los sistemas financieros débiles en las economías emergentes, cabe indicar que, en los últimos veinte años, ha habido por lo menos setenta casos en que los problemas bancarios han sido tan severos que el sistema entero de banca sufrió insolvencia. En muchos de los países envueltos en la crisis asiática, el costo fiscal de reconstruir los sistemas bancarios oscila entre un veinte y sesenta por ciento del PIB, lo cual es enorme. La reglamentación sobre préstamos bancarios en las economías emergentes ha sido muy débil. En los años antes de la crisis en Asia, una parte considerable de los préstamos bancarios fue orientada a bienes raíces y a inversiones de capital; las normas de préstamo también fueron comprometidas vía una injerencia muy alta del gobierno en los sistemas bancarios, y por los préstamos bancarios vinculados. Con algunas excepciones, el capital bancario estaba muy por debajo con relación al riesgo prevaleciente en el ambiente de operación de los bancos. En muchos países, la supervisión de los bancos realmente nunca mide los recursos independientes y no posee la autoridad legal suficiente para cumplir con su mandato y, como el sistema financiero no está desarrollado, la fuente principal de fondos son los bancos; al presentarse los problemas quedan muy pocas fuentes alternas de crédito. Los países ahora están enfrentando el reto de construir una normativa coherente y completa de la banca, para lograr una mejoría en la supervisión bancaria y en otras

* Reproduce el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo de M. Goldstein, subdirector del Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, del Fondo Monetario Internacional (FMI), aparecido en *Banca Central* (Banco de Guatemala), año IX, n° 37, julio-septiembre de 2000, pp. 29-34.

áreas. Para tener un impacto en la transmisión de crisis, entonces los países tienen que implementar y ejecutar las normas; no sirve únicamente tener normas, sino los países realmente tienen que aplicarlas. El incentivo para aplicar estas normas puede funcionar a través de tres canales: El primero sería vía los mercados, que al saber que los países están implementando normas, impondrán un costo más bajo al otorgar préstamos. El segundo canal es el del FMI y el Banco Mundial, que podrían darles a los países que implementan las normas, préstamos más grandes o con tasas de interés más bajas. En tercer lugar, los países que implementan las normas podrían calificar para tener un peso más bajo en cuanto al riesgo, según las normas de Basilea; pero actualmente sólo ha habido casos aislados y parciales para que se manifiesten esos incentivos. Para implementar las normas, entonces, el primer problema sería la debilidad mostrada en los incentivos y, el segundo, las administraciones públicas y privadas pobres, con escasas defensas contra *shocks* adversos.

Durante la crisis de Asia la deuda creció enormemente, el problema se acrecentó con la estrategia del manejo de deuda, la cual permitía bastante liquidez y apalancamiento alto, lo que hizo que los bancos y las compañías incrementaran su vulnerabilidad a los *shocks*. Hubo muchos *shocks* en Asia, en 1996 y en 1997, además de un estancamiento en las exportaciones, una caída en los precios de propiedades, una baja en la competitividad, quiebras en algunas de las compañías grandes coreanas y muchos otros factores. Las economías emergentes pueden aprender de esto, pueden aumentar sus reservas, hacer que sus bancos estén sujetos a requisitos rigurosos en cuanto a liquidez, limitar la deuda en moneda extranjera, cambiar sus líneas de crédito; sin embargo, no se puede hacer todo esto de un día para otro, la mayoría de las economías emergentes todavía no han establecido un arreglo para manejar sus deudas y poder acceder los mercados de capital.

El tercer problema ¿de las economías emergentes, cuántas han podido mantener un tipo de cambio fijo durante cinco años o más? La respuesta es dos, Argentina y Hong Kong. Tailandia, Malasia, Filipinas, Indonesia, Rusia y Brasil, todos han sido obligados a utilizar otro sistema, ya que hay bastantes fuentes de vulnerabilidad asociada con los sistemas de tipo de cambio fijos. Voy a mencionar dos: Cuando una tasa fija se sobrevalúa no hay una forma fácil de salir hacia un sistema más flexible; si el mercado no está desafiando este sistema fijo, no hay ningún apoyo político para la devaluación; si van con el ministro y le dicen: “Yo creo que debiéramos devaluar ahora porque realmente ya esta-

mos un poco sobrevaluados, debiéramos hacerlo ahora mismo antes de que surja el problema”. El ministro dirá: “Váyanse, es una estupidez lo que están diciendo, ¿por qué quieren comenzar los problemas si no hay problemas ahora mismo, no hay presión en los mercados, entonces por qué quieren provocar una crisis con una devaluación?” Sin embargo, después se vuelve tan grande el problema que ya es bastante tarde. Esto sucedió en la devaluación de la Gran Bretaña, Italia, España, México en 1994, Rusia el año pasado, y en la devaluación de Brasil en 1999. Una segunda fuente de vulnerabilidad es que hay límites fuertes en cuanto a qué tanto tiempo se pueden mantener las tasas de interés muy altas en defensa de la moneda. La vulnerabilidad va a ser muy alta si el sistema bancario es muy frágil y si el gobierno tiene un déficit fiscal muy grande. Aún así, muchas de las economías emergentes van a tratar de defender una tasa fija sobrevaluada, si hay un apoyo financiero del FMI o del G-7, y Brasil fue un ejemplo de esto.

El cuarto problema es la disciplina en los mercados, que surge de los problemas de riesgo moral y, con esto, lo que se quiere decir es que la existencia del seguro de depósitos oficial debilita a los inversionistas y su responsabilidad para sus propias acciones. Los participantes en los mercados esperan una resolución oficial; entonces, para los prestatarios, las tasas de interés en los mercados van a reflejar el crédito del garante, no del prestamista, y los acreedores van a tener poco incentivo para monitorear a los prestatarios. Tenemos que mantener en mente que el riesgo moral realmente es un problema. Como todos los problemas de seguros, la respuesta usual no es no proporcionar ningún seguro, pero sí poner el precio apropiado a un seguro. Asimismo, hay tres puntos sobre el riesgo moral, que conviene recalcar. En primer lugar, no es muy convincente el argumento de que, como la crisis asiática fue tan costosa para los prestatarios, no va a suceder otra vez. Es el mismo argumento utilizado después de la crisis del peso mexicano en 1994 y 1995; y, como ven, la crisis en Asia sucedió dos años después. Segundo, la reprogramación no se debiera considerar como un evento no anticipado, cuando los acreedores están recibiendo tasas de interés sobre los valores de los mercados emergentes, que podrían ser entre tres mil y cinco mil puntos base por encima de los del tesoro de Estados Unidos. ¿Por qué existe esta tasa de interés tan alta? El sistema de mercado no funciona bien. Si los acreedores privados reciben dos porciones, como un helado por ejemplo, una porción sería cuando se hace el préstamo, en la forma de una tasa de interés alta, y la segunda porción la obtendrían con ayuda financiera, si las cosas no funcionan bien. Si

quieren saber qué es lo que sucede cuando hay mucho riesgo moral, hay que ver los flujos de capital a Rusia y a Ucrania, justamente antes de su crisis. Los inversionistas no estaban colocando mucho dinero en Ucrania porque la tasa fuera muy buena; estaban colocando su dinero en esas economías porque pensaban que esos países tienen armas nucleares, y el G-7 y el FMI no iban a permitir que Rusia tuviera un problema grave o que devaluara. En segundo lugar, algunos paquetes de rescate del FMI se han vuelto muy grandes respecto a los límites normales de préstamo del Fondo; normalmente el límite es el 100% de la cuota por un año, 300% de la cuota para tres años. Los paquetes de rescate para México, Tailandia, Indonesia y Brasil fueron entre 500% y 700% de la cuota y para Corea fue de 1900%. Con paquetes de rescate más pequeños, el dinero siempre permitiría que se suavizara la recesión, se hiciera alguna operación en el mercado de divisas y contribuiría a la recapitalización bancaria, pero no sería suficiente para apoyar tasas de cambio fijas sobrevaluadas. De acuerdo a nuestra experiencia, las condiciones no se estabilizaron después de que se firmaron los programas; la confianza realmente se logró después, cuando hubo más confianza en el liderazgo y en la forma en que se iban a abordar los problemas. Conforme se ha pasado de los años ochenta a los noventa, se ha encontrado que la participación de los préstamos bancarios ha bajado, y la de los bonos ha subido, pero este aumento en los bonos, relativo a los préstamos, tiene el inconveniente de que estos contratos son difíciles de reprogramar; la solución es realmente bastante fácil, en principio, los términos de esos contratos de bonos se podrían cambiar para incluir cláusulas de acción colectiva que haría más difícil y menos rentable que algunos acreedores puedan bloquear la programación. Pero el problema es que los países industrializados, con la excepción de Canadá y el Reino Unido, no han sido realmente anuentes a incluir estas cláusulas de acción colectiva en sus propios contratos de bonos. Si los países en vías de desarrollo son los únicos que promueven este tipo de acción colectiva, entonces al mercado le parecería que estos países no merecen el crédito y el mismo mercado podría entender que si realmente quieren reprogramar es porque tienen problemas. Es como que si antes de casarse, en un contrato matrimonial el esposo o la esposa dijera: "bueno, simplemente para reducir la incertidumbre, vamos a llegar a un acuerdo de qué hacer si algo no funciona", pero simplemente para reducir la incertidumbre, no es que yo "no confíe" en usted; ese es el problema con este tipo de acciones. Una vez que uno discute esto, es como enviar una señal adversa, a menos que todo el mundo haga lo mismo.

El sexto problema es una volatilidad muy alta en los flujos de capitales para las economías emergentes y el contagio de la crisis financiera. Comparado con los resultados de la crisis mexicana, los flujos de capital privado realmente no han regresado a sus niveles después de la crisis en Asia. La misma volatilidad se puede ver en los precios, en la cobertura, en el préstamo o la diferencia en préstamos al mercado. Si hacen una gráfica, se puede ver que en las últimas dos décadas el comportamiento de flujos de capital o del *spread* parece ser un electrocardiograma de una persona que tiene una condición cardíaca muy mala, aunque algún nivel de volatilidad en los flujos de capital y en el *spread* es normal. Ahora bien, ¿cuándo hay volatilidad en exceso?, ¿qué se puede hacer para reducirla? Dentro de la volatilidad general de los flujos de capital, los flujos a corto plazo realmente son un riesgo especial, porque el vencimiento tan corto hace que sea más fácil que los inversionistas salgan cuando hay indicios de un problema. Durante la crisis en Asia, los flujos de inversión a estos países se mantuvieron constantes; en contraste, los flujos de carteras y préstamos bancarios bajaron enormemente rápido. Algunos países preocupados por los flujos a corto plazo han implementado impuestos periódicos sobre estos flujos. El sistema de Chile es el más conocido y la evidencia sugiere que los impuestos de Chile han orientado estos flujos hacia los flujos a largo plazo, que realmente sufren menos crisis.

El problema es que muy pocas economías emergentes tienen este tipo de impuestos para poder controlar los flujos de esta forma. Otro desincentivo para los flujos a largo plazo viene del sistema de Basilea, ya que los reclamos a corto plazo de los bancos realmente tienen una ponderación de riesgo muy baja; entonces, esto anima a los bancos a involucrarse más en préstamos a corto plazo. En cuanto al contagio, el FMI recientemente ha abierto dos ventanas especiales para préstamos en casos de contagio, pero el problema es que estas ventanas no involucran ningún dinero nuevo, sino que son financiados con los recursos actuales del FMI y esto implica que si hay crisis simultáneas, como sucedió en 1997 y 1998, el FMI tendría pocos recursos, ya que no ha tenido un aumento en sus recursos. Al respecto del alcance del mandato y de las actividades del FMI y del Banco Mundial, el anterior director del FMI, comentaba que el FMI necesita hacer más y mejor. En este grupo de trabajo no se estuvo de acuerdo y pensamos que el FMI necesita hacer menos para poder operar mejor. La separación tradicional de la responsabilidad entre el FMI y el Banco Mundial, o sea que el FMI se concentre en macropolíticas y el Banco Mundial en aspectos más

a largo plazo, se ha confundido un poco más durante los últimos años. Por ejemplo, el Banco Mundial le dio un préstamo a Corea en 1998 y también ha comentado públicamente sobre la mezcla de macropolíticas en los países de Asia; al mismo tiempo, el FMI ha estado involucrado más profundamente en un amplio rango de políticas estructurales y sociales, incluyendo la reducción de la pobreza. En ese sentido, pensamos que el FMI y el Banco Mundial tienen que regresar a los asuntos básicos. En este marco procedo a comentar las recomendaciones emanadas del grupo de trabajo:

Recomendación 1: Más recompensas para los países que se unen al club del buen manejo. El FMI, de ahora en adelante, relacionaría la tasa de interés para los países miembros que prestan del Fondo, al esfuerzo que se haga para evitar crisis. ¿Qué implican los esfuerzos? Implican políticas saludables y cumplimiento con las normas, entre otros puntos. Si los países trabajan en la prevención de crisis, recibirían una tasa de interés más baja del Fondo al momento de tener problemas; es como lo que las compañías de seguros hacen: si se instala un detector de humo, o si uno hace más ejercicios, se puede conseguir un mejor contrato con una compañía de seguros. Entonces, estamos sugiriendo el mismo tipo de arreglo para poder tener una compensación mucho más efectiva en el mercado; se tendría que tener un informe sobre las normas que se evaluará si están cumpliendo.

Recomendación 2: Mercados de capital abierto, pero tengan cuidado con que haya demasiado. El FMI no debería simplemente permitir los impuestos como los tienen en Chile, sino deben ir más adelante y decirles a todas las economías emergentes, que tienen sistemas frágiles, que tengan cuidado al implementar esas medidas, ya que no queremos alentar muchos flujos a corto plazo; lo que queremos hacer es cambiar la composición hacia términos más largos.

Recomendación 3: El sector privado debe promover una disciplina de mercado y equidad en la participación, todos deben contribuir a tener cláusulas colectivas en su deuda pública; para tener más seguridad, todas las economías deben tomar acciones rápidas, principalmente en reformas en sus sistemas de depósitos y seguros. Para abordar el riesgo internacional, el FMI debe dar asistencia de emergencia financiera sólo en el caso que haya un buen prospecto de balanza de pagos a mediano plazo. Si un país tiene un perfil no sostenible de deuda, se recomienda que el FMI no le dé el dinero, a no ser que se esté en discusiones de buena fe con acree-

dores privados para regresar a un perfil más sostenible de deuda; ninguna categoría de deuda, ni “euro bonds” ni “brady bonds”, estaría exenta. No se está diciendo que todo el mundo debe reprogramar, lo que se busca es que si un país tiene una posición insostenible de deuda, tiene que estar en disposición de reprogramar esa deuda antes de obtener el dinero del FMI.

Recomendación 4: El régimen de la moneda: simplemente digan no a las tasas fijas. El FMI debe hacer saber que no se deben defender las tasas fijas que estén sobrevaluadas; en casi todos los casos, las economías emergentes deben mantener un régimen flotante. El Fondo, por su parte, también debe apoyar la dolarización en aquellas circunstancias poco usuales, donde los arreglos alternos de moneda no se vean viables. Por qué no se fue más drástico y se sugirió que todas las economías emergentes busquen la dolarización. Si ustedes ven la experiencia de los últimos, es interesante observar por qué las economías emergentes no pueden hacer lo que hizo Australia en 1998; la respuesta es parecida a la pregunta que mi mamá me hace cuando lee en el periódico sobre los multimillonarios de internet y me dice “¿por qué no lo haces tú?”, y esa es la pregunta también en cuanto a Australia. Los socios comerciales de Australia son Japón y Corea, uno de ellos estaba en recesión y el otro estaba en una crisis completa; sin embargo, los australianos bajaron las tasas de interés y dejaron que se depreciara la tasa de cambio y el crecimiento fue del 5%. Entonces ¿por qué las economías emergentes no pueden hacer eso? Si ustedes ven el trabajo de Guillermo Calvo, Carmen Reinhart y Ernesto Stein, les dicen que hay un miedo de tener tasas flotantes en la mayor parte de las economías emergentes, pero la siguiente pregunta es: ¿si existe el miedo de flotación, de dónde viene ese miedo? Tal vez, los países están preocupados de que van a perder la competitividad cuando la tasa de cambio sube y por lo tanto, se van a volver vulnerables. Yo creo que eso es cierto, pero no es la parte importante de la historia que estamos discutiendo en esta conferencia; si usted ve la sobrevaluación, en el caso Asiático, no fue muy alta antes de la crisis. El segundo miedo de una tasa flotante es más persuasivo y es la gran cantidad de descalces en monedas que tienen los bancos y los clientes corporativos en las economías emergentes. Toda vez que tienen un desajuste tan grande, en otras palabras, cuando deben mucho en dólares, al sufrir una gran devaluación, están muertos. Entonces, una vez que se tiene el desajuste no quedan muchas opciones y se tiene que dar un paso más atrás y explicar por qué existe el desajuste. Bueno, una

parte puede ser porque la gente, después de que la tasa de cambio está fija durante mucho tiempo, cree que es sostenible y resulta mucho más barato pedir prestado en divisas y no se protegen porque creen que la moneda va a seguir estable durante mucho tiempo, pero luego viene el cambio y pierden dinero. El segundo argumento es que ha habido restricciones sobre flujos a largo plazo en algunos países como Corea, de manera que todo el dinero entra a corto plazo.

El elemento común en esas explicaciones es que suponen que las economías emergentes pueden hacer algo para desalentar o controlar el tamaño del desajuste de la moneda; en otras palabras, el argumento es que la mayor parte del desajuste es responsabilidad de las economías emergentes. Pero ¿y si no es su culpa?, gran parte del desajuste tal vez es responsabilidad de los mercados de capital. En el caso de las economías emergentes, ha habido muchos episodios donde a los acreedores les ha ido mal cuando tienen un riesgo de refinanciamiento continuo.

Recomendación 5: Sobre la política de préstamos del FMI. Aquí vamos a ver que hacer menos es hacer más. El FMI debería adherirse a los límites normales de acceso para crisis de los países, que es entre 100 y 300% de la cuota. Esto es para crisis que no amenazan el funcionamiento de todo el sistema financiero mundial. En el caso poco usual, donde la crisis es sistémica, el FMI debe apoyarse

en los nuevos arreglos para préstamos. La nueva situación de contagio reemplazaría a las existentes en el Fondo y la activación de la situación de contagio requeriría que la mayor parte de los países acreedores estén de acuerdo en que la crisis es sistémica.

Mi última recomendación sería reenfocar el Banco Mundial y el FMI. El FMI debe limitar el alcance de su condicionalidad; el Banco debe concentrarse sobre aspectos sociales y estructurales de desarrollo a largo plazo, debe expandir su trabajo sobre redes de seguridad, pero no deben meterse en la administración de riesgos ni en consejos sobre macropolíticas. Bueno, ustedes dirán “qué bonito”, esto no es lo mismo que yo he oído antes del G-7; es cierto, hay similitudes, pero también hay diferencias notables. El consejo de trabajo toma más responsabilidad en las prioridades para reenfocar los mandatos del Banco Mundial y del Fondo Monetario y la posición es más fuerte para limitar el apoyo del FMI. Queremos que sea más explícito y que identifique públicamente cuáles países están o no están cumpliendo con las normas. Tomamos un punto más fuerte sobre la necesidad de que los países del G-7, incluyendo mi propio país, Estados Unidos, liberen el camino sobre cláusulas de acción colectiva; asimismo, tomamos una posición más activa sobre la necesidad de mantener los impuestos de Chile y queremos mecanismos de fondos para nuestra institución de contagio.

Crisis: ¿el precio de la globalización?*

Paul Krugman

I. Introducción

Probablemente los tiempos de antaño no fueron mejores, pero no cabe duda de que fueron más tranquilos. Es verdad que la recuperación, a raíz de la crisis financiera internacional que se inició en Tailandia en julio de 1997, fue más rápida de lo que la mayoría de los observadores (incluido yo, desde luego) hubieran imaginado posible. La crisis, empero, fue aterradora mientras duró, y aún se sienten los efectos subsiguientes.

Lo que es más, hasta los optimistas en cuanto a la economía mundial son víctimas ahora de una ansiedad persistente, aunque no demasiado seria. Antes de que la crisis mexicana se iniciara en las postrimerías de 1994, muchos observadores consideraban el proceso de globalización del período posterior a la Guerra Fría con un optimismo sin mezcla. Aun después de que se hundiera el peso, fue posible considerar la crisis “tequila” como algo exclusivamente mexicano y no como una advertencia de mayor vulnerabilidad general. Sin embargo, incluso los que tienen por cosa muy buena la creciente integración de los mercados mundiales (un grupo que incluye al autor de este artículo), no pueden evitar preguntarse ahora si las repetidas crisis financieras no serán un inevitable subproducto del creciente intercambio de bienes y servicios.

El propósito de este documento es el de arrojar algo de luz sobre esta cuestión. La respuesta que voy a sugerir es que la creciente integración sí pre-dispone la economía mundial al impacto de otras

crisis, principalmente porque crea presiones que llevan a los gobiernos a atenuar las restricciones financieras que en anteriores décadas hacían menos probable el estallido de crisis financieras al estilo de los años noventa. No obstante, el vínculo entre integración y vulnerabilidad a las crisis no es rígido. Las políticas para limitar la vulnerabilidad financiera, incluidos los controles de la afluencia de capital, así como del flujo de salida de capitales, siguen siendo una opción, aunque cada vez más costosa a medida que el comercio se incrementa. De otra parte, puede razonablemente argüirse que los países pueden protegerse de las crisis financieras mediante la dolarización o euroización, si bien para ello tendrán que pagar cierto precio en flexibilidad que puede dejarlos expuestos a otras dificultades, e incluso a otras clases de crisis. Y persiste cierta esperanza de ver la luz al final del túnel: a largo plazo, la integración puede resolver los problemas que inicialmente ha creado.

A fin de llegar a estas conclusiones, empero, debo en primer lugar desarrollar un marco conceptual. El documento consta de cuatro partes. La primera trata de situar los problemas actuales en perspectiva, al adoptar “la visión que se tenía en 1983”, es decir, la visión que ofrecía una crisis anterior: que la creciente integración daba la impresión de ser una ayuda, en vez de un perjuicio en las crisis de gestión. La segunda parte intenta ofrecer un marco para la comprensión de las crisis financieras modernas, lo que no es una tarea fácil dada la fragmentación de la literatura en la creación de modelos de crisis. Esos modelos conducen naturalmente a preguntarse qué podría hacerse para reducir el riesgo de crisis, así como también sobre las razones de que ninguna de las soluciones propuestas haya recibido un consenso generalizado, salvo recomendaciones de tipo “maternal” como la conveniencia de la transparencia. La parte

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de P. Krugman, profesor de la Universidad de Princeton, presentado con el título “Crises: the price of globalization?”, en el Symposium *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, organizado y publicado por el Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, en Jackson Hole, Wyoming, del 24 al 26 de agosto de 2000, pp. 75-106.

final del documento se plantea como pregunta si el creciente comercio mundial afecta los compromisos entre esas posibles soluciones.

II. La visión de 1983

Cualquiera que haya seguido los asuntos financieros internacionales durante un largo período de tiempo ha experimentado una sensación de “*déjà vu*”, como de algo que ya se sabía de antemano. Por ejemplo, usted está escuchando o leyendo acerca de un debate actual en el que se hacen proposiciones que todos asumen como ya hechas, y repentinamente experimenta una sensación confusa al recordar que las proposiciones que todos consideraban como hechas hace cinco, diez, o quince años, en realidad no eran las mismas proposiciones.

Muchos de los más prominentes macroeconomistas internacionales de nuestros días pasaron sus años de formación como analistas de política de la crisis de la deuda latinoamericana de 1982-89, una crisis que a veces se considera como un anticipo de las crisis que se iban a presentar en los años noventa. Al igual que en las crisis de los noventa, la crisis de la deuda sobrevino tras un período de afluencia de capital privado a los países en crisis. Existen otros paralelismos: “contagio” regional, inquietud ante las repercusiones para la estabilidad financiera de las naciones occidentales, la injerencia política directa del FMI en los asuntos de las naciones en problemas, con el cortejo de susceptibilidades que suscitaba. De hecho, el otoño de 1997 nos pareció a algunos extrañamente similar al otoño de 1982; la misma sensación de incomodidad ante el hecho de que tantos supuestos expertos se hubieran mostrado entusiasmados muy recientemente acerca de las perspectivas de los países ahora acosados financieramente; el mismo sentimiento de abatimiento a medida que, unos tras otros, los países que se suponía diferentes y menos vulnerables (Brasil en 1982, Indonesia y Corea en 1997) eran víctimas de la crisis.

La diferencia principal residía, claro está, en que durante la corrida o movimiento especulativo de 1982, la afluencia de capitales a los países en desarrollo asumió esencialmente la forma de empréstitos soberanos o casi soberanos. Aun en los casos en que los préstamos no eran para los gobiernos o empresas estatales, sino para negocios privados, dichos préstamos contaron con la garantía de los gobiernos. Y el caso de Chile (a pesar de que los préstamos no tenían un carácter oficial *de jure*, el gobierno se sintió obligado *ex post* a asumir la responsabilidad por las deudas de los bancos priva-

dos) no hizo más que reforzar la convicción de que se trataba mayormente de una crisis de deuda *soberana*.

Algunos análisis de la crisis financiera asiática, en particular los modelos de riesgo moral de Dooley (1997) y Corsetti *et al.* (1998) y, sí, también Krugman (1998), arguyen que las deudas asumidas por los bancos asiáticos habían sido implícitamente garantizadas por los gobiernos. De manera más general, ciertas discusiones sobre la crisis asiática parecen basados en conceptos derivados (a menudo sin la suficiente comprensión de que deuda privada y deuda soberana plantean diferentes consideraciones) de anteriores experiencias con problemas de deuda soberana.

Sin embargo, parece que una opinión muy generalizada durante los años ochenta (basada parcialmente en evidencia empírica, pero también fundada hasta cierto punto en la teoría de deuda soberana), se ha desvanecido en el debate actual. En los ochenta se consideraba de manera generalizada que la apertura comercial reducía la probabilidad de crisis financiera.

La evidencia empírica ofrecía una indicación clara. Supongamos que alguien hubiera establecido una escala de los países en desarrollo en 1982, de acuerdo con la participación de la deuda externa en el PIB. Pronto se tornaba evidente que únicamente algunos de los países más endeudados habían sido sorprendidos por la crisis de la deuda; otros (por ejemplo, Corea del Sur, que el Institutional Investor, en su famosa evaluación de riesgo de abril de 1982, colocaba por debajo de México) conservaron su acceso a los mercados internacionales de capital. En otras palabras, la relación deuda/PIB resultó una pobre predicción de crisis. ¿Qué era, pues, lo que distinguía a los países que se encontraron en crisis de los que se salvaron? Una respuesta es que, en general, las naciones latinoamericanas no tuvieron acceso a los mercados de capital, en tanto que las asiáticas sí, salvo en el caso de Filipinas (la más latina de las naciones asiáticas, en varios aspectos), excepción que confirma la regla. Empero, resultó también verdad que los países con una relación deuda/PIB dada y que menos probabilidades tenían de ser sorprendidos por la crisis, contaban con una relación más elevada de exportaciones/PIB. En realidad, la relación exportaciones/PIB resultó ser un pronosticador de la vulnerabilidad a las crisis mucho mejor que la relación deuda/PIB.

¿Cuál es la razón de que la apertura fuera aparentemente buena para la prevención de las crisis? En aquellos tiempos se hallaba generalizada la interpretación de que una economía abierta resultaba más creíble en sus promesas: cuanto más impor-

tante el comercio, mayor el costo de la disrupción del comercio, en caso de que un país caiga en incumplimiento de su deuda. El gobierno de un país, con exportaciones equivalentes a 7% del PIB podría decidir que los gruñidos legales que dichas exportaciones pudieran enfrentar en caso de negarse a pagar sus deudas, son menos importantes que el alivio que recibiría por el lado de la deuda; y esta mera posibilidad disuadía a los bancos de efectuar nuevos préstamos de dinero. Un país con exportaciones equivalentes al 35% del PIB no tendría que hacer frente a una tentación comparable. En efecto, al abrirse al comercio, cualquier país ofrece un rehén a los mercados financieros, rehén que asegura su propia credibilidad y, en consecuencia, actúa como protección contra las crisis.

Un segundo beneficio de la apertura, que algunos advirtieron en esa época, fue que facilitaba el ajuste a una disminuida afluencia de capital. Para un país con exportaciones iniciales de 7% del PIB, pasar de un déficit en cuenta corriente de 4% del PIB a un superávit de 2% del PIB representaría un ajuste muy difícil, que requeriría una masiva depreciación o bien una enorme contracción de la producción. Para un país con exportaciones iniciales de 35% del PIB, la solución podría alcanzarse con una depreciación y/o caída de la producción mucho menor. Y, asimismo, para los prestamistas en perspectiva, la convicción de que el país podría ajustarse a un recorte de fondos relativamente poco doloroso daría por resultado en sí que probablemente no se llegarían a interrumpir los préstamos.

La opinión que se tuvo por el año de 1983 aproximadamente sugería que en cierto modo la crisis de la deuda latina (latinoamericana) era el resultado de una apertura de los mercados de capital que se anticipó a la integración de mercados sólidos. Y se consideraba muy posible, y aun probable, que si los países latinos (latinoamericanos) adoptaban políticas de libre comercio, al hacerlo y como resultado, de manera parecida a los países en desarrollo asiáticos, las crisis al estilo de 1982 se volverían obsoletas.

En lugar de eso, tanto las economías latinas (latinoamericanas) y asiáticas han venido experimentando crisis que en comparación han resultado más severas, al menos en su primer año, que las de 1982. Las altas relaciones exportaciones/PIB han ofrecido poca protección, y ahora existe una sensación generalizada de que la apertura comercial en realidad dificulta, en vez de facilitar, cómo evitar las crisis. Para analizar el porqué, sin embargo, tenemos necesidad de trazarnos un marco que nos permita examinar las razones por las cuales estas crisis más recientes ocurren.

III. Modelando las crisis modernas

Aunque las crisis financieras asiáticas han desatado un torrente de artículos de tipo académico y político, el hecho es que hasta ahora no ha surgido un modelo canónico de esas crisis. Los economistas están todavía divididos acerca de si las crisis deben ser consideradas como la conclusión inevitable y predecible de un proceso de inversiones y empréstitos excesivos (por ejemplo, Corsetti *et al.*, 1998), o bien como un salto temporal hacia un mal equilibrio y sistema inherentemente frágil y, de ser así, que características de las economías en problemas las tornaron frágiles en ese sentido. Esta falta de acuerdo acerca de la naturaleza de las crisis económicas “modernas” hace que la evaluación de los efectos de otros factores sobre la vulnerabilidad a las crisis resulte tarea difícil, para decir lo menos: Si no podemos llegar a un acuerdo acerca de lo que ocurrió, ¿cómo vamos a asegurar que un comercio creciente o lo que sea constituyen factores que vuelven más o menos probable que sobrevenga otra vez una crisis?

Esto no obstante, se ha observado una definida desviación en la literatura posterior a la crisis que se aleja de los modelos que hacen hincapié en la deuda global excesiva, para pasar a fundarse en una especie de pánico que se autorrealiza. La vulnerabilidad de las economías a ese pánico es adscrita de manera creciente, a su vez, a cierta forma de desajuste entre la maduración de las deudas y la de las inversiones reales, o entre la denominación monetaria de las deudas y la de los activos, o bien (probablemente) a ambas. Pasemos revista brevemente y por turno a cada una de esas hipótesis.

a) Desajuste de maduración

La idea de que las crisis financieras pueden surgir de un desajuste entre la maduración de las inversiones y el vencimiento de las deudas constituye el núcleo del modelo de corridas o pánicos de Diamond y Dybvig (1982). Las aplicaciones mejor conocidas de esta idea a las crisis internacionales son la serie de documentos de Chang y Velasco (1998, 1999).

La idea básica es: imaginen una economía en la cual la tasa de rendimiento de las inversiones es considerablemente más elevada cuando los recursos se invierten en proyectos que requieren un considerable período de tiempo para madurar, y que rinden mucho menos si se concluyen prematuramente. Si tales proyectos tuviesen que ser financiados directamente por individuos, los inversores no podrían financiarlos más que a cambio de ceder liquidez: sus fondos estarían atados a los proyectos

y en consecuencia no podrían disponer de ellos si ciertas demandas personales impredecibles crearan la necesidad de contar con esos fondos antes de que los proyectos llegaran a su culminación.

Los intermediarios financieros pueden resolver este problema. Suponiendo que las emergencias personales que crean la demanda de pronta liquidación estén más o menos no correlacionadas, el intermediario financiero puede conjuntar los fondos de muchos inversores individuales, con la seguridad de que cada uno de ellos podrá ejercer el derecho de retirar fondos sobre demanda, recurriendo a una pequeña reserva de activos líquidos, con lo cual se podría invertir la mayoría de los fondos en proyectos ilíquidos de alto rendimiento. De esta manera se conserva la percepción de liquidez por parte de los inversionistas individuales, al mismo tiempo que se alcanza el necesario objetivo de comprometer recursos a largo plazo.

Desafortunadamente, esa intermediación financiera creadora de liquidez crea asimismo la posibilidad de un pánico que se autorrealiza, a saber: una corrida bancaria. Si una sustancial fracción de los tenedores de deuda activa de los intermediarios exigieran su pago al mismo tiempo, no se contaría con suficientes activos líquidos para satisfacer sus demandas, y dado que las inversiones a largo plazo no valen mucho si se terminan prematuramente, su ayuda sería de poca monta. Y esto significa que, si por cualquier razón, muchos de los tenedores de deuda llegan a pensar que otros tenedores como ellos están a punto de reclamar su dinero, a su vez tratarán de hacer lo mismo. En esta forma, una intermediación fundamentalmente sana puede resultar destruida por una corrida que se autorrealiza; de ocurrir esto a una escala que abarca a toda la economía, el resultado puede ser una crisis que reflejará no sólo la insostenibilidad de la prosperidad previa, sino simplemente la “fragilidad” de la economía, su vulnerabilidad a las corridas bancarias.

Si examinamos lo anterior, el relato pone de manifiesto una considerable relevancia en la crisis asiática. Las corridas bancarias de corte tradicional desempeñaron un importante papel en algunos países, particularmente Indonesia en noviembre de 1997. Otros aspectos de la crisis, aunque no se ajustan al modelo tan literalmente, comparten en cierto modo su sabor, por ejemplo, la forma en que la negativa de los bancos extranjeros a renovar los préstamos a corto plazo llevó a Corea del Sur a la crisis financiera en las postrimerías de 1997.

Y, sin embargo, hay ciertos problemas que se plantean con este relato de desajuste de maduración tradicional. Uno de ellos es que la forma en que se explica el costo real de los pánicos financieros resulta insatisfactoria. En un documento ante-

rior (Krugman 1999a) se resumió este problema como sigue:

“En el modelo Diamond-Dybvig, los costos de la prematura liquidación son *físicos*: una corrida bancaria lleva a un canibalismo de las inversiones antes de que sean completadas, con el natural costo de producción para la economía, como resultado de la destrucción literal del capital físico. Hay varios ejemplos reales de este proceso en Asia: estructuras semicompletadas que se dejan abandonadas a la desintegración por falta de fondos, o bien son desmanteladas como chatarra. También se pueden citar otros casos algo más complejos de liquidación física: ejemplos de oportunidades de exportación potencialmente beneficiosas que no se aprovechan porque el capital de trabajo ha sido vendido para pagar los préstamos bancarios. Sin embargo, los principales canales a través de los cuales el pánico financiero ha convertido buenos activos en malos, involucran no tanto la liquidación física de los proyectos no terminados sino la crisis macroeconómica. Compañías que parecían solventes antes de la crisis se han hundido porque el colapso de la inversión ha producido una severa recesión, o porque la fuga de capitales ha determinado una depreciación de la moneda que infla las deudas en dólares como si fueran un globo. O para decirlo de otra manera. Diamond y Dybvig utilizaban una metáfora física para los costos de una prematura liquidación, como una manera de enfocar con cierta imparcialidad el problema de equilibrio múltiple por parte de los depositantes. Para encontrar cierto sentido a la crisis asiática, empero, resulta importante tal vez usar una metáfora mejor, una que se acerca más al ajuste de los hechos estilizados de la experiencia real.” (Krugman 1999a).

Mas si la naturaleza de los costos es macroeconómica, y si, como este pasaje lo sugiere, el punto crucial no es simplemente una fuga hacia la liquidez, sino una fuga del país, tenemos que abordar un tema que en cierto modo reconozca el papel tanto de la *balanza comercial* como del *tipo de cambio*.

Estas cuestiones me llevan [e independientemente a varios otros, incluidos Aghion *et al.* (1999) y Calvo (1999, 2000)] a destacar un distinto desajuste, que no es de maduración sino monetario.

b) Desajuste monetario

La idea básica detrás de los relatos de desajuste monetario es que, por la razón que sea (y la razón, como veremos, es importante), hay empresas en muchos países en desarrollo que tienen deudas sustanciales en moneda extranjera. Esto, a su vez, significa que cualquier depreciación monetaria, siempre que las demás condiciones no varíen, em-

peora las hojas de balance de dichas empresas. Si sus inversiones están constreñidas por su riqueza neta (lo cual es más probable si también es alto su apalancamiento de deuda en moneda local), existe potencialmente una lógica de autorrealización de la crisis similar en espíritu a la historia de desajuste de maduración, aunque considerablemente distinta en detalle.

La historia es como sigue: supongamos que por una razón cualquiera se registra una fuga de capitales en el país en desarrollo. Esto hará que se deprecie la moneda, con los consiguientes problemas de hoja de balance para las empresas nacionales. Si los problemas son lo suficientemente severos, contrarrestarán cualquier efecto expansionista de la depreciación sobre la demanda, lo que creará una contracción económica que alimentará nuevas fugas de capital, y así sucesivamente. La clave del problema no reside en la destrucción física de los proyectos de inversión en proceso, sino en el problema de transferencia, es decir, la necesidad de efectuar un flujo de salida de capitales mediante una depreciación real.

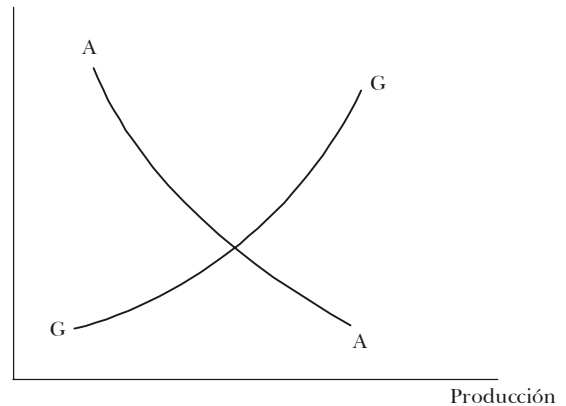
El resultado final de este proceso es un abrupto cambio en la cuenta corriente, que de tener déficit, pasa a contar con superávit; una fuerte depreciación real de la moneda; la devastación financiera del sector corporativo; y también, puede suponerse, aunque esto depende de lo específico del modelo, una declinación de la producción. (De manera realista sería también dable esperar que la crisis se vería reforzada por pánicos bancarios de acuerdo con la descripción que se ha hecho más arriba.) Lo más sorprendente acerca de la crisis asiática no es la declinación de la producción, aunque fue bastante severa, sino la abrupta reversión de la cuenta corriente, probablemente sin precedente por su tamaño, pues los países en crisis como grupo pasaron de un *déficit* en cuenta corriente de 5% del PIB en 1996, a un *superávit* en cuenta corriente de 9% del PIB en 1998. Esta reversión es la causa de que el problema de transferencia se halle con toda seguridad en el centro del asunto, si bien, de manera más general, el panorama global se ajusta sin duda a la versión hoja de balance de la crisis.

Un modelo completo de crisis debida a hoja de balance es necesariamente muy complejo; incluso el más bien engorroso análisis en Krugman (1992a) no constituye más que un trabajo parcial, y el reciente esfuerzo de Céspedes, Chang y Velasco (2000), aunque mucho más completo, también parece perder algo del mensaje en su desarrollo. (Estoy todavía digiriendo su modelo. Sin embargo, da la impresión de que al asumir expectativas racionales al mismo tiempo que un seguro regreso a largo plazo de la economía a su original estado estable,

terminan por descartar el tipo de crisis autorrealizada que constituía el punto original de la historia.) Puede ser de ayuda, empero, esbozar una versión simplificada de la historia, derivada de Aghion *et al.* (1999), y originalmente presentada en Krugman (1996b).

GRÁFICA I

Precio de divisas

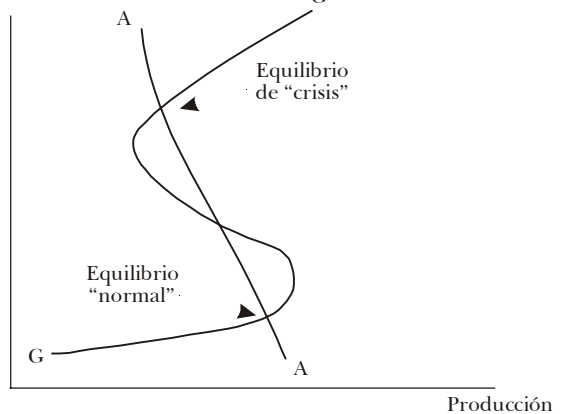


En este modelo simplificado, pensamos en una economía tipo Mundell-Fleming, que produce un solo bien, vendido tanto en el mercado local como internacional; y damos por supuesto que el arbitraje mantiene la tasa de interés interna igual a la tasa de interés foránea, más una prima fija de riesgo (si ignoramos las expectativas de futura depreciación, los cambios en la prima de riesgo, y así sucesivamente.) Con una oferta monetaria fija, se establecería un nivel único de PIB en el que la tasa de interés interna iguala la tasa foránea más la prima de riesgo; de manera más general, si la autoridad monetaria se pronuncia contra el movimiento del tipo de cambio, podemos representar la compensación activo-mercado con una curva atípica como AA en las gráficas I y II.

En el mercado de bienes, una depreciación de la

GRÁFICA II

Precio de divisas



moneda (una alza en el precio de las divisas) hará que los productos nacionales sean más competitivos, lo que incrementará las exportaciones netas. Si este fuera el único efecto, la curva GG del mercado de bienes tendrá una curva de pendiente ascendente, como en la gráfica II, y se observará un equilibrio único. Empero, en caso de que haya efectos de hoja de balance suficientemente vigorosos, podrán contrarrestar ese efecto competitivo, haciendo que la curva del mercado de bienes, se tuerza hacia atrás durante cierta distancia. En la gráfica II, GG aparece como una curva en forma de S. De manera generalizada, la idea es que cuando la moneda interna tiene suficiente solidez, la mayoría de las empresas no sufren constricción de riqueza y, en consecuencia, el efecto de hoja de balance es débil. Cuando la moneda local es muy débil, la mayoría de las empresas locales con deuda en moneda extranjera se encuentran ya en quiebra, de modo que las cosas no empeoran, y el efecto procompetitivo de la depreciación vuelve a dominar. De este modo, la perversa región en que la depreciación es contraccionista se halla en los niveles intermedios del tipo de cambio.

En la gráfica II existen dos equilibrios localmente estables. ¿Cuál puede ser la causa de que un país salte del equilibrio normal al equilibrio de crisis por la vía de un proceso de fuga de capital autorrealizado? La respuesta es: cualquier cosa, una crisis política, la crisis económica en un país vecino (es decir, por “contagio”), aquello que causa, sea lo que fuere, que el equilibrio hiperdepreciado con muchas empresas en quiebra se convierta en el nuevo foco de expectativas.

Ese salto a un mal equilibrio indudablemente originará consternación e incluso indignación en los países afectados; los formuladores de la política sentirán que los pecados de la economía no ameritan castigo tan severo, y si pertenecen a la escuela de la macroeconomía poskeynesiana opinarán que debe haber *algo* que se pueda hacer para evitarlo. Eso empero, en la teoría y en la práctica, las opciones de política que se tienen una vez que la crisis está en curso parecen muy limitadas.

c) Política en la crisis

Ordinariamente esperamos que los países puedan emplear la política monetaria para combatir la recesión. Lo que resulta perturbador acerca de las crisis de años recientes es que la lógica de estas crisis parece descartar esas reacciones monetarias, y fuerza a los países, en realidad, a enfrentar el desplome económico con una restricción monetaria. El punto se vuelve muy claro a partir de la gráfica II. Si la economía, por la razón que sea, está en pe-

ligro de dar el brinco a un equilibrio de crisis, lo último que el banco central querrá hacer es flexibilizar la política monetaria, lo cual, siempre que las demás condiciones no varíen, tenderá a debilitar la moneda y, en consecuencia, a asegurar que el mal equilibrio, sin la menor duda, se materializará. De hecho, hasta un banco central razonable se esforzará probablemente más bien en implantar una intensificación de la política restrictiva, con la esperanza de persuadir al mercado de que la moneda se mantendrá sólida y, en consecuencia, poder encauzarlo de nuevo al equilibrio normal.

Esta, empero, será una política costosa, no sólo en términos monetarios, sino por su impacto social. Es posible argüir que este costo es sólo un revés a corto plazo para la economía, aunque, como lo muestra la gráfica II, este costo, aun si es temporal, no es nada pequeño. Sin embargo, el ejemplo de Indonesia sugiere, de nuevo, que un choque de corto plazo suficientemente severo puede tener efectos duraderos al hacer añicos la estabilidad política. ¿Existen otras políticas que puedan ayudar a mitigar la crisis?

Una respuesta consiste en que el FMI u otras fuentes actúen como prestamistas de última instancia. No obstante, este término se usa a menudo con demasiada vaguedad en el contexto de los paquetes de rescate internacionales. Según el papel clásico de prestamista de última instancia, el banco central (o J. P. Morgan, o algún otro) provee de fondos a un deudor *individual* que no puede satisfacer las demandas de pago. Un país, sin embargo, no es un individuo. Debe reconocerse que, en 1982, cuando la crisis era básicamente una de deuda soberana, se podía pensar en los gobiernos nacionales, hasta cierto punto, como siendo los deudores en problemas; y aun en el caso de México en 1995, el problema particular de deuda en *tesobonos* todavía se ajusta a un escenario de deuda soberana. En cambio, en la crisis asiática, el problema no consistía en la incapacidad del gobierno para satisfacer sus obligaciones, sino en el deseo de los agentes privados, tanto foráneos como locales de extraer fondos de la enferma economía. En consecuencia, si el FMI es el prestamista de última instancia, ¿a quién presta en realidad?

La respuesta (que no siempre se enuncia claramente) es que el FMI provee de fondos al gobierno local, el cual, a su vez, los usará para apoyar la moneda por medio de una *intervención esterilizada*. Los préstamos a corto plazo del exterior proveen al banco central de dólares, que son invertidos en el mercado; empero, a menos que la política monetaria sea restringida con mayor rigorismo, esto constituirá únicamente un *swap* de dólares por deuda local, no por moneda local.

Esa intervención tendría el efecto, siempre que las demás condiciones no varíen, de reducir la prima de riesgo. Esquemáticamente, podemos considerar la intervención como desviando la curva del mercado de bienes en la gráfica II hacia la derecha, al mismo tiempo que desviando la curva del mercado de activos hacia la izquierda. Si el efecto es lo suficientemente amplio, estos cambios *eliminarán* el equilibrio de crisis y, por lo tanto, impedirán que ocurra la crisis.

Empero, ¿será la intervención tan efectiva? El pensamiento convencional, en lo que concierne a los países avanzados, es actualmente que la intervención esterilizada resulta en gran parte poco efectiva: que cualquier afluencia oficial de capital en una crisis no hará más que generar un incremento equivalente en la salida privada de capitales. Esto ha hecho que el enfoque de la discusión en muchos países en desarrollo sobre el papel del prestamista de última instancia se vuelva algo desacostumbrado. La misma objeción se aplica a argumentos como los de Feldstein (1998): que los países pueden protegerse contra las crisis manteniendo cuantiosas reservas.

Sin embargo, es posible ofrecer algunas justificaciones en favor de la creencia de que una provisión de liquidez en gran escala puede ser efectiva. La justificación más sencilla, aunque una con la cual no habría que contar demasiado, es acerca de la naturaleza de equilibrio-múltiple de la crisis. Un fuerte préstamo del FMI, anunciado con mucha fanfarria, podría no resultar suficiente para descartar literalmente el equilibrio de crisis; pero podría, no obstante, crear un punto focal para las expectativas, inclinando a un país amenazado por la crisis a volver de nuevo a la calma del equilibrio normal. Por otra parte, surgen dudas acerca de si una política que no puede tener éxito más que si de algún modo logra cambiar las expectativas, puede consistentemente arreglárselas para precisamente cambiar esas expectativas.

Más concretamente, es discutible que las condiciones (según las cuales la intervención esterilizada no es efectiva) no se den también en los países en desarrollo (o yendo más al punto, no existan todavía, pues como veremos, esta es una de las razones para preocuparse de si la creciente integración no incrementará aún más el riesgo de crisis.) La intervención esterilizada resulta ineficaz cuando existe una elevada movilidad del capital privado, en la medida en que los valores domésticos o foráneos son considerados por un grupo suficientemente amplio de inversores como cercanos sustitutos. Si ese es el caso, sería de esperar una fuga de capitales en una crisis que podría ocurrir de varias maneras; en particular, sería de esperar ver a los resi-

dentales locales comprando activos foráneos en gran escala, usando los ingresos provenientes de la venta de activos locales. Algo así ocurrió en 1997-1998, pero el grueso de la fuga de capitales asumió una sola forma, la negativa de los bancos extranjeros o foráneos a renovar los créditos a corto plazo. Esto parece indicar que los canales para la movilidad de los capitales a corto plazo siguen siendo más limitados de lo que podrían suponer los escépticos acerca de la intervención esterilizada.

La evidencia econométrica presta peso adicional a esta conclusión. Como se observa en varios estudios (por ejemplo, Frankel y Rose 1997, Rodrik y Velasco 1999), la deuda externa a corto plazo y, en particular, la relación de esa deuda a corto plazo/reservas, es con mucho el principal indicador de las recientes crisis. Si los activos fueran en general fungibles (remplazables) tal no sería el caso.

Aunque la limitada extensión de la movilidad del capital en los países en desarrollo probablemente significa que el tamaño del préstamo internacional requerido para prevenir una crisis es menor de lo que afirman las estimaciones más pesimistas (las cuales tienden a suponer que solamente un préstamo igual en valor a M_2 o aun M_3 es realmente suficiente para prevenir una crisis), desafortunadamente eso no significa que las cantidades implicadas son pequeñas. En la práctica, las instituciones internacionales no han estado dispuestas o podido proporcionar un despliegue de fondos suficientemente rápido para evitar muy severas crisis. Y esta situación no parece que vaya a mejorar.

Si un país no puede utilizar la política macroeconómica convencional para combatir una crisis y tampoco obtener suficientes recursos externos para compensar la fuga de capitales privados, ¿qué le queda? La respuesta lógica obviamente es cortar el nudo Gordiano directamente, mediante el simple procedimiento de impedir la fuga de capitales. La forma caballerosa de ejecutar esto consiste en negociar una abstención con los bancos extranjeros, como se hizo en Corea y Brasil; la manera ruda consiste en una imposición *de jure* del control de capitales, como se hizo en Malasia. Resulta innecesario decir que Corea y Malasia no escaparon a la crisis, si bien la devaluación de Brasil fue benigna (lo que constituyó un gran alivio en ese entonces, y tuvo también importantes implicaciones para la política futura); por lo que respecta a los dos primeros países, ambos lograron rápidas e impresionantes recuperaciones, aunque, como siempre, resulta muy difícil establecer una conexión causal.

¿Cuál es la diferencia entre la respuesta coreana y la malasia (haciendo a un lado el muy distinto contexto político)? La ventaja de la abstención negociada con los bancos es que se trata de una polí-

tica moderada, que no plantea un gran riesgo de alejar a futuros inversores potenciales. Asimismo, los controles de capital requieren un elaborado mecanismo administrativo que crea excesivo burocratismo para las transacciones en cuenta corriente y, con el tiempo, expone a los funcionarios a peligrosas tentaciones. La desventaja de una política centrada en los bancos para obtener ayuda es que no tiene en cuenta más que un canal de fuga de capitales potencial.

En cualquier caso, si bien las tentativas de Corea y Malasia para frenar la fuga de capitales y, así, poner fin a la crisis, pueden haber funcionado en esta ocasión (o si usted cree que estas políticas no jugaron un papel importante, por lo menos pensará que bastaron para que los países salieran de apuros), muchos observadores sospechan que el alcance de tales políticas, ya no muy grande, será menor aun en el futuro. Si esto es verdad, la razón es que la globalización hará que estas políticas resulten ineficaces o demasiado costosas.

A fin de entender (y posiblemente desafiar) la lógica de esta inquietud, sin embargo, debemos primero pasar revista a otra serie de cuestiones: no a la política durante las crisis, sino a la política destinada a prevenir las crisis.

IV. Prevención de las crisis

Supongamos que hemos llegado al acuerdo de que la mejor hipótesis de trabajo de que disponemos acerca de las crisis es que involucran un proceso de autorrealización de fuga de capitales y colapso de la hoja de balance, lo cual resulta muy difícil detener una vez que se ha iniciado. Existen al menos tres factores clave en esta cuestión: la vulnerabilidad de los países a la fuga de capitales, puesto que existe una mancomunación de recursos (*pool*) o fondos potencialmente móviles; asimismo vulnerabilidad de las firmas o empresas a las calamidades de la hoja de balance; también a causa de que tienen grandes deudas denominadas en moneda extranjera; y como consecuencia de la psicología de los propios inversores, que se vean envueltos en lo que sería individualmente racional, pero que colectivamente constituye un pánico desastroso.

Todas las propuestas serias para reducir el riesgo de crisis implican hacer algo que disminuya la fuerza de uno o más de estos factores. Consideremos cuatro tipos de propuestas de política por turno: las que implican desalentar la deuda en moneda extranjera mediante la flotación del tipo de cambio; las que, por el contrario, intentan eliminar el riesgo de crisis monetaria con la permanente fijación del tipo de cambio o, mejor aún, con la do-

larización; las que implican cierta forma de poner límites a la *afluencia* de capitales; y las que involucran cierta forma de limitar los *flujos de salida* del capital.

a) Tipos de cambio flotantes

¿Puede existir un consenso con el que nadie esté de acuerdo? La mayor parte de la gente que participa en las discusiones de “arquitectura” financiera internacional parece creer que dichos debates han llegado a cierto consenso acerca de la “bipolaridad”, definida como queriendo decir que los países deben adoptar tipos de cambio flotantes o tipos rígidamente fijos, consejos monetarios o aun la dolarización. Y no cabe duda de que existen pocos abogados en la actualidad de las soluciones de transacción en cuanto a los sistemas. Sin embargo, muchos analistas individuales no parecen caer en la cuenta de que lo verdaderamente importante es efectuar una elección, cualquiera que esta sea; por el contrario, parecen firmemente adheridos a una de ellas. En particular, los informes de las instituciones financieras parecen favorecer sobre todo los tipos flotantes, mientras que un considerable número de académicos (tales como Barry Eichengreen y Guillermo Calvo) se han convertido cada vez más en fuertes abogados de la dolarización.

El argumento más popular en la actualidad es en favor de los tipos flotantes para los países en desarrollo, frecuentemente mencionado por funcionarios y que podemos encontrar en escritos como los de Goldstein (1999), *no* es el tradicional macroeconómico, es decir, no es el argumento de que los tipos flotantes dan a las naciones autonomía monetaria, al aislar en cierta medida a la economía de los choques externos, y permitir una política activa en respuesta a una demanda declinante. En vez de eso, el argumento que se esgrime es que el tipo de cambio fijo alienta a las empresas locales a pedir prestado en moneda extranjera y, en consecuencia, a establecer el escenario propicio para la clase de crisis descrita más arriba.

Es dable preguntarse por qué un tipo de cambio fijo pero ajustable puede alentar la solicitud de préstamos en moneda extranjera. La respuesta parece obvia: si existe el riesgo de una crisis monetaria que dé motivo para que el valor en moneda local de la deuda en moneda extranjera se expanda bruscamente, las firmas previsoras tomarán en cuenta ese riesgo al pedir prestado. Y, en cualquier caso, ¿por qué una empresa local (para la cual los choques adversos de tipo de cambio estarían normalmente correlacionados con otros choques adversos) habría de asumir ese riesgo? ¿No estaría dentro de una lógica normal de compartición de

riesgo sugerir que los *extranjeros* asumieran el riesgo, y para ello prestar en moneda local?

Esto no obstante, como cuestión empírica debe reconocerse que las empresas o firmas en países con tipos fijos sí parecen estar sumamente inclinadas a pedir préstamos en moneda extranjera. Tal vez esto refleje una “miopía para el desastre”: los beneficios claros y presentes que ofrece el pedir préstamos a más bajas tasas de interés prevalecen, en tanto que no se sopesa adecuadamente el costo catastrófico si la moneda local es devaluada. O posiblemente, como Calvo (1999) ha argumentado, existe un elemento de información asimétrica: las firmas locales poseen más información que los prestamistas extranjeros acerca del momento en que será probable una devaluación, de modo que cualquier acción de su parte para solicitar un préstamo en moneda local es inherentemente sospechosa.

De aceptarse, sin embargo, que cualquiera que sea la razón, los tipos de cambio fijos promueven la deuda denominada en dólares o euros, se tiene un caso que aboga por el régimen de tipo flotante, puesto que ofrece cierta garantía contra las crisis financieras.

Eichengreen y Haussman (1999) llaman a esto el argumento de “vulnerabilidad o riesgo moral” en el régimen de tipo de cambio, puesto que lo consideran como parte del argumento general (en su opinión, incorrecto) de que los países en desarrollo solicitan excesivos préstamos, dado que tales préstamos reciben garantías implícitas. Es en realidad algo problemático el uso de ese término: puede tener sentido que el compromiso implícito de usar las reservas para defender la moneda constituye una forma de riesgo moral, pero dudo que alguien piense que esta implícita garantía constituye la principal razón de que los tipos fijos alienten la deuda en moneda extranjera, en caso de que sí lo hagan.

La objeción de que *no* es así reside en que si el problema es la excesiva deuda en moneda extranjera, proponerse desalentar esa deuda con un tipo de cambio flotante parece una política indirecta bastante extraña. La única manera en que tiene sentido preferir eso en lugar de recurrir a una forma más directa de controles a la afluencia de capitales es si se piensa que en verdad hay cierta forma de miopía del desastre, de modo que los prestatarios no piensen acerca de los riesgos de la depreciación, a menos de que se enfrenten diariamente a la evidencia de que el tipo de cambio no está fijo permanentemente.

El recurso definitivo en favor de los tipos de cambio flotantes reside en la esperanza de que puedan convertir a Brasil en Australia. El ejemplo

australiano muestra que es posible para un país atraer cuantiosa afluencia de capitales, sin que aparentemente se vuelva vulnerable a crisis financieras del tipo asiático. Un ingrediente clave en la estabilidad de Australia parece consistir en que sus firmas no dependen de manera excesiva de la deuda denominada en moneda extranjera (de hecho, como lo sugiere la acostumbrada compartición de riesgo, en realidad venden sustanciales cantidades de deuda en moneda *local* al exterior). Y como la depreciación de la moneda no causa estragos en la hoja de balance de las firmas australianas, el país pudo en realidad usar la flexibilidad del tipo de cambio como dispositivo estabilizador, pues la caída del dólar australiano actuó en gran medida para aislar al país de las crisis que afligían a sus vecinos.

La cuestión que se plantea acto seguido es saber la importancia que tuvo el régimen de tipo de cambio en la creación de esta feliz flexibilidad. De haber tenido Australia un tipo de cambio fijo desde 1983, ¿no habrían sido sus deudas en dólares de Estados Unidos tan elevadas que hubieran convertido la devaluación en algo demasiado peligroso? A la inversa, si Brasil o México mantienen sus tipos flotantes por otra década, ¿les permitirá esto desarrollar mercados financieros en moneda local lo suficientemente profundos para permitir a las firmas financiarse a sí mismas sin crear un desajuste monetario?

La creencia básica de los que favorecen la dolarización es que la respuesta a la última pregunta es un no, es decir, que el “pecado original” de los países en desarrollo está demasiado profundamente incrustado para que pueda ser limpiado por un régimen de tipo flotante.¹ Y esto es lo que los empuja a favor del régimen opuesto.

b) Dolarización

Es axiomático que es posible defender cualquier tipo de cambio con una reducción lo suficientemente grande de la oferta de dinero. Así, el proceso de crisis descrito más arriba, en el que las expectativas de una moneda débil causan una depreciación, cuyos efectos de hoja de balance ratifican las

¹ ¿Cómo estableció Australia sus mercados de moneda local? Eichengreen y Haussman (1999) arguyen esencialmente que pudieron crecer detrás de murallas protectoras, que los controles monetarios de la posguerra en Australia le permitieron crear un mercado profundo en títulos, uno que sigue siendo profundo ahora que los mercados se han abierto. Esto inmediatamente sugiere una hipótesis “de infancia en la industria financiera”, la cual argüiría contra una liberalización temprana de la cuenta de capital. Este, empero, no es un camino que se esté dispuesto a seguir.

expectativas, puede siempre ser interrumpido mediante una suficiente restricción monetaria. Sin embargo, ¿qué ocurriría si se pudiese prometer de una manera creíble que esta restricción monetaria de hecho se impondría si una crisis “tratase” de ocurrir? Entonces la restricción no hubiera sido necesaria en primer lugar. Si un banco central puede declarar creíblemente su disposición a defender un tipo de cambio a cualquier costo, ese costo de defensa sería relativamente pequeño. (Los equilibrios múltiples son cosas extrañas.)

¿Cómo podría un país hacer que ese compromiso de blindaje (con chapa de oro) para defender la moneda fuera creíble? La respuesta obvia consiste en institucionalizar en cierto modo este compromiso. Y, en consecuencia, de ahí que surja la posición en favor de los consejos monetarios, o, mejor aún, de la dolarización (palabra que debemos concebir en adelante como un término genérico que implica la adopción de cualquier moneda de un país fuerte, si bien por el momento no hay más candidatos que el dólar o el euro.)

Algunos lectores podrán advertir que aun en el caso de que un compromiso institucionalizado a un tipo de cambio fijo logre eliminar el riesgo de crisis a causa de un desajuste monetario, no por eso se elimina el riesgo de desajuste de maduración, y que limitada la capacidad del gobierno nacional para servir como prestamista de última instancia, se puede considerar que con ello se incrementa el riesgo. Los abogados de la dolarización responden con la afirmación de que un mercado dolarizado implicará empréstitos a más largo plazo, y que por lo tanto, correrá menos riesgo incluso si se trata de crisis de maduración. Volveremos a examinar este debate brevemente en la siguiente sección del documento.

Los nuevos abogados de la dolarización para países en desarrollo, tales como Guillermo Calvo y Barry Eichengreen, difieren en forma importante de los abogados más tradicionales de los consejos monetarios y las uniones monetarias. El caso tradicional se basaba esencialmente en la fe en los mercados: den a la gente una moneda estable, y el mercado libre se ocupara de lo demás. En particular, los argumentos tradicionales en favor de una vinculación firme con otra moneda desechaban las preocupaciones acerca de precios y salarios inflexibles. Por contraste, los abogados de la nueva dolarización están fundamentalmente motivados por su *desconfianza* en los mercados. Cuando Eichengreen y Haussman exponen su teoría de que la dependencia de una deuda en moneda extranjera es peligrosa, aunque está profundamente enraizada en los fracasos de los mercados financieros de los países en desarrollo, y que probablemente no logrará

ser reducida mediante un tipo de cambio flotante, la denominan como la doctrina del “pecado original”; es la imperfección de los mercados, no su confiabilidad, lo que induce a estos economistas a abogar por un compromiso permanente con una moneda extranjera.

Al igual que los abogados de los tipos flotantes para los países en desarrollo, los que preconizan la dolarización opinan que mediante la selección del régimen de tipo de cambio apropiado, dichos países pueden reducir en gran medida el riesgo de crisis. Así, en ese sentido, están diciendo que las crisis *no* son un subproducto inevitable de la transformada naturaleza de la economía mundial. No obstante lo cual, también dicen que debe pagarse el precio de evitar la amenaza de crisis, porque la vieja lógica de la adhesividad-precio todavía resulta eficaz. Al fijar de manera permanente su tipo de cambio, un país se obliga a ajustarse a los choques reales mediante la deflación o la inflación. Y toda la evidencia existente sugiere que esto resulta tan difícil como en el pasado, por lo que los viejos argumentos en favor de la flexibilidad del tipo de cambio siguen siendo relevantes.

Considérese, en particular, el caso de Argentina. El consejo monetario del país ha sido ampliamente elogiado y conserva una inmensa popularidad en el país. Y probablemente ha proporcionado a Argentina cierta inmunidad contra un ataque especulativo. Por otra parte, es una camisa de fuerza para la política macroeconómica. La actual situación de Argentina tiene una clara semejanza familiar con la de la Gran Bretaña a raíz de la vuelta al patrón oro, con una credibilidad financiera fuerte, pero una economía real persistentemente débil.

Adviértase que no estoy abogando porque Argentina abandone su vinculación. Teniendo en cuenta la extensa dolarización ocurrida, con una importante deuda externa, pero también interna denominada en dólares, todo tiende a indicar que una devaluación sería contraccionista, sin mencionar ya la severa pérdida de credibilidad que tendría como consecuencia.

Por otra parte, cuando el vecino Brasil devaluó a principios de 1999, los resultados fueron claramente expansionistas, pues aunque la incapacidad de defender al *real* resultó humillante para el gobierno, los efectos fueron benignos, muy semejantes a lo ocurrido en el Reino Unido en 1992, y no comparables con lo acaecido en Tailandia o Indonesia en 1997. La explicación parece ser que las firmas brasileñas no tenían una deuda muy grande denominada en dólares. Por consiguiente, los efectos autorreforzadores de la hoja de balance que resultaron tan devastadores en otros países en desarrollo no se materializaron.

Ahora bien, ¿cuál es la razón de que la deuda argentina este en gran medida denominada en dólares, mientras que la brasileña no lo está? Una respuesta sin la menor duda se halla en el régimen de tipo de cambio, lo que nos retrotrae a la cuestión de la bipolaridad. Como el tipo de cambio fijo de Argentina ha conducido a una gran deuda denominada en dólares, el abandono de la vinculación a esa moneda sería probablemente catastrófico; de modo que en estas circunstancias sería más conveniente ir hasta el final del camino de la dolarización.

Empero, está también el asunto de la regulación. Los gobiernos pueden adoptar medidas para desalentar los empréstitos en moneda extranjera. (A mi entender las regulaciones brasileñas, de hecho, han logrado desalentar estos empréstitos, aunque me agradaría mucho que se me informara más acerca de ello.)

c) *Controles de la afluencia de capital*

Como ya se señaló, hay dos líneas de convicción que sitúan la deuda a corto plazo en moneda extranjera en el centro de las crisis modernas: una, la evidencia econométrica dice que esa deuda es la que mejor predice el riesgo de crisis, y otra el hecho riguroso de que la incapacidad de refinanciar esta clase de deuda fue el principal componente de la reversión de cuenta de capital ocurrida en Asia de 1996 a 1998. Si a estos hechos empíricos se agrega la creciente convicción entre los teóricos de que la deuda en moneda extranjera (aunque no necesariamente deuda a *corto plazo* en moneda extranjera) desempeña un papel clave en la mecánica de la crisis, parecería natural llegar a la conclusión que el poner límites prudenciales a tal deuda sería un componente clave de cualquier paquete de medidas destinadas a limitar el riesgo de futuras crisis. Y, de hecho, las propuestas de emular los controles chilenos constituyeron un tema de discusión muy activo hace un año o dos.

Más recientemente, empero, la popularidad de estas medidas evidentemente ha venido desvaneciéndose. Aparte de la declinación general del interés por una reforma ahora que la crisis ha pasado, parece haber tres razones principales para este fenómeno.

La primera es que los que se ocupan de la deuda externa a corto plazo han comenzado a hacer hincapié en el régimen de tipo de cambio, en lugar de los impuestos o controles directos. Parece un poco peculiar, desde luego, confiar en la volatilidad de la moneda para que proporcione un impuesto implícito sobre los empréstitos en moneda extranjera; sin embargo, otras dudas acerca de los

límites de los empréstitos dan la impresión de haber creado una preferencia por esas medidas indirectas.

En segundo lugar, desde hace tiempo se han planteado preguntas sobre si los límites en los impuestos pueden ser aplicados con la seguridad de que serán cumplidos, en particular, si los prestatarios locales no pueden evadir los impuestos de tipo chileno recurriendo a transacciones más complicadas. Yo argüiría que la evidencia sugiere que un escepticismo tal resulta excesivo: se registrará cierta evasión, pero el caso no requiere una total perfección. Dicho con más fundamento, las mismas imperfecciones de los mercados financieros en los países en desarrollo que se han destacado tanto en la reciente literatura (el “pecado original” mencionado por Eichengreen y Hausman), limitarán la capacidad de las firmas locales para realizar operaciones financieras paralelas que reproduzcan la deuda en dólares a corto plazo, mediante transacciones incontroladas o que escapen a impuestos. A fin de caricaturizar este argumento ligeramente: no puede afirmarse que las firmas deben pedir prestado en el exterior en dólares, ya que carecen de la credibilidad o los medios institucionales para solicitar préstamos en moneda local o bien cubrir sus deudas en dólares, y al mismo tiempo afirmar que si los empréstitos en dólares son desalentados, dichas firmas tomarán préstamos en moneda local para cubrir con ellos una deuda de facto en dólares.

Finalmente, pasada ya la crisis, la mayoría de los analistas han vuelto a abrigar la preocupación de que cualquier forma de intervención reguladora que imponga muchas trabas burocráticas a las firmas dañará la aptitud de los países para participar en las ganancias que en general se obtienen de la globalización. Esto nos lleva, por último, al tema central de este documento, pero antes de proseguir tenemos que retornar brevemente al examen de la cuestión de los controles de los *flujos de salida* de capitales.

d) *Controles de los flujos de salida de capitales*

Otra iniciativa que también ha caído rápidamente en desuso al pasar la crisis, es la propuesta de que “el sector privado se involucre”, lo que equivale propiamente a una serie de reglas básicas o entendimientos que regularía los acuerdos de abstención acerca de la deuda a corto plazo cuando la crisis impacta. En este caso asimismo, la lógica y la evidencia empírica que apoya esas propuestas son claras. Si las crisis son pánicos que se autorrealizan, los inversores se hallan en el dilema de los prisioneros, en que no sólo es en el interés del país, sino

en el propio, imponerse cierta forma de toque de queda que ofrezca al mercado la oportunidad de calmarse. Y en 1997-1998, se debió sin duda a que la dirección de los flujos bancarios a corto plazo se revirtieron lo que determinó la reversión en la cuenta global de capitales de los países en crisis.

Esto no obstante, las tronantes objeciones de los bancos han contribuido en mucho a cerrar la discusión acerca de la implicación o comportamiento del sector privado. La principal objeción, según yo la entiendo, es la creencia de que en futuras crisis habrá muchos otros canales de fuga de capitales, de modo que singularizar a los bancos resultará ineficaz y será simplemente un castigo para ellos. Lo que es más, las perspectivas de verse así señalados en caso de ocurrir otra crisis hará que los bancos se abstengan de prestar en adelante.

Aun si estas objeciones son acertadas, una respuesta sería no abandonar la idea del compromiso del sector privado, sino ampliarlo, es decir, proponer que se impongan controles generales a la exportación de capitales como medida de crisis. Resulta casi innecesario decir que esta idea, aunque se derive directamente de la teoría sobre el caso, es anatema para la mayoría de los respetables comentaristas. La razón principal parece ser la creencia de que tales controles no serán efectivos, y también los temores de que tales controles erosionen las ganancias que generalmente se obtienen de la globalización, lo que nos retrotrae nuevamente al punto principal de este documento.

Así, y de manera paralela con la discusión sobre los controles a la importación de capitales, algunas de las dudas acerca del involucramiento del sector privado parecen inconsistentes con la doctrina del "pecado original", que se supone explica por qué los países resultan vulnerables en primer lugar. Si los mercados financieros locales están tan subdesarrollados que las firmas tienen que tomar préstamos en moneda extranjera, la capacidad de una fuga de capitales para causar una corrida final en torno a una abstención relativa a la resultante deuda en moneda extranjera será probablemente limitada. Y si la deuda en moneda extranjera, es fuente de vulnerabilidad, la perspectiva de que el involucramiento o implicación del sector privado disuada después los préstamos extranjeros, tal vez no sea una mala cosa.

Empero, haciendo a un lado dicho escepticismo, lo que uno termina por averiguar en este caso, así como en el caso de los controles a la afluencia de capitales, es que el origen primario de la falta de voluntad para adoptar medidas que pudieran reducir el riesgo de crisis es la preocupación de que de proceder de esa manera se erosionarían los beneficios de la globalización.

V. Globalización y crisis

Considérese un país en desarrollo de ingreso medio de hace veinticinco años. (¿De qué país estamos hablando?, no importa.) Sin duda experimentaba muchos problemas, pero de ningún modo habría estado en riesgo de padecer una crisis al estilo de los años noventa. Para empezar, la moneda no sería plenamente convertible. Se necesitaría un permiso para adquirir moneda extranjera, y si bien esto no habría impedido todas las fugas de capital, sí hubiera evitado una fuga *rápida* en una crisis.² La deuda externa habría sido relativamente pequeña, en su mayor parte soberana y a largo plazo. Los problemas de la balanza de pagos podían presentarse y de hecho lo hacían; de hecho, los choques adversos a la cuenta corriente serían particularmente difíciles de tratar, puesto que no sería nada fácil obtener que afluyeran capitales compensatorios. Sin embargo, la devaluación sería una opción que estaría mucho más disponible, y en realidad formaría probablemente parte requerida de cualquier paquete de ayuda por parte del FMI.

Ahora, consideremos al país correspondiente en nuestros días. Habrá liberalizado su mercado de cambios, junto con muchas otras partes de la economía, y logrado alentadores éxitos en la tarea de elevar la productividad, desarrollar las exportaciones no tradicionales, y otros progresos. Estos éxitos habrán atraído considerables inversiones extranjeras. Algunas de estas inversiones son directas, pero también se habrán producido grandes afluencias financieras, principalmente en forma de dólares, euros o yenes prestados a firmas locales. Puede que también sean considerables los préstamos internos denominados en moneda extranjera.

El resultado es que la economía se desempeña mucho mejor cuando le tocan buenos tiempos, pero resulta mucho más vulnerable ante una repentina crisis. La llegada de malas noticias o tan siquiera el rumor de malas noticias pueden desencadenar una rápida fuga de capitales. Y la devaluación es una operación siempre arriesgada en el mejor de los casos, desastrosa en el peor, a consecuencia de la deuda en moneda extranjera.

¿Cómo llegaron a hacerse los países tan vulne-

² Una anécdota personal: el autor era asesor del Banco de Portugal en 1976, época en que Portugal tenía controles de cambios...y estaba perdiendo reservas rápidamente. Se han tejido muchas teorías sobre cómo el dinero estaba evadiendo los controles. Se descubrió, sin embargo, que los bancos locales estaban sencillamente atesorando los ingresos en moneda extranjera, en lugar de entregarlos al banco central. El problema de la "fuga de capitales" se resolvió con unas cuantas llamadas telefónicas. Lo que resultó particularmente irónico es que esos bancos locales eran propiedad del Estado por esa época.

rables? ¿Pueden reducir su vulnerabilidad, sin dejar de conservar las buenas cosas ocurridas con la transformación?

a) Cómo llegaron a hacerse vulnerables los países

¿Acaso no podían los países haber conservado los controles que limitaban la deuda en moneda extranjera y la fuga potencial de capitales? La respuesta es que algunos lo han hecho: los países desarrollados más grandes. China, y la India, todavía siguen operando con extensos controles de capital, y no tienen una gran deuda del sector privado en moneda extranjera. Y, sin la menor duda, es porque los dos gigantes asiáticos no han liberalizado todavía la cuenta de capital en la misma medida que otras naciones asiáticas, por lo que ambos (gracias a Dios) han atravesado las turbulentas aguas de las crisis financieras mundiales sin sufrir graves daños.

Mas ninguno de ellos, por decir lo menos, posee una economía sin problemas. Y al menos algunos de esos problemas están relacionados con los mismos aspectos del sistema económico que los ha protegido contra las crisis financieras. Los controles de cambios probablemente añaden dificultades a la tarea de exportar, pues necesariamente requieren de los exportadores que entreguen sus ingresos en divisas (no obstante que en ciertos casos se les otorgue el derecho a retener una porción), así como la obligación de que les sea aprobada la importación de insumos, y otros impedimentos. Esos controles probablemente también frenan las inversiones directas, pues los inversores potenciales no pueden estar seguros sobre las reglas que regirán para los insumos importados, la repatriación de las ganancias, etc. Y lo que no es menos importante, un sistema de controles comprensivo crea incentivos para la corrupción, lo que se ha vuelto parcialmente cuantificable en China, ya que el déficit en errores y omisiones se ha elevado en forma asombrosa.

Estos costos no son nuevos. Sin embargo, la preocupación por los costos de un sistema controlado es mucho mayor ahora que hace veinticinco años, no porque el viejo sistema funcione peor que en el pasado, sino porque el costo de oportunidad del sistema es mayor. Las oportunidades de exportación para los países en desarrollo son mucho más diversificadas de lo que eran en los años setenta. La inversión extranjera directa potencial, especialmente la que utiliza a los países como plataformas de exportación, parece ser mucho mayor. Y se ha extendido la creencia (que yo comparto) de que el crecimiento encabezado por las exportaciones y una apertura general al mundo es la última y me-

jor esperanza que les queda a los países en desarrollo para verdaderamente desarrollarse. De modo que el costo de un régimen que obstaculiza la globalización parece ser mucho mayor ahora que hace una generación.

Este es, pues, el sentido principal en que la creciente integración de la economía mundial ha incrementado el riesgo de las crisis financieras. Básicamente, las crecientes ganancias potenciales provenientes del comercio y la inversión extranjera elevan cada vez más para los países el costo de mantener controles que pueden interferir con el flujo de bienes y servicios o desanimar a las empresas multinacionales. Sin embargo, la eliminación de estos controles hace más probable que los países desarrollen vulnerabilidades financieras que posibilitan las crisis financieras.

Hacemos notar que incluso el método ahora preferido para limitar la vulnerabilidad financiera: un tipo de cambio flotante, que disuada a las firmas locales de la tentación de endeudarse fuertemente en moneda extranjera, es seguro que registrará incrementadas presiones a medida que prosigue la globalización. Se ha observado una orientación gradual en la literatura académica hacia la proposición de que los tipos de cambio flotantes, en realidad, disminuyen el comercio [véase, por ejemplo, Rose (2000)]. Todo el que haya seguido los intensos debates sobre la adopción por la Gran Bretaña del euro, también conoce que muchos participantes del sector privado afirman que los tipos flotantes constituyen un impedimento a la inversión directa. En cierto modo, no importa si estos argumentos están en lo cierto, mientras sean de creencia generalizada. Es un factor que aumentará la presión para que se mantenga estable el tipo de cambio. Sea lo que fuere, la perspectiva de ganancias provenientes de la integración hará que los países se vean impulsados a alejarse de políticas que hubieran hecho de las crisis un fenómeno menos probable.

b) ¿Es la dolarización la respuesta?

El creciente apoyo de la dolarización entre economistas serios generalmente no asociados con opiniones doctrinarias sobre el libre mercado, constituye un nuevo y sorprendente suceso. El movimiento se apoya en un caso sólido: arguye, en efecto, que la dolarización del sector privado, bajo la forma de deudas en gran escala denominadas en moneda extranjera, no puede ser evitada más que con medidas que minarán las ganancias de los que participan en la economía global. Y si hay una amplia dolarización del sector privado, la conservación de la moneda nacional se convierte en un pa-

sivo más bien que en una ventaja. De modo que lo mejor es ir hasta el final del camino.

Haciendo a un lado por el momento la cuestión de si esta opinión es realmente correcta, es preciso, sin embargo, preguntarse si la dolarización eliminará el riesgo de crisis.

Esto usualmente se plantea como interrogante acerca de la capacidad del banco central para servir como prestamista de última instancia en caso de dificultades financieras internas. Es decir, ¿se habrá realizado un simple intercambio entre el riesgo de crisis impulsada por desajuste monetario y un riesgo igual de crisis impulsado por desajuste de maduración? Las opiniones están agudamente divididas acerca de si este es el verdadero problema. Evidentemente, una vez que no existe ya una moneda nacional, no es posible imprimir dinero para acudir rápidamente en ayuda de las instituciones en problemas; y no parece políticamente realista suponer que el Fed o el ECB estarán dispuestos a otorgar una garantía incondicional de que proveerán esos fondos. Por otra parte, si el gobierno nacional sigue estando en aptitud de pedir préstamos, o bien mantiene grandes reservas de activos líquidos, contará desde luego con fondos disponibles. Una respuesta poco satisfactoria es que si muestra cautela, el gobierno de un país dolarizado podrá prepararse para hacer frente a muchas crisis financieras potenciales, aunque no a todas.

El principal riesgo, a mi parecer, es que la dolarización monta el escenario para las crisis *no financieras*. Considérese, nuevamente, las actuales dificultades de Argentina. Es una economía deprimida por la inadecuada demanda, que encara una presión deflacionaria sostenida, y que enfrenta asimismo déficit presupuestarios debidos en gran parte a esa economía deprimida. El cuadro empeora por la creciente agitación social. Y sin embargo, no parece que el gobierno pueda hacer gran cosa: la política monetaria no existe, la política fiscal expansionista ha sido descartada (de hecho, los movimientos fiscales han sido contractionistas, a fin de calmar a los acreedores). No llegaré hasta predecir que esto desembocará en una sostenida espiral descendente política y económica, pero otros, incluido el ex presidente Menem, han predicho precisamente eso mismo.

Claro está, Argentina no está todavía oficialmente dolarizada, únicamente tiene un consejo monetario. Y la respuesta de los abogados de la dolarización es, en consecuencia, que debería dar remate a la tarea. Empero, ¿en qué exactamente ayudaría esto? (Es cierto que probablemente haría que bajarán las tasas de interés, pero eso sería una ganancia de carácter único, y seguramente no sería suficiente para generar una recuperación económica.)

Y aun una economía totalmente dolarizada resultaría vulnerable a la clase de dificultades de sobrevaluación/presupuesto que ahora enfrenta Argentina.

El punto no es que Argentina esté perdida, pues el país se halla lejos de esa situación. Es, más bien, que hubo razones por las que los países abandonaron el patrón oro en primer lugar, y esas razones son relevantes precisamente hoy día. Nos permitimos robar una línea al *Economist*, que en una ocasión la usó acerca de la Gran Bretaña y el sistema monetario europeo (EMS): si los países en desarrollo se dolarizaran, no tendrían los problemas actuales, en su lugar tendrían otros.

c) *¿Medidas parciales?*

Es probablemente verdad que dadas las ganancias potenciales de la integración, el costo de oportunidad de los regímenes de control de moneda “chapados a la antigua”, que eran a la vez extensivos y permanentes, resulta sencillamente demasiado alto. ¿Pero acaso otras medidas más limitadas podrían todavía desempeñar un papel?

En este punto, sé perfectamente que me he salido del contexto de la discusión como se desarrolló el pasado año. Sin embargo, déjenme decirles que los principales argumentos contra las medidas limitadas no han salido muy bien librados a la luz de los recientes acontecimientos.

Primero, el argumento de más peso contra las regulaciones destinadas a limitar la deuda a corto plazo en moneda extranjera es que esas regulaciones no pueden hacerse efectivas, pues las fugas de capital seguirán ocurriendo a través de otros canales y las firmas pueden renovar su propia deuda en moneda extranjera de manera indirecta. Tales opiniones a veces se relacionan con descripciones a lo Friedman (se trata de Tom, no de Milton) sobre el “rebaño electrónico”, de movimientos de capital que no pueden ser detenidos a consecuencia de la moderna tecnología. Sin embargo, la fuga de capitales en esta última crisis fue sumamente prosaica: fue esencialmente una cuestión de deuda a corto plazo en moneda extranjera.

Posiblemente también valga la pena señalar que todo el mundo está en favor de una regulación prudencial en otras áreas: límites a la exposición bancaria, requisitos de transparencia y reforma de la gestión corporativa, etc. No parece existir ninguna buena razón para que la regulación prudencial de la exposición a la moneda extranjera sea considerada como menos legítima o menos factible que cualquier otra regulación.

Segundo, la misma naturaleza prosaica de la fuga de capitales en la reciente crisis sugiere que la

implicación del sector privado no es tan poco factible como sus oponentes lo han hecho parecer. Puede ser que llegue un momento en que tales medidas se dirijan a una parte tan pequeña del problema que resulten totalmente ineficaces; pero ese momento no ha llegado.

Finalmente, resulta interesante volver hacia atrás la mirada y leer los primeros pronunciamientos de los funcionarios financieros y la comunidad inversora acerca de las perspectivas para Malasia en lo que se refiere a controles de capital, pronunciamientos que explícitamente advertían que tales controles eran completamente inoperantes, que el resultado sería una severa contracción económica. Sin embargo, incluso si usted se muestra escéptico acerca del papel que desempeñaron esos controles en la recuperación de Malasia (las pruebas, en efecto, distan de ser decisivas), al menos uno puede decir que tales medidas no son tan desastrosas o imposibles de implementar como mucha gente afirmaba, aun en una economía con una elevada participación del comercio en el PIB y una fuerte inversión extranjera directa. Como último recurso, en épocas de muy severa crisis, los controles de emergencia para los flujos de salida de capitales siguen siendo una opción.

En resumen, sería un error pintar un cuadro demasiado severo. Las excelentes ganancias procedentes del comercio y la inversión significan que los países no pueden ahora justificar los extensivos controles que en cierta época los hicieron inmunes a las crisis financieras del tipo ahora tan común. No obstante, las medidas para una limitada protección, tanto como protección contra las crisis, como para encontrar la manera de contener las crisis cuando ocurren, siguen siendo opciones válidas.

d) ¿Resolverá la globalización sus propios problemas?

Aunque existe la posibilidad de que los lazos entre globalización y riesgo de crisis puedan debilitarse, el hecho es que continúan ofreciendo un cuadro más sombrío del que nos gustaría observar. Pienso que las sombras son reales: A pesar de nuestros mejores esfuerzos, la más estrecha integración de la economía mundial puede que también signifique un incrementado riesgo de crisis en los años venideros. Ahora bien, ¿se trata simplemente de un problema de transición? ¿Podemos esperar que a largo plazo contemos nuevamente con un mundo más integrado y relativamente libre de crisis financieras? Existen dos canales a través de los cuales esto podría ocurrir.

El primero es que la creciente integración de los mercados de bienes y servicios puede hacer que las crisis financieras sean menos probables. No me re-

fiero ahora, al argumento comúnmente ofrecido en el contexto de la Unión Monetaria Europea: que la creciente integración eliminará los choques asimétricos a las economías nacionales; este argumento me parece erróneo, tanto en teoría como en el práctica. (El comercio creciente lleva a una incrementada especialización que, si algo cambia, es que los choques se vuelven menos simétricos que antes.) Más bien, es una cuestión de respuesta macroeconómica.

Volviendo al modelo holgado de crisis financieras que se ilustra en la gráfica II, el elemento clave en la misma es la región perversamente en pendiente de la curva del mercado de bienes, que corresponde a la posibilidad de que los efectos contraccionistas de hoja de balance de la depreciación monetaria compensarán los efectos expansionistas procompetitivos de dicha depreciación. Supongamos, empero, que la participación de la producción intercambiada se incrementa. Esto significará que el efecto procompetitivo de la depreciación opera sobre una parte mayor de la economía (y también que los efectos de hoja de balance de la depreciación sobre el gasto recaen más en las importaciones, menos en los bienes internos). En el límite, un país que haya exportado todo lo que produjo no podría tener esa curva con pendiente hacia atrás. La depreciación sería expansionista sin ambigüedad. Ningún país ha llegado a ese límite, ni parece probable que pueda llegar a estar muy cerca de él, pero la creciente integración del mercado de bienes contribuirá, no obstante, a reducir la posibilidad de los efectos perversos de la depreciación.

El segundo canal a través del cual la globalización podría reducir el riesgo de crisis es por la vía de la inversión directa. Las subsidiarias locales de las firmas multinacionales no estarán sujetas a los mismos efectos adversos de hoja de balance de la depreciación de que son víctimas las firmas locales. De hecho, es muy difícil ver como una economía que consiste sobre todo de operaciones locales por parte de las firmas internacionales podría arreglárselas para experimentar una crisis de cualquier tipo, salvo como parte de una crisis global. Diremos otra vez, sin embargo, que no existe economía (ni tan siquiera Singapur) que haya alcanzado este caso límite, y ni tan siquiera es probable que se logre pronto. Incluso las economías regionales dentro de Estados Unidos tienen firmas locales que pueden verse envueltas en dificultades financieras que se reforzarán mutuamente. Empero, el movimiento en esa dirección, repetimos, hará que las crisis sean un poco más difíciles de crear.

El efecto de la incrementada integración económica sobre el riesgo de crisis puede argumentar-

se que será entonces una U invertida: transcurridas ciertas décadas de riesgo creciente, las cosas empezarán a calmarse nuevamente, pero recuérdese que China e India no han realizado todavía su apertura en la medida que puedan experimentar crisis financieras, y que, sin embargo, la presión para que así lo hagan es cada vez mayor. Una buena predicción es sin la menor duda que el camino va a seguir estando lleno de baches por muchos años todavía.

Referencias bibliográficas

- Aghion, P., P. Bacchetti y Banerjee, A (1999), *A simple Model of Monetary Policy and Currency Crises*, texto mimeografiado.
- Calvo, G. (1999), *Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch?*, texto mimeografiado.
- Calvo, G. (2000), *Capital Markets and the Exchange Rate (with special reference to the dollarization debate in Latin America)*, texto mimeografiado.
- Céspedes, L., R. Chang, y A. Velasco, (2000), *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, NBER (documento de trabajo, n° 7840).
- Chang, R., y A. Velasco (1999), *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy*, NBER (documento de trabajo, n° 7272).
- Corsetti, G., P. Presenti, y N. Roubini, (1998), *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, NBER (documento de trabajo, n° 6843).
- Diamond, Douglas, y Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 401-19.
- Dooley, M. (1997), *A Model of Crises in Emerging Markets*, NBER (documento de trabajo, n° 6300).
- Eichengreen, B., y R. Hausman (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", presentado, en la Conferencia de Jackson Hole de 1999.
- Feldstein, M. (1999), "A Self-help Guide for Emerging Markets", *Foreign Affairs*, marzo-abril.
- Frankel, J., y A. Rose (1997), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41, pp. 351-66.
- Goldstein, M. (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System* (Informe del equipo especial del Consejo de Relaciones Exteriores).
- Krugman, P. (1998), *What Happened to Asia?*, texto mimeografiado.
- Krugman, P. (1999a), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", en P. Isard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*, Kluwer.
- Krugman, P. (1999b), *Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis*, texto mimeografiado.
- Rodrik, D., y A. Velasco (1999), *Short-term Capital Flows*, NBER (documento de trabajo, n° 7364).

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Presidente: Roque Macarone. *Vicepresidente:* Mario Blejer. *Segundo vicepresidente:* Marcos-Rafael Saúl. *Directores:* Amalia Martínez Christensen, Guillermo L. Lesniewier, Roberto Reyna, Augusto Magliano, Aldo Pignanelli, Felipe Murolo y Hugo Bruzone. *Síndico adjunto:* Raúl A. Menem. *Secretario del Directorio:* Roberto T. Miranda. *Subgerentes generales:* Roberto Riccardi (Servicios centrales), Alejandro G. Henke (Regulación y régimen informativo), Alberto Tulosai (Supervisión y seguimiento), Juan-Carlos Barale (Cumplimiento y control) y Rubén Marasca (Análisis y auditoría). *Gerentes principales:* Jorge H. Mazzei (Auditoría general), Marcos E. Moiseeff (Asuntos judiciales), María del Carmen Urquiza (Estudios y dictámenes jurídicos), Gabriel del Mazo (Estudios y dictámenes de la superintendencia), Adolfo C. Lavenia (Créditos), Alejandra Naughton (Planeamiento y control de gestión), Alberto R. Karlen (Administración de reservas), Héctor Biondo (Tesoro) y José-Antonio Barone, *a. i.* (Reingeniería o organización). *Superintendente:* Guillermo L. Lesniewier. *Gerentes:* Beatriz Biasone, *a. i.* (Análisis financiero e información), Verónica Balzarotti (Investigación y planificación normativa), Alfredo Besio (Emisión de normas), Juan-Carlos Isi, *a. i.* (Consultas normativas), Ricardo O. Maero (Régimen informativo), Gustavo Bricchi (Gestión de información), Ricardo H. Calissano (Asuntos contenciosos), Daniel Mira Castets (Autorizaciones), Jorge Lombardi (Control de entidades no financieras), Alicia López (Control de operaciones especiales), Rubén Escobar (Control de sistemas de compensación), Raúl O. Planes (Sistema de

pago y operaciones), Guillermo Zuccolo (Créditos), Ismael Salvatore (Tesoro), Adriana Fischberg, *a. i.* (Contaduría general), Juan-José Lauro (Recursos humanos), César R. Riccardi (Sistemas), Miguel Pareja (Liquidación de entidades), Marcelo Ferrario (Coordinación de supervisión), Rosalía Díaz, Daniel Domínguez, Delia Cortelletti, *a. i.*, Daniel H. Merlo, Fabián Violante, Francisco Pes, Horacio Fernández, *a. i.*, y Carlo di Donato (Supervisión de entidades financieras), Alberto Figueroa (Supervisión especializada), Gustavo Sani (Análisis crediticio), Francisco Gismondi, *a. i.* (Análisis del sistema), Marcelo Fernández (Auditoría externa de sistemas) y Pablo Carbajo, *a. i.* (Control de auditores).

(Información oficial, agosto de 2001)

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

DIRECTORIO. Presidente: Juan-Antonio Morales Anaya; *vicepresidente:* Armando Pinell Siles; *directores:* Jaime Ponce García, Juan Medinaceli Valencia, Armando Méndez Morales y Fernando Campero Prudencio; y *secretario:* Álvaro Romero Villavicencio. *Gerente general:* Marcela Nogales Garrón. *Gerentes:* Alberto Loayza Flores (Auditoría interna), Julio Loayza Cossío (Operaciones monetarias), David Espinoza Torrico (Operaciones internacionales), Eduardo Gutiérrez Escobar (Entidades financieras), Raquel Galarza Anze (Asuntos legales), Roger Luna Aguirre (Sistemas), Irene Mendoza Calderón (Administración) y Eduardo Navarro Rodríguez (Contabilidad). *Subgerentes:* Magda Lahore Uriarte (Proyecto del sistema de pagos), Marlene Vargas Hinojosa (Auditoría de operaciones monetarias internacionales y financieras), Milko G. Ze-

garra Urréjola (Auditoría de operaciones administrativas y de apoyo), Walter Orellana Rocha (Operaciones de mercado abierto), Rodolfo Saldaña Villegas (Operaciones del sector público), Julio Viveros Burgos (Tesorería), Boris Barniza Caballero (Operaciones externas), Luis Arce Catacora (Reservas), Misael Miranda Vargas (Análisis), Samuel Blanco Rivero (Recuperación y realización de activos), Rosario Pericón Rivera (Operaciones e información), Guillermo Fabbri Crespo (Asuntos jurídicos), Marcelo Ramírez Molina (Infraestructura informática), Wilfredo-Daniel Zapana Castillo (Sistemas de información), Margot Lino de Ayala (Bienes y servicios), Martha Albarracín de Pérez (Recursos humanos) y Gloria-Doris Aguirre Ríos (Contabilidad). *Asesores:* Jorge Requena Blanco y Arturo Beltrán Caballero (Política económica), Freddy Gumiel Vela (Sector externo), Teresa Vera Paz (Sector monetario y fiscal) y Raúl mendoza Patiño (Investigaciones especiales). *Secretario general:* Antonio Salgado Alvístur. *Analistas:* Ricardo Molina Díaz, Boris Gamarra Flores, Eloy Morales Coronel, Tatiana Quiroga Morales y Óscar Lora Rocha. *Jefes de departamento:* Juan-Paul Guzmán Saldaña, Juan-Carlos Fernández Peñaranda, María-Angélica Fleitas, Paola Mejía Valdivia, Jorge Arispe Camacho, Hugo Rocha Solares, Ronald Pinto Rivera, Eduardo Pardo, Francisco Lecoña Luque, Eddy Ustáriz Milkova, Óscar Ferrufino Morro, Marco A. Laguna Vargas, Óscar Otálora Urquizu, Emma Macías Díaz, Luis Idiáquez Peralta, Luis A. Palacios Yáñez, Freddy García Massa, Rolando Moya Chumacero, Hernán Iriarte Claros, Rafael E. Palma Siles, Gabriela Arana Marquina, Carmen Aníbarro de Aguilera, Freddy Aguirre Marquiegui, Karina Rebollo Palacios, Wilma Guerra Montenegro y Darío Magne Mamani.

(Información oficial, agosto de 2001)

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

DIRECTORIO. *Presidente:* Mauricio Yépez Najas; *vicepresidente:* Sixto Cuesta Compán; *miembros:* Cornelio Malo Donoso, Juan Carlos Pitarque y Julián García Miranda; y *secretario:* Manuel Castro Muriello. **PERSONAL EJECUTIVO.** *Gerente general:* Leopoldo Báez; *subgerente general:* Patricio Ordóñez; *directores generales:* Francisco Hidalgo V. (Estudios), Mario Jaramillo (Banca) y Mauricio Ullrich, *a. i.* (Servicios corporativos); *gerente de la Sucursal Mayor Guayaquil (a. i.):* Tomás Plúas; y *asesor legal:* Diego Regalado.

(Información oficial, septiembre de 2001)

BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR

Presidente: Rafael Barraza. *Primer vicepresidente:* Carmen-Elena de Alemán. *Segunda vicepresidente:* Luz-María Serpas de Portillo. *Directores. Propietarios:* Jesús-Amado Campos, José-Carlos Bonilla y Ricardo-Antonio Morales Estupinián; *suplentes:* Mirna Liévano de Márquez, Mario-Ernesto Salaverría y Ricardo-Salvador Calvo. *Asesor:* Ramón Ávila Qüehl. *Gerentes:* Luis-Adalberto Aquino (Estudios económicos), Francisco López (Desarrollo institucional), Marta-Evelyn de Rivera (Internacional), Juan-Alberto Hernández (Tesorería), Sonia Gómez, *a. i.* (Sistema financiero) y Rafael Avillar Gómez (Administración). *Jefes de departamento:* Óscar Ovidio Cabrera (Investigaciones económicas y financieras), María-Luisa Calderón de Castro (Comunicaciones), Vilma de Mendoza (Servicio jurídico), Mayra-Azalia de Munguía (Auditoría interna), Delmy de Corpeño (Informática) y Rubén González Iraheta (Planificación).

(Información oficial, agosto de 2001)

BANQUE DE LA RÉPUBLIQUE D'HAÏTI

JUNTA DE GOBERNADORES. *Gobernador:* Venel Joseph; *subgobernador:* Hancy Pierre-Louis; *director general:* Réginal Mondésir; *miembros:* Yvon Guirand y Gladys Péan. *Directores:* Marie Laurence Boyer (Administración), Lodovic Comeau, Jr. (Moneda y análisis y económicos), Théodore Noel (Caja), Keteen Florestal (Control de crédito), Charles Castel (Asuntos jurídicos), Richard Baptiste (Asuntos internacionales), Georgette Jean-Louis (Supervisión bancaria) y Jean Baden Dubois (Información y tecnología).

(Información oficial, septiembre de 2001)

BANK VAN DE NEDERLANDSE ANTILLEN

JUNTA DIRECTIVA DE SUPERVISIÓN. *Presidente:* M. J. Nicolina; *miembros:* C. A. A. Nicastia, C. J. Römer y M. A. A. Hellburg. **JUNTA DIRECTIVA EJECUTIVA.** *Presidente:* E. D. Tromp. *Directores ejecutivos:* J. M. Hasselmeyer y A. G. Romero; *subdirectores:* H. C. A. Gerrits (Asuntos financieros), H. E. Jackson (Asuntos operativos), F. J. P. Matto (Asuntos de economía monetaria) y S. T. Salesia (Supervisión). *Jefes de departamento:* M. G. Allen (Auditoría interna), R. F. Pietersz (Consejo general), S. M. van Eps (Secretaría de la Presidencia), R. R. Lourents (Asistencia a

la Presidencia), S. M. C. Herrera (Asuntos internacionales), R. I. M. García (Asuntos legales), A. J. P. T. De Jong-Martins (Reportes e información estadística), K. A. Pietersz (Cambio extranjero), H. J. Leseman (Investigaciones), U. Dalnoot (Supervisión bancaria), N. B. Davelaar (Supervisión institucional de inversionistas), M. J. Christiaans (Inversiones y Caja), O. L. Bennett (Mercados de moneda y capital), C. N. Vanderpool (Circulación monetaria), A. H. Jacobs (Balanza de Pagos), G. G. Maduro (Administración), R. A. F. Everts (Organización y planificación de la información), M. O. Suisse (Recursos humanos), E. Y. Struiken (Registro y archivos), C. M. Torres (Museo) y N. S. van der Wal (Publicaciones). *Sucursales*: E. H. Hinds (St. Maarten) y E. G. A. Cova (Bonaire).

(Información oficial, septiembre de 2001)

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

DIRECTORIO. *Presidente*: Raúl-José Vera Bogado; *directores titulares*: Juan-Antonio-Ricardo Ortiz Vély, Luis-Gerardo Lezcano Pastore, Mario-Héctor Pastore Barreiro y Aníbal-Fernando Paciello Rodríguez. *Superintendentes*: Ángel-Gabriel González (Bancos) y Luis-Alberto Toffoletti Rius (Seguros). *Gerente general*: Gilberto Rodríguez Garcete. *Asesores*: Dionisio Coronel Benítez, Jorge Schreiner Marengo, Óscar Morinigo Bosh, Jorge-Gustavo Villalba Santacruz, José-Agustín Pérez Mounier, José-Emilio Argaña Contreras, José Rojas Cardozo, Luis-Alberto Cassella Brasa, Luis Duarte Melgarejo, Martha-Yolanda Miranda de Pankow, Oswaldo Rodríguez, Pablo-Arnaldo Caballero Ferreira, Pedro Acosta Morales, Ramón-Regino Martínez Rolón, Édgar-Andrés Leguizamón Carmona, César-Gustavo Colman Mendieta, Rubén Báez Maldonado, Ricardo Cattoni Carles, Roberto Torres Bordón, Jorge-Humberto Gini, Jorge-Augusto Sánchez Gómez, Carlos-Daniel Benítez, Carlos González Escobar, Carlos González Escobar, Héctor-Higinio Palazón Roa, Francisco Carpinelli Tardivo, José Buttner, Luis-Adolfo Ortiz Acosta, Miguel-Ángel Fernández Salinas, Óscar Rodríguez Campuzano, Sandra-Ofelia Saldívar de Argaña, Víctor Cuevas Núñez, Víctor-María Chamorro Abadía y Gustavo Alexi Osorio. *Gerentes de área*: Carlos Fernández Valdovinos (Estudios económicos), Hermógenes-Higinio Ledesma Brítez (Operaciones nacionales), Catalina-Aideé Aguilera Fernández (Operaciones internacionales), Jorge-Antonio Espínola Almeida (Contabilidad y finanzas), Rogelio Cáceres Báez (Servicios administrativos), Diego-Arturo Martínez Sánchez (Auditoría interna), Ge-

rardo Meza Caballero (Desarrollo y gestión institucional) y Emilio Ortiz Trepowsky (Gabinete de la Presidencia y Directorio). *Directores de departamento e intendencia*: Jorge Navero Villanueva (Nacional del proyecto de reforma y fortalecimiento del sector financiero), Jorge-Raúl Corvalán Mendoza (Economía internacional), José-Aníbal Insfrán Pelozo (Estudios monetarios y financieros), Carlos A. Rodríguez Báez (Cuentas nacionales y mercado interno), José-Manuel Insfrán Mareco (Operaciones internacionales), Rolando Arrellaga (Administración de reservas), Fermín Gill Páez (Contabilidad), Mario-Melanio Báez Páez (Servicios generales), Rafael-Ramón Quiñónez Benítez (Finanzas), José Maciel (Adquisiciones y suministros), Mariano Viveros Pineda (Seguridad), Óscar-Milciades Saldívar Gueyraud (Informática), Benigno-María López Benítez (Servicios jurídicos), Mario-Fernando Bécquer Domínguez (Recursos humanos), Édgar-Rubén Etcheverry T. (Asesoría en Administración), Julio-César Ibarrola Medina (Crédito y cuentas públicas), Sixto Morinigo (Tesorería), Isaac-Rubén Aguilera Dávalos (Operaciones de mercado abierto), Dimas-Ramón Ayala Riquelme, *a. i.* (Supervisiones especiales de la Superintendencia de bancos), Armando-Daniel Rodríguez Franco (Intendencia administrativa de la Superintendencia de bancos), Máximo-Gustavo Benítez Giménez (Análisis financiero y normas de la Superintendencia de bancos), Julio González Caballero (Inspección de la Superintendencia de bancos), José-Asunción Bianchini Ostuni (Estudios técnicos y actuariales de la Superintendencia de seguros), Rafael González Ávalos (Control financiero de la Superintendencia de seguros), Fermín Franco Araujo (Control de operaciones de reaseguros y auxiliares del seguro), Fleming-Raúl Duarte Ramos (Ejecución de programas), Adolfo-Ramón Bordón López (Auditoría interna), Luis-Alberto Peralta Duarte (Secretaría general) y Fátima-Francisca Vásquez Fleitas (Secretaría del Directorio). *Jefes*: Luis-Benjamín Planas (Cámara compensadora), Luis-María Chamorro Colman (Relaciones públicas y protocolo), Andrés Benítez Ruiz Díaz (Centro de comunicación social), Daniel Narváez (Asociación de empleados), Nelson Quiñónez Cabañas (Sindicato de funcionarios del BCP) y Atilio Romero Bolaños (Sindicato de graduados universitarios).

(Información oficial, julio de 2001)

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO. *Presidente*: César Rodríguez Batlle. *Vicepresidenta*: Eva Holz. *Directora*: Rosario Medero.

Secretario general: Aureliano Berro. *Gerente general:* Gualberto de León. *Superintendentes:* Carlos Fernández Becchino (Instituciones de intermediación financiera, SIF) y, Ana-María Acosta y Lara (Seguros y reaseguros). *Gerentes de división:* Umberto Della Mea (Política económica), Ariel Fernández (Operaciones), Héctor Scafarelli (Administración) y Carlos Parmigiani (Control de las administradoras de fondos de ahorro previsional, AFAP). *Intendente:* Alfredo Porro (Superintendencia de instituciones de intermediación financiera). *Auditora e inspectora general:* Beatriz Casal. *Abogado consultor:* Eduardo Bustelo. *Coordinadora del Centro de comunicación institucional:* Rosario Patrón. *Prosecretario general:* Héctor Ribeiro (Secretaría general). *Gerentes de área:* José A. Licandro (Investigaciones económicas), Lourdes Erro (Estadísticas económicas), Daniel Dominioni (Política monetaria y programación macroeconómica), vacante (Operaciones internacionales), Eduardo Ferrés (Operaciones locales), Jorge San Vicente (Contaduría), Bruno d'Amado (Sistemas de información), Luis López (Recursos humanos), Carlos Silva (Servicios generales), Carlos Olivero (Análisis e inspección de las SIF), vacante (Estudio y regulación de las SIF), Elsa Holt (Seguros y reaseguros), Jorge Xavier (Control del mercado de valores), Juan F. Seijo (Administración de patrimonios bancarios), Elizabeth Fungi (Control operativo de las AFAP) y Nelson Braga (Estudios y servicios al afiliado de las AFAP).

(Información oficial, septiembre de 2001)

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

DIRECTORIO. Presidente: Diego-Luis Castellanos; *directores principales:* Armando León, Manuel Lago Rodríguez, Domingo Maza Zavala, Rafael Crazut, Bernardo Ferrán y Jorge Giordani (por el Ejecutivo Nacional). *ADMINISTRACIÓN INTERNA. Presidente:* Diego-Luis Castellanos; *primer vicepresidente:* Gastón Parra Luzardo; *segundo vicepresidente:* Eddy Reyes Torres; *vicepresidentes:* Ángelo Lucenti (Estudios), Carlos Tinoco García (Operaciones nacionales), Germán Utreras (Operaciones internacionales), José-Aníbal Zambrano Marín (Administración), Héctor Griffin (Consultoría jurídica), Edelmira Hernández de Gamboa, *a. i.* (Contraloría interna) y Luis-Eduardo Ortega (Casa de la Moneda); *gerentes:* José Guerra, *a. i.* (Investigaciones económicas), Antonieta Macena (Operaciones mo-

netarias), Giacoma Cuius de Espinoza (Inversiones internacionales), Jesús Arvelo (Obligaciones internacionales), Ana Silva (Recursos humanos), Henry-Manuel Dávila Ventura (Seguridad), Jesús Rojas Díaz (Finanzas), Luis-Armando Rodríguez (Estadísticas económicas), Egidio Coelho (Tesorería), Juan Llorens (Sistemas e informática), María-Luisa Lorenzo de González (Operaciones cambiarias), José-Aníbal Zambrano Marín, *a. i.* (Servicios administrativos y Proyecto manzana norte), Domingo Maza Franki (Subsede Maracaibo), Maximir Álvarez (Análisis del mercado financiero), vacante (Consultoría jurídica de asuntos financieros), José-Leonardo Núñez (Consultoría jurídica para asuntos administrativos), Ángel Ruocco (Relaciones internacionales), Tirso García (Control de operaciones), Edelmira Hernández de Gamboa, *a. i.* (Control de la gestión administrativa), Mary Batista Lorenzo (Comunicaciones institucionales) y Alberto Unanue (Asesoría económica de la Presidencia).

(Información oficial, agosto de 2001)

COLABORADORES

FEDERAL RESERVE SYSTEM (ESTADOS UNIDOS)

JUNTA DE GOBERNADORES. Presidente: Alan Greenspan; *vicepresidente:* Roger W. Ferguson; *miembros:* Edward W. Kelley, Jr., Edwin Gramlich y Laurence H. Meyer. *PERSONAL EJECUTIVO. Asistentes de la Junta:* Lynn Fox y Donald J. Winn; *secretaria:* Jennifer Jonson; *directores de división:* Stephen R. Malphrus (Administración), Karen H. Johnson (Finanzas internacionales), David J. Stockton (Investigaciones y estadísticas), Donald L. Kohn (Asuntos monetarios), Richard Spillenkothen (Supervisión y regulación bancarias), Louise L. Roseman (Operaciones de Bancos Federales de Reserva y sistemas de pagos), Dolores S. Smith (Asuntos del consumidor), Richard C. Stevens (Administración de recursos informativos), Stephen R. Malphrus (Administración de recursos humanos) y Roberto E. Frazier (Servicios auxiliares); *asesor jurídico:* J. Virgil Mattingly, Jr.; *inspector general:* Barry R. Snyder; *contralor:* Stephen R. Malphrus.

(Información oficial, septiembre de 2001)

Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2001

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Operaciones de mercado abierto	Banco Central de Venezuela Caracas, 25 – 29 de junio
Several topics on banking supervision	Banco Central de Suriname Paramaribo, 26 – 30 de junio
Specialized topics	Banco Central de Suriname Paramaribo, 28 de agosto – 3 de septiembre
<i>Seminarios</i>	
Impresión de valores, acuñación de monedas y equipos de clasificación	Banco de la Republica (de Colombia) Bogotá, 4 – 6 de julio
Guidelines for reserve management	Fondo Monetario Internacional México, D. F., 16 de julio
Economía aplicada	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 26 – 27 de julio
La política monetaria y las operaciones de mercado abierto	México, D. F., 20 – 31 de agosto
Lavado de dinero y banca off-shore	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 27 – 31 de agosto
<i>Intercambio de funcionarios</i>	
Visita de funcionarios, del Banco Central de Venezuela, al Banco de España para conocer experiencias sobre instrumentación de política monetaria	Banco de la España Madrid, 4 – 6 de junio

Visita de funcionarios, del Banco Central de Venezuela, al Banco de México para conocer experiencias sobre instrumentación de política monetaria

Banco de la México

México, D. F., 16 – 20 de julio

Publicaciones:

Money Affairs, vol. XIV, n^o 1, enero-junio

Monetaria, vol. XXIV, n^o 3, julio-septiembre



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 12.00 dólares (América Latina y el Caribe: 8.00 dólares; estudiantes y maestros: 6.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

*Claudio Antonovich
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255
Telefax: (5255) 55-25-44-32
E-mail: antonovich@cemla.org*

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bank of Japan
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas

