

PARA ENTENDER
LA ECONOMÍA
POLÍTICA
(Y LA POLÍTICA
ECONÓMICA)

Valeriano F. García

TEXTOS BÁSICOS



Valeriano F. García

PARA ENTENDER LA ECONOMÍA POLÍTICA
(Y LA POLÍTICA ECONÓMICA)

Primera edición, 2000

© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2000
Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 968-6154-66-3

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

A mi esposa Estela, y a nuestros hijos
Álvaro, Sebastián, Valeriano y Bárbara

PRÓLOGO

Este libro es una introducción a los principios y conceptos básicos de la economía política. He querido hacer un libro que, sin dejar de lado un rigor mínimo, sea a la vez interesante y formativo. La idea detrás de estas páginas es explicar conceptos en forma simple pero estricta. Ello para que, ya sea como profesional o ciudadano, el lector sepa cómo y por qué le pueden afectar, a él o a su país, nuevas leyes de salario mínimo, un nuevo régimen cambiario o leyes para *proteger* a la mujer en el mercado de trabajo, etcétera.

El libro se dirige a todos aquellos que quieran refrescar sus conocimientos o estén interesados en tener una visión general, simple y práctica, de la ciencia económica. Es decir, está pensado para aquellas personas que no quieran ser receptoras pasivas de los análisis de comentaristas televisivos o periodísticos. También va dirigido a aquellos profesores que necesiten un texto introductorio para regularizar a alumnos de distinta formación.

He tratado de que el libro sea interesante introduciendo temas no sólo de economía sino también de política económica, sin eludir algunas áreas polémicas. Por ejemplo, describo las organizaciones internacionales de crédito, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), pero también las causas por las que son duramente cuestionadas, con argumentos de un alto contenido económico.

Otro de los temas de actualidad que se puede encontrar en este trabajo es el de las crisis económicas. Explico cuáles son, a mi entender, las causas de las profundas crisis económicas de México y Argentina durante 1994-95, y la dura respuesta del mercado a los tan elogiados *tigres* del sudeste asiático durante 1997, y luego el problema económico de Rusia en 1998 que complica al resto del mundo en desarrollo.

Entre otras cosas veremos por qué el Estado interviene, probablemente con dinero del contribuyente, cada vez que algún banco grande entra en dificultades y no interviene (tanto) cuando cierra una compañía aérea, una fábrica de acero o una zapatería.

Quise que el libro fuera formativo (la parte aburrida pero necesaria). Para que el alumno o persona interesada puedan tener una buena base para otras lecturas o cursos más avanzados, introduje en la discusión algunas herramientas y conceptos de la ciencia económica pura: elasticidades, producto marginal, oferta, demanda, incidencia, base monetaria, multiplicadores, etcétera. Espero haber encontrado el equilibrio entre la descripción y el análisis, lo aplicado y lo puro.

Este libro es fruto inadvertido de un diálogo siempre interesante, sobre muchos temas, que durante años he tenido con diversos funcionarios del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Tengo un gran aprecio y cariño por esta Institución desde que fuera parte de su cuerpo de profesores e investigadores durante 1976-77. Este libro no se hubiese escrito sin el entusiasmo de sus actuales Director y Subdirector, Sergio Ghigliazza García y Luis A. Giorgio, respectivamente. Naturalmente, ambos no tienen nada que ver con las opiniones por mí vertidas.

Quiero agradecer a Álvaro Covarrubias, Vicente Fretes-Cibils, Luis A. Giorgio, Hugo Juan-Ramón, Rodolfo Maino y Cristina Mirabela, por las sugerencias recibidas a lo largo del proceso de gestación del trabajo. También enfatizo que ellos no son responsables de los errores que el libro pueda contener y que las opiniones sólo son de mi responsabilidad.

Valeriano F. García
Washington, D. C., abril de 1999

Índice

Valeriano F. García

	<i>Pág.</i>
Prólogo	<i>iii</i>
Introducción	1
Economía política	3
Política económica	3
<i>Capítulo I. ¿Qué es la economía?</i>	9
Las tres preguntas	11
Sistema vertical tradicional. Sistema vertical socialista. Sistema tribal. Sistema de mercado.	
Los precios relativos y los absolutos	15
Desarrollo económico	17
El amplio campo de la economía	18
Crimen y castigo. Almuerzo rápido o sobremesa con siesta. Hijos: muchos, pocos o ninguno. El cielo y el infierno: la economía y la religión.	
<i>Capítulo II. La demanda y la oferta</i>	27
La demanda	29
Utilidad total y utilidad marginal: La paradoja del agua y el perfume francés. La utilidad marginal es decreciente. Los bienes de lujo y los bienes de primera necesidad generan la misma utilidad, ¿falso, cierto o incierto? Repercusiones en la política económica. La restricción presupuestaria. La elasticidad de la demanda.	
La oferta	36
Economías de escala, rendimientos constantes y deseconomías de escala. La elasticidad de la oferta. Elasticidad: consecuencias en la política económica. Elasticidad e incidencia de los impuestos. Elasticidad y valor de la recaudación impositiva.	

	<i>Pág.</i>
Los precios de equilibrio se determinan por el juego de la oferta y la demanda	45
La demanda por factores productivos. Equilibrio. Controles de precios. ¿Cómo aumentar el salario real?	
La organización del mercado	54
La competencia y el monopolio. La intuición de Harold.	
<i>Capítulo III. Mercado de capitales</i>	61
La bolsa y los bancos	64
Funciones de los mercados de capitales	64
Manejo del riesgo	
Los derivados financieros	66
La bolsa: ¿Un “casino” o la “casa” de los mercados eficientes?	70
<i>Capítulo IV. Crisis financiera sistémica y sistemas bancarios</i>	75
La pirámide invertida y la inestabilidad bancaria	79
Las reservas fraccionarias. El cociente de efectivo a depósitos.	
La base monetaria	80
El multiplicador de la base o la magia de las reservas fraccionarias. La pirámide invertida. Pánico. Descalce.	
La garantía de los depósitos	84
El <i>moral hazard</i> o el rompimiento de la relación riesgo beneficio. Los criterios de Sjaastad. La asimetría perversa. Regulaciones de mercado.	
Regulación, supervisión y ejecución	90
Regulación. Supervisión. Ejecución. Intervención automática.	
Ataques al sistema: la estampida del rebaño o la fría racionalidad del mercado	94
¿Quién paga por el rescate internacional?	96
El seguro de depósitos y el control regulador	
Los determinantes de las crisis sistémicas	97
Causas macroeconómicas. La crisis del Sudeste Asiático. El “ <i>moral hazard</i> ” en las crisis sistémicas.	
¿Pueden predecirse las crisis sistémicas?	105

	<i>Pág.</i>
Capítulo V. Organizaciones internacionales	107
El Comité de Basilea	109
El Banco Mundial	110
Bancos regionales	112
El Banco Interamericano de Desarrollo (BID). El Banco Africano de Desarrollo (AFDB). El Banco Asiático de Desarrollo (ASDB). El Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). El Banco Europeo de Desarrollo (EBRD).	
El Fondo Monetario Internacional	116
Créditos del Fondo	
El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Su origen y su rol actual	121
Vuelta al patrón oro. Crisis, nacional-socialismo y proteccionismo. Distorsiones en el tipo de cambio. Guerra y planes de estabilidad y reconstrucción para la posguerra. Diferencias y similitudes entre el FMI y el BM. Críticas al FMI y al BM. Los créditos de las instituciones multilaterales ablandan la restricción presupuestaria de los gobiernos. Tienden a aumentar las tasas impositivas. Son instituciones costosas de mantener. Fungibilidad del crédito. Crean un problema de <i>moral hazard</i> .	
Capítulo VI. El comercio internacional	135
La especialización internacional	138
Teoría y práctica de la apertura	140
De la Comisión Económica para América Latina de la posguerra al consenso de Washington	142
La CEPAL y el proteccionismo. El fracaso del modelo de la CEPAL. El consenso de Washington. La CEPAL en la década de los noventa.	
Capítulo VII. Regímenes cambiarios	153
El tipo real de cambio	156
El patrón oro	158
Consecuencias de un régimen de patrón oro	

	<i>Pág.</i>
La caja de conversión	161
Esterilización. El ajuste automático. La restricción presupuestaria del gobierno.	
Régimen cambiario fiduciario con tipo de cambio fijo	165
Variantes del régimen cambiario fiduciario: bandas y tablitas.	
Tipo de cambio flotante	168
Ventajas y desventajas de distintos regímenes cambiarios	169
La caja de conversión. Tipo de cambio fijo fiduciario. Tipo de cambio flotante.	
¿Hay que controlar la entrada de capitales de corto plazo?	172
Incentivos virtuosos e incentivos perversos	
<i>Capítulo VIII. Política monetaria</i>	177
La teoría cuantitativa	179
La velocidad de circulación. El costo de mantener dinero. Las críticas keynesianas.	
La nueva moneda de Europa: el Euro	186
Los criterios de Maastricht. ¿Por qué el Euro? ¡Muera el fascismo, viva el socialismo! Del golpe político al golpe económico. La dolarización.	
<i>Capítulo IX. Desarrollo económico</i>	195
Aspectos macroeconómicos	199
Baja inflación. Bajo déficit fiscal. Altas tasas de inversión y de ahorro. Política monetaria estable y confiable. Política cambiaria estable y confiable. Política impositiva estable y confiable. Gasto público de alta productividad y bajo nivel.	
Aspectos microeconómicos	205
Apertura substancial al comercio internacional. Aranceles. <i>Dumping</i> . Evitar controles de precios y salarios. Desarrollar los mercados de capitales. Instituciones jurídicas estables y confiables.	
<i>Apéndice I. Los bloques comerciales</i>	209

	Pág.
<i>Apéndice II. El modelo aritmético de base y multiplicador</i>	217
Bibliografía	221

Recuadros, gráficas y tablas

Crimen y castigo en Argentina	20
Introducción a la economía de la religión	26
El ajuste de la industria estadounidense a la liberación económica	59
Diversificar sigue siendo la consigna	73
El <i>moral hazard</i> del FMI	104
¿Qué es el Fondo Monetario Internacional?	120
Reforma del FMI y del BM	133
La nueva CEPAL en las palabras de su Secretario Ejecutivo	151
Creación y desvío de comercio	152
Banquete o hambre: ¿Son los contratos la respuesta?	175
La convertibilidad en Argentina	192
Salud y educación	198
Las lecciones del Banco Mundial sobre el desarrollo	204
Sobre desarrollo y comercio internacional	208
Gráfica 1. Oferta con elasticidad unitaria. Oferta inelástica. Oferta elástica	39
Gráfica 2. Desplazamiento de la curva de la oferta	40
Gráfica 3. Impuesto sobre un bien	40
Gráfica 4. Desplazamiento de oferta con demanda inelástica ...	41
Gráfica 5. Desplazamiento de la curva de demanda	42
Gráfica 6. Salario mínimo	44
Gráfica 7. Impuesto sobre el salario	44
Gráfica 8. Efecto sequía	46
Gráfica 9. Desplazamiento simultáneo de la oferta y la demanda	47
Gráfica 10. Valores de la productividad marginal	49
Gráfica 11. Precio máximo	52
Gráfica 12. La pirámide invertida	83
Precondiciones macroeconómicas para las crisis bancarias	106
Fondo Monetario y Banco Mundial	128
Tipos de cambio: algunos ejemplos, 1997	174

Capítulo I

¿Qué es la economía?

Valeriano F. García

LAS TRES PREGUNTAS

Toda sociedad, en cualquier tiempo ha tenido que responder a tres preguntas fundamentales y cuyas respuestas darán la clave de su organización económica y social (incluyendo valores como la libertad y otros dentro de la ética): *qué* producir, *cómo* producirlo y a *quién* distribuirlo. Las tres implican elegir entre alternativas, pues dado que los recursos son escasos, no se puede producir de todo, no se debe producir sin un método específico, y el sistema tiene que ser capaz de decidir cómo se reparte la "torta" de lo producido.

El *qué* producir hace referencia al hecho de que las diferentes organizaciones sociales a lo largo de los siglos han tenido que encontrar un método para elegir qué producir: por ejemplo, en la época de los faraones, ellos decidían si producir más palacios para su buena vida o más pirámides para su buena muerte, o quizá menos palacios y pirámides y más expediciones militares para traer más esclavos o conquistar nuevo territorio.

Cuando se elige producir más de algo también se está eligiendo producir menos de otra cosa. El ejemplo clásico recuerda que las sociedades que producen más cañones tendrán que producir menos mantequilla (en todas las épocas). Hoy en día la decisión no es sólo entre bienes de vida o muerte, sino entre miles de millones de diferentes bienes de producción y diferentes bienes de consumo; en esta época los faraones tendrían una vida mucho más complicada si tuviesen que seguir decidiendo el qué y cómo producir (quizá lo único que seguirían teniendo muy claro sería a quién distribuirlo).

El *qué* producir también implica decidir cuántos recursos deben apartarse (no consumirse) para poder crecer. En esto no hay diferencias con la economía doméstica. Cualquier familia toma siempre decisiones sobre consumo o ahorro.

Cuanto más ahorra, más podrá consumir mañana. Para toda la economía el problema (o la solución) es el mismo: cuanto más ahorra más invierte, y por lo tanto más crece.

El *cómo* producir significa que tenemos que elegir entre distintas técnicas de producción, ya que el mismo bien puede producirse con técnicas totalmente distintas. Por ejemplo, la India y la mayoría de los países subdesarrollados producen trigo y otros productos agrícolas con técnicas muy intensivas en trabajo (poco capital), mientras que Estados Unidos, y varios países latinoamericanos, lo hacen con técnicas muy intensivas en capital (poco factor trabajo).

El a *quién* distribuir hace referencia a lo que mucha gente llama justicia social, es decir se refiere a la distribución del ingreso. Este elemento ha sido quizá la más obvia fuente de conflictos pero sin embargo está, como se entenderá luego, muy relacionado con la forma en que se solucionan el qué y el cómo mencionados anteriormente.

Los conflictos creados por la necesidad de responder a las tres preguntas mencionadas se resolvieron a lo largo de los siglos con diferentes organizaciones sociales que traían consigo diferentes mecanismos de asignación de los recursos. Podemos clasificar a los diferentes sistemas como vertical tradicional, vertical socialista, tribal y de mercado.

Sistema vertical tradicional

Bajo el nombre de sistema vertical tradicional incluimos a todos los sistemas que se basaban en la autoridad Real o en castas. En estos sistemas la costumbre, la tradición, jugaba un rol fundamental, el autoritarismo era su columna vertebral, y no existían vasos comunicantes entre los diferentes estratos sociales (el que nacía aristócrata moría aristócrata y el que nacía plebeyo moría plebeyo, el hijo del carpintero era carpintero y el hijo del esclavo era esclavo).

Los casamientos y las guerras jugaban un papel muy importante como mecanismo de resolución de conflictos entre diferentes organizaciones verticales. Este tipo de organiza-

ción económica se observó no solamente en los países relativamente adelantados de Europa occidental hasta la edad contemporánea sino también en América precolombina. Por ejemplo en los imperios azteca e inca.

Sistema vertical socialista

Aunque parezca paradójico, la aristocracia rusa y su sistema de gobierno, aniquilados por la Revolución de 1917, y la posterior organización socialista-bolchevique, tuvieron el mismo tipo de sistema económico, es decir una organización vertical donde una pequeña cúpula (en un caso hereditaria y en la otra política) decide, desde arriba, lo que debe hacer la mayoría de abajo.

Por ejemplo, en la ex Unión Soviética, un comité de funcionarios públicos (el Comité de Planificación) decidía primero qué bienes de inversión y qué bienes de consumo debían producirse, y luego qué se debía producir dentro de cada uno de ellos. El comité enviaba a los encargados de la agricultura socializada y de las fábricas públicas las instrucciones correspondientes. También el mismo comité decidía cómo se producirían los bienes, es decir, qué técnicas usarían los agricultores y qué técnicas usarían las fábricas.

Este tipo de organización vertical socialista también coincide con el vertical tradicionalista en el hecho de que en ambas el cambio tecnológico era muy lento. Los incentivos estaban dados para que se siguiera la costumbre o la tradición pues era políticamente muy arriesgado tratar de aplicar nuevas técnicas que podrían fracasar, era tan arriesgado que en la ex Unión Soviética más de un ministro de la producción tuvo que enfrentar el paredón de fusilamiento por un simple fracaso en la cosecha debido a razones climáticas.

Sistema tribal

La organización tribal se da comúnmente en algunos países del África. Allí la propiedad es de la tribu y los métodos

de producción y distribución se basan en costumbres milenarias. También aquí los conflictos entre diferentes tribus se resuelven con guerras o con casamientos (o ambos a la vez).

Sistema de mercado

El cuarto tipo de organización económica y social es la del mercado. En éste son los precios los que juegan un rol fundamental en las decisiones de *qué, cómo* y para *quién* producir. Los precios se forman libremente, de tal manera que las decisiones son descentralizadas y se genera una organización horizontal y muy fluida entre las diferentes capas sociales, en relación con la poca movilidad social existente en las organizaciones verticales y autoritarias.

La asignación de derechos privados de propiedad es de una gran importancia para el juego del mercado y para que el costo y beneficios sociales sean iguales al costo y beneficios privados. En el lejano oeste estadounidense, durante el siglo XIX, las dos cosas más importantes que se organizaban al avanzar los pioneros hacia el oeste, cuando decidían establecerse en una localidad, era el nombramiento de un comisario y la creación de una oficina de registro catastral.

Es decir, los pioneros se ocupaban de dos cosas fundamentales para la economía: *ley* y *propiedad*. En el registro inmobiliario los colonos reclamaban la nueva tierra ocupada con referencias perfectamente identificables y obtenían su certificado de propiedad. Este certificado era luego enviado a una oficina central del gobierno federal para su registro definitivo. En esta situación los incentivos privados para mantener la tierra coincidían con los incentivos sociales.

La falta de derechos de propiedad puede generar bienes *gratuitos artificiales*. Es decir, bienes que el consumidor o productor (desde el punto de vista privado) trata como si fuesen gratis (costo cero) pero que en realidad (desde el punto de vista social) no lo son. Por ejemplo, la falta de derechos de propiedad en la selva tropical del Brasil es la verdadera causa detrás de su desmonte y quema. Allí los cam-

pesinos desmontan y queman la selva para cosechar un par de temporadas. pues la pequeña capa fértil de la superficie se agota, luego continúan hacia otro pedazo y así sucesivamente. Si el Estado pudiese asignar derechos de propiedad la situación sería diferente: los costos sociales y privados se igualarían.

Durante muchos siglos, el mercado y la propiedad privada fueron excepciones. Durante las edades antigua, media y moderna, hasta la revolución industrial y la total remisión del feudalismo, casi todas las sociedades eran de tipo vertical. De hecho, el mercado y la propiedad privada crecen de manera importante después de la caída de la ex Unión Soviética. Inclusive ahora en esa región, lo mismo que en el África, se puede hablar de mercado y propiedad privada únicamente en forma limitada. Esto sin mencionar China y el sur de Asia.

El individuo, siempre y cuando tenga derechos privados de propiedad bien definidos, se convierte en la célula de la economía de mercado. La propiedad también puede ser pública o tribal. Cuando toda la propiedad es pública, no sólo la propiedad de la tierra, las leyes de la economía de mercado no se cumplen pues por definición si no hay propiedad privada no hay mercado. Lo mismo sucede con la propiedad tribal, para entender estas economías, hacen falta instrumentos aún no desarrollados.

LOS PRECIOS RELATIVOS Y LOS ABSOLUTOS

La economía trata de los precios. Los dos tipos de precios más importantes son los precios relativos y los precios absolutos. Los primeros son un indicador, un verdadero termómetro, de la escasez relativa de los diferentes bienes y servicios.² Hablamos de precios relativos cuando pensamos en la asignación de recursos escasos a necesidades ilimitadas.

² Nuestro concepto de escaso es distinto al popular. Escaso, en nuestro contexto, no es aquello que es difícil de conseguir, sino que, es todo aquello que tiene un precio.

Por ejemplo, las flores aumentan de precio (relativo) en el día de los difuntos. Esto indica que ese día las flores son más escasas. Por ello este aumento les señala a los proveedores que pongan más cuidados para que las flores lleguen al mercado en buenas condiciones y, si es posible, en mayor cantidad. Sin embargo, ese aumento de precios no causa inflación (no causa el aumento de *todos* los precios). El precio del petróleo ha bajado, hacia fines de 1998 al nivel más bajo de la década. Esto simplemente indica que la escasez relativa de las naftas con respecto a la energía térmica se ha reducido. El mercado nos da la señal de que ahora podemos usar técnicas más intensivas en petróleo que hace diez años.

La economía también trata de explicar cambios en los precios absolutos (todos los precios). Si los precios de todos los bienes y servicios aumentaran sostenidamente, y en igual proporción, no habría cambios en los precios relativos pero se producirían cambios en los precios absolutos. La inflación es un fenómeno que lleva implícitos cambios en todos los precios que, en principio, no afectan la escasez relativa es decir no afectan a los precios relativos. *En resumen, la economía moderna también puede definirse como la ciencia que estudia lo escaso y sus precios, en el marco de la propiedad privada.*

En un mundo sin escasez no existiría la economía. Las cosas son escasas porque las necesidades son ilimitadas y los recursos son limitados. Entonces, el problema de la economía consiste en cómo asignar recursos escasos a necesidades ilimitadas.

En una sociedad primitiva el jefe de la tribu puede asignar la caza del día *de acuerdo con las necesidades* de los miembros de su clan. En las sociedades modernas resulta absurdo, y materialmente imposible, asignar a cada uno los recursos *de acuerdo con sus necesidades*. En estas sociedades avanzadas el sistema más eficiente para asignar los recursos escasos es un sistema descentralizado, el sistema libre de precios que también llamamos sistema de mercado.

Cuando no hay ni *escasez* ni ejercicio de *propiedad*, no hay precios. Estos dos conceptos (que la mayoría de las veces van

juntos), nos permiten explicar muchos fenómenos. Durante los siglos XVIII y XIX el gaucho argentino recorría solitario las interminables pampas, sacrificaba una vaca salvaje para comer sólo un poco de carne, se llevaba consigo otro poco para secarla, y dejaba los restos del animal para que se pudriera al sol y alimentara a los buitres. Richard Seymour, fue un pionero inglés que en 1865 emigró a Córdoba, en el centro de Argentina. Allí compró dos lotes fiscales de 5 000 hectáreas cada uno a no muchos kilómetros de la "frontera" con los indios, a raíz de lo cual sufrió sus asaltos llamados "malones" que provocaron la muerte de alguno de sus compañeros. Seymour (1995, p. 51), nos cuenta:

Como en esa galopada recorrimos vastas extensiones, forzoso nos fue hacer noche varias veces en pleno desierto. Cerca de nosotros andaba una cuadrilla de vacas alzadas una de las cuales matamos para comer esa noche.

Su ejemplo de matar una vaca para comer entre dos o tres nos habla de un bien que tenía dos características importantes: primero nadie ejercía sobre éste derechos de propiedad y, segundo, era muy abundante.

De la misma manera, como dijimos más arriba, hay un tipo de agricultor brasileño que va a la selva húmeda del gigantesco Amazonas, desmonta y quema el terreno y lo usa un par de temporadas, para avanzar hacia otro pedazo. Esto desvela a los ecologistas que desarrollan congresos, reuniones y presiones internacionales, a través del Banco Mundial y otros organismos, para evitar la deforestación. Usted seguramente ya comprendió la similitud entre la vaca argentina del siglo pasado y la selva brasileña del presente: en ningún caso se hacen efectivos derechos de propiedad y en ambos casos la abundancia del bien es enorme.

DESARROLLO ECONÓMICO

La economía no trata únicamente de la escasez que pueda existir en un momento dado sino también a lo largo del

tiempo, es decir trata del desarrollo económico. Hay países que se estancan durante períodos prolongados como Chile durante 1960-72 y que luego se desarrollan en forma sostenida como el mismo Chile durante 1985-1998. La economía tiene buenas explicaciones del porqué de esa gran diferencia, gracias al instrumental teórico que ha desarrollado.

Para estudiar la escasez a lo largo del tiempo, es importante saber diferenciar entre el nivel de ingreso y su tasa de cambio. Un país puede ser momentáneamente muy rico con relación al resto, es decir tener un nivel de ingresos alto, como Uruguay durante la década de los cincuenta y luego ver disminuidas las tasas de crecimiento. En consecuencia, lo que en los cincuenta era un nivel alto se transforma en las décadas siguientes en uno bajo, relativo al resto de los países que, crecieron a una tasa mayor.

EL AMPLIO CAMPO DE LA ECONOMÍA

El campo de la economía está relacionado con todo aquello que implique elección y restricciones para el ejercicio de dicha elección. Por ejemplo, nosotros elegimos qué equipo de música comprar, pero dentro de un rango de precios determinado por nuestro salario o presupuesto. Si pensamos en términos de elección y de restricciones, entendemos por qué la economía tiene un campo muy amplio, y por qué ha hecho aportes importantes a otros sectores de los que antes se ocupaban otras ciencias. Casi no hay ninguna actividad humana donde no se planteen las cosas en términos de elegir entre varias opciones con ciertas restricciones. Dentro de esta concepción, donde más contribuciones ha hecho la economía, es en el campo de la sociología.

Crimen y castigo

También el delito implica una elección (vocación criminal) y una restricción (la cárcel), y por lo tanto se presta para el

análisis económico. En contribuciones geniales sobre “crimen y castigo” el Premio Nobel de economía, Gary Becker, de la Universidad de Chicago (Becker, 1968), aplica técnicas económicas que ayudan a explicar los grados de criminalidad y la forma de combatirla.

Suponiendo que el delito fuese una actividad como cualquier otra, respondería también a incentivos: a costos y beneficios. Así, el delito tiene una tasa de reincidencia que depende de cuánto se obtiene por cada delito multiplicado por la probabilidad de ser detenido y todo ello ajustado por la pena. Este enfoque ayuda a tomar decisiones. Por ejemplo, si hay muy pocas policías, o muy poca probabilidad de ser descubierto en un delito, la tasa de reincidencia aumentaría a menos que las penas aumenten.

Por ejemplo, si la multa por pasar una luz roja fuera altísima, por ejemplo 5.000 dólares y en verdad se aplicase, no haría falta tener tantos policías controlando esta infracción. En Singapur hay muy pocos delitos pues las penas son tremendas. En Nueva York el delito se redujo de manera importante cuando se inició la política de “tolerancia cero” es decir cuando el castigo se aumentó y no se perdonó bajo ningún concepto. Todo ello hizo que la tasa de reincidencia por el delito disminuyese y por lo tanto los *empresarios* del delito no lo encontraron rentable.

Almuerzo rápido o sobremesa con siesta

Usando el concepto económico del costo del tiempo se explican muchas modalidades culturales. El poco tiempo dedicado a comer y las crecientes cadenas de comidas rápidas pueden entenderse de dos maneras. Una, como el incremento de una ofensiva falta de sofisticación culinaria. Otra, como una necesidad de ahorrar tiempo pues éste es cada vez más caro.

Los economistas entienden que el costo de cualquier cosa es lo que se sacrifica por hacer dicha cosa (le llaman costo alternativo o de oportunidad). Por ello el costo de una comi-

Crimen y castigo en Argentina

Las sociedades que ven crecer la delincuencia se preguntan con razón: ¿es preferible aumentar presupuestos policiales encarcelando a criminales por más tiempo como se propone en Estados Unidos con la “*Ley de los Tres Golpes*” (que impone una sentencia mandatoria perpetua para todo ofensor que haya sido detenido por cometer tres delitos)? ¿O es mejor apostar a la rehabilitación de aquellos? ¿Tiene sentido la mayor presencia policial en las calles?

Mercado de delitos

La decisión de una persona de cometer delitos o actividades ilegales está motivada por ganancias y costos asociadas a aquellos. La remuneración potencial por la comisión de delitos neto de los costos para llevar a cabo dicha acción constituye un factor preponderante. Pero también importa tener en cuenta el salario alternativo de una actividad legítima que se deja de percibir y la probabilidad de ser aprehendido (junto a la correspondiente pena). Del lado de la “demanda” existen dos tramos definidos: una demanda directa (aquellos que compran bienes y servicios sabiendo que son ilegales) y una indirecta o derivada (la que compramos al adquirir protección privada y que define la tolerancia que soportaríamos frente al crimen). Afectamos la probabilidad de convertirnos en víctimas viviendo en barrios más seguros, comprando sistemas de alarma modernos, etc. Por lo tanto la relación inversa buscada queda así planteada: a mayor tasa de crimen, mayor será la seguridad comprada por las posibles víctimas y, ergo, menor resulta la ganancia potencial para los ofensores.

Es prioritario mirar los incentivos que afectan la oferta y la demanda de ofensas y el tipo de delito que se analice. Conclusión importante: para un delincuente que enfrenta riesgos un aumento del uno por ciento en la probabilidad de ser atrapado tiene un efecto de prevención mayor que un aumento de igual cuantía en la severidad de la pena. Por este lado, la importancia de hacer presentes a policías en las calles resulta una condición necesaria pero no suficiente.

¿Existe una política óptima?

En un análisis de regresión de corte transversal para 24 provincias, con datos en logaritmos, para los años 1980 y 1993, los resultados confirman las conclusiones de la teoría económica. Es claro (en nuestros resultados empíricos) que un aumento simple de la cantidad de policías no termina con la delincuencia. Es, sin dudas, un primer paso importante. ¿Qué enseña la evidencia empírica? Que resulta prioritario establecer esquemas que aumenten la probabilidad de ser atrapado en la comisión de un delito. No basta sólo con tener policías. Hay que tener una estrategia para su uso más eficiente. Además resulta relevante que la justicia actúe eficientemente. Que no se condene a inocentes. Que las penas y castigos que se legislen sean cumplidos por los criminales. Que se promueva la igualdad en juicio de los habitantes y se establezcan desincentivos marginales estrictos (esto es, sí se pide la pena de muerte para alguien que roba 5 pesos es muy probable que esa persona se arriesgue por 5 millones de pesos).

Marina Bachiani y Rodolfo Maino, *Buenos Aires Económico*, Argentina, 5 de febrero de 1998, p. 13.

da no es únicamente su precio sino el tiempo dedicado a comerla. De allí que los economistas dicen que no existe tal cosa como un almuerzo gratis. Esto no es inconsistente con la tendencia, en el mundo moderno, a tener cada vez más días feriados y menos laborales. Ello, porque el mayor ingreso de una sociedad le permite comprar más de todo, inclusive, más ocio.

Por lo anterior los legisladores de los países más pobres que consideran una *conquista social* copiar a los países más ricos aprobando leyes que incrementan los días feriados, no hacen la política correcta para el largo plazo. Al reducir la jornada laboral, en realidad están posponiendo la llegada del nivel de desarrollo que permite dicha compra de ocio en forma no artificial sino natural y voluntaria.

Hijos: muchos, pocos o ninguno

La cantidad de hijos promedio que las sociedades tienen en diferentes etapas de su desarrollo y en diferentes segmentos sociales puede tener distintas explicaciones. Que los pobres en las zonas rurales tengan muchos hijos y los ricos en las ciudades tengan pocos se ha explicado por la *ignorancia* de aquellos grupos, o por otras hipótesis psico-sociológicas. Esto lleva a trabajadores sociales y otros sectores a una política de enseñanza a los *ignorantes*. Además, para que supuestamente los pobres mejoren sus ingresos, esos sectores apoyan controles de natalidad, generando conflictos de tipo religioso y ético.

Otra explicación y otra política está dada por la economía. Esta entiende que a *nivel agregado* hay explicaciones racionales para las distintas tasas de fertilidad. Estas explicaciones están basadas en la teoría del capital humano. En estos modelos se explican las diferentes tasas de fertilidad debido a que los hijos serían, en los segmentos más pobres, *bienes de capital* y, en los segmentos más ricos, *bienes de consumo*. Estos conceptos fueron desarrollados por el Premio Nobel de economía Theodore Schultz (1973).

Parece en verdad muy chocante hablar de los hijos como *bienes de consumo* o *de capital*. Cuando el profesor Schultz explicaba estos conceptos en el aula de la Universidad de Chicago, uno de los alumnos, que era sacerdote católico español, se retiró de la clase protestando airadamente. Sin embargo, Schultz, al hablar de los hijos de esta manera, realizaba solamente un *truco metodológico*. Simplemente, aplicaba un modelo que explicaba muy bien las observaciones estadísticas. Él, de ninguna manera, juzgaba la conducta ética de padres hacia hijos. Esto es lo que no entendían quienes se ofendían por esta forma de abordar el tema.

Para los pobres, los hijos representarían un bien de capital pues realizan todo tipo de labores, sobre todo en las zonas rurales ayudando al grupo familiar³ (itrabajo infantil!, protestarían indignados el Banco Mundial y otras organizaciones no gubernamentales). Este enfoque sostiene que, en promedio, los pobres son menos pobres con libertad de elegir la cantidad de hijos que con controles forzados para reducirlos. Algo totalmente contrario a muchas explicaciones convencionales.

El trabajo donde participa toda la familia (chicos y grandes) no sólo es común en áreas agrícolas sino también en zonas no-rurales en países del sur y sudeste de Asia. Esto es similar a lo que ocurría en etapas previas de desarrollo en Estados Unidos y en otros países ahora más avanzados. Aun así, estos países desarrollados ahora condenan lo que fue práctica común en ellos. La economía no dice si el trabajo infantil es bueno o malo. La economía tiene modelos que explican el trabajo infantil en familia como si los padres realizaran esta elección en forma racional, en beneficio de todo el núcleo familiar.

³ Naturalmente, no incluimos aquí a aquellos padres que explotan a sus hijos enviándolos a pedir limosna, pues esto es un delito aberrante. Sin embargo, si este delito estuviese correlacionado con el nivel de pobreza, sería aún mayor, en la medida en que la teoría del capital humano fuese correcta.

Los esclavos

También se aplican modernas técnicas econométricas al tratamiento de observaciones. Con ello no sólo mejoró la comprensión de la historia, sino que también cambió radicalmente su interpretación. Por ejemplo, el profesor Robert Foguel (1971) llevó a cabo investigaciones con series de datos de haciendas esclavistas de Estados Unidos. En esas series estaban perfectamente detallados la cantidad de esclavos, sus medidas físicas y las de sus hijos, y por sobre todo la alimentación dada y los gastos en medicina.

Con dichas series estadísticas históricas, el profesor Foguel llegó a la conclusión de que los esclavos estaban muy bien alimentados y mantenidos. ¿Cómo podía explicarse esto ante la idea convencional y generalizada que los esclavos eran tratados miserablemente, con largas horas de trabajo y casi a pan, agua y látigo? Foguel aplicó la hipótesis de que para explicar la buena alimentación y el relativo buen trato se podía aplicar un modelo donde los esclavos eran bienes de capital. Como a cualquier otro bien de capital al esclavista le convenía mantenerlo en buenas condiciones. Esto se traducía en buena alimentación y mínimos cuidados médicos. Un esclavo era caro y era productivo y, por lo tanto, las condiciones de vida no podían ser miserables pues ello le llevaría a la muerte prematura o a la falta de productividad por debilidad física. Los esclavistas no trataban bien a los esclavos por razones humanitarias sino por razones económicas.

A raíz de sus revolucionarias teorías, avaladas por la infinidad de observaciones y datos, Foguel fue acusado de racista en un programa donde se discutían sus estudios. Él sólo tuvo que responder que estaba casado con una mujer de raza negra y, por lo tanto, quienes lo acusaban de racista no sabían de lo que hablaban. Sus acusadores callaron confundidos.

El cielo y el infierno: la economía y la religión

Todo lo que implique *elección*, sujeto a una *restricción*,

puede ser objeto de análisis económico. La religión implica varios tipos de *elecciones* en cascada. Una, ser o no ser religioso. Otra, si aceptamos ser religiosos, a cual tipo de religión nos hacemos fieles. La siguiente cascada, una vez elegida una religión, es el grado de adherencia a la misma, y así sucesivamente. Las *restricciones* están dadas por el valor del cielo, el peso del infierno, y el costo del tiempo dedicado a ganarse el primero y evitarse el segundo.

Todo esto también suena un poco cínico pero, al igual que el ejemplo de los hijos como bienes de capital o consumo, se trata de abstracciones para poder explicar grandes tendencias religiosas. Por ejemplo, una conclusión, a ser comprobada empíricamente, sería que, *ceteris paribus*, los pobres dedican más tiempo a la religión que los ricos (el costo alternativo o de oportunidad del tiempo de los pobres es menor).

Siguiendo este enfoque, cuando el ingreso crece produce dos efectos. Uno, llamado *efecto ingreso*, hace que compremos más de todo, incluyendo la religión (en obras de caridad, por ejemplo). El otro efecto, llamado *efecto substitución*, nos dice que el tiempo es más caro, por lo que le dedicaremos menos tiempo a los oficios religiosos. Esto explica por qué la mayoría de los católicos sólo participan de la misa los domingos, pero no a diario como se hacía en el pueblo de mis abuelos. También explicaría por qué son las ancianas, y los jubilados, quienes le dedican más tiempo a la religión (para ellos, el tiempo es más *barato*).

La utilidad de este tipo de modelos depende de si genera hipótesis que pueden rechazarse por la observación. Por ejemplo, otra conclusión de este modelo sería que los ricos dan más dinero a la iglesia (o a su organización religiosa) pero van menos a los oficios religiosos que los pobres.

Lo anterior nos ayudaría a predecir cambios a lo largo del tiempo. Por ejemplo, a medida que el ingreso per capita crece tendremos iglesias, sinagogas o mezquitas más ricas (o más cantidad de ellas), pero menos sacerdotes y rabinos per cápita. Las iglesias, sinagogas y mezquitas, estarán menos

concurridas los días de semana, que los domingos o los sábados.

Si se observa, en cambio, lo que sucede en un momento preciso y no a lo largo del tiempo, obtendremos una perspectiva diferente. Por ejemplo, los grupos que más dinero aportan a sus organizaciones religiosas, son los mismos grupos que más atienden los oficios religiosos: los Mormones aportan 6% de su ingreso y dedican mucho tiempo a sus oficios. Como podemos ver, ambas formas de mirar el mismo fenómeno, desde lo que sucedería a lo largo del tiempo y lo que sucede si tomamos una fotografía no son inconsistentes.

Lo dicho en los párrafos anteriores son predicciones basadas en modelos económicos basados, fundamentalmente, en la teoría de la elección. Esto supone que elegimos algo, sujeto a restricciones, buscando lograr un resultado óptimo. El economista profesional diría que maximizamos nuestra función de utilidad sujeta a la restricción de nuestro ingreso o nuestra riqueza según sea el caso.

Introducción a la economía de la religión

Dos siglos separan las primeras publicaciones (sobre religión y economía) de las segundas, por lo que no hay duda de que la economía de la religión comenzó tarde. A pesar de este comienzo sin prisa, docenas de economistas (y varios sociólogos) han retomado el tema a partir de donde Adam Smith, Corry Azzi y Ronal Ehrenberg lo dejaron. Armados con las herramientas de la teoría económica y una gran cantidad de datos, se han escrito casi 200 trabajos sobre cuestiones que antes estaban confinadas a otras ciencias sociales –los determinantes de las creencias y conductas religiosas, y el impacto social y económico de la religión– ...

Estos estudios prometen mejorar nuestra comprensión en varios niveles: generando información sobre áreas descuidadas de la conducta fuera del mercado; mostrando cómo los modelos económicos pueden modificarse para responder preguntas acerca de las creencias, normas y valores; y explorando cómo la religión (y por extensión la cultura y la moral) incide en las actitudes económicas y en las actividades de individuos, grupos y sociedades. Al mismo tiempo estos estudios prometen influir en la sociología, particularmente, en la sociología de la religión la cual ha desarrollado un agudo interés en el enfoque económico...

El resurgimiento del cristianismo evangélico en Estados Unidos, el crecimiento del fundamentalismo islámico en el medio oriente, el crecimiento explosivo del protestantismo en América Latina, la efervescencia religiosa en Europa Oriental y en la ex-Unión Soviética, el rol de la religión en los conflictos políticos y éticos hablan de la penetrante y continúa importancia de la religión. En Estados Unidos, donde los datos son más detallados, las tasas de religiosidad y de conducta religiosa no muestran declinación a través del tiempo. En realidad, las tasas de concurrencia a la iglesia han aumentado a través de los dos últimos siglos.

Los estudios de economía y religión pueden separarse en tres grandes líneas de investigación... Los que aplican teoría y técnica microeconómica para explicar distintos patrones de conducta religiosa entre individuos, grupos o culturas. Los que estudian las consecuencias económicas de la religión... y los que invocan principios teológicos y sagrados para promover o criticar las políticas económicas...

La investigación moderna sobre religión y economía comienza con el modelo de concurrencia y donaciones a la Iglesia de Azzi y Ehrenberg en 1975. En este provocativo modelo los individuos asignan su tiempo y sus ingresos entre bienes seculares y bienes religiosos de tal manera que maximizan la utilidad durante la vida y después de la muerte...

En realidad, toda la evidencia muestra que los niveles de piedad, incluyendo frecuencia de rezos, creencia en Dios y confianza en la religión es mayor en países donde numerosas iglesias compiten entre ellas que en países dominados por una sola religión oficial... también es cierto que *dentro* de cada país el nivel promedio de participación y creencia religiosa es menor dentro de las iglesias establecidas, que gozan de asistencia financiera y regulación oficial, que entre las denominaciones pequeñas que operan en la periferia del mercado religioso.

Laurence R. Iannaccone, "Introduction to the Economics of Religion", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVI, septiembre de 1998, pp. 1465-96.

Capítulo II

La demanda y la oferta

Valeriano F. García

Para explicar los precios, igual que para bailar el tango, se necesitan dos: la demanda y la oferta. La demanda y la oferta explican porqué los precios son lo que son y porqué cambian a lo largo del tiempo. En general, los bienes tienen precio porque son escasos y porque alguien ejerce sobre ellos derechos de propiedad.

La demanda depende de condiciones subjetivas, como son la utilidad, los gustos, las expectativas, etcétera. La oferta depende de condiciones objetivas: por ejemplo la tecnología, la cantidad y la calidad de los factores de producción, las condiciones climatológicas, el tiempo. Esto último es particularmente importante en la oferta de productos agrícolas.

LA DEMANDA

La demanda es la relación entre los precios y las cantidades requeridas por el consumidor. En esta sección explicaremos dos conceptos muy importantes para entender dicha relación: la utilidad total y la utilidad marginal, pues mucha gente los confunde.

Utilidad total y utilidad marginal: la paradoja del agua y el perfume francés

El agua es vital, mientras que los perfumes franceses, pueden ser necesarios sólo para las mujeres elegantes (y más bien malcriadas). Sin embargo, a pesar de que el agua tiene mucha más utilidad que los perfumes franceses, 100 ml de agua cuestan muy poco comparados con el equivalente del buen perfume. ¿Por qué a pesar de que el agua es mucho más útil, es mucho más barata que el perfume? Usted dirá, "bueno agua hay mucha y perfume poco" (excepto en el Sa-

hara o en la Patagonia) y tendrá toda la razón. Por lo tanto, el precio no se explica porque una cosa sea útil y otra inútil pues lo inútil puede costar muy caro.

Para entender la paradoja es necesario conocer la diferencia entre utilidad total y utilidad marginal. La utilidad total del agua es mucho más grande que la utilidad total de los perfumes. Sin embargo, lo que importa, para explicar el precio, es la utilidad que nos brinda la última unidad consumida. La utilidad que usted derivaría del primer vaso con agua si se estuviese muriendo de sed durante su aventura en el desierto de Gobi sería mucho mayor de la que usted obtendría del vigésimo vaso, una vez que su sed está más que saciada y ya se encuentra al borde de ahogarse.

La utilidad total es la suma de las utilidades que usted deriva de beber el primer vaso con agua, más la que deriva de beber el segundo vaso y así sucesivamente hasta el vigésimo. La utilidad marginal es la utilidad que se deriva de cada vaso en forma individual. La utilidad que ayuda a explicar los precios no es la utilidad total, es la utilidad marginal.⁴

La utilidad marginal es decreciente

Un principio fundamental de la teoría de la demanda es el de la utilidad marginal decreciente. La utilidad que le generaría cada vaso con agua a medida que usted fuera saciando su sed sería cada vez menor e, inclusive, pudiera llegar a ser negativa. Si usted estuviera nadando en el mar y comenzara a ahogarse, la utilidad de cada trago de agua sería negativa, y cada vez más negativa. La utilidad marginal es decreciente para todos los bienes, salvo algunas excepciones. Por ejemplo, hay quienes dicen que el dinero tiene utilidad marginal creciente.

El principio de la utilidad marginal decreciente explica

⁴ En términos matemáticos la utilidad marginal es la primera derivada de la utilidad total.

porqué, dado su ingreso, usted consumirá más de un determinado bien solamente a un precio más bajo. Esto se debe a que la utilidad que se deriva de cada unidad adicional que consume es menor que la que se deriva de la unidad anterior. En otras palabras usted está dispuesto a pagar por un bien un precio que depende de la utilidad marginal que ese bien le genera (y no de la utilidad total).

Los bienes de lujo y los bienes de primera necesidad generan la misma utilidad, ¿falso, cierto o incierto?

La respuesta es incierta. Los bienes de lujo y de primera necesidad generan la misma utilidad marginal (generan diferente utilidad total). Como lo realmente importante para explicar los precios es la utilidad marginal, y no la total, se sigue lo siguiente, si es que somos personas racionales:

- La utilidad marginal, que se deriva de cada uno de los bienes que consumimos, es la misma. En equilibrio, la utilidad marginal por peso (peseta, real, dólar o cualquier unidad monetaria) gastado en ir a la ópera o al médico, vestir a sus hijos, aprender computación, comprar ensalada o viajar al Caribe tienen que ser iguales.

Este es un principio fundamental de economía. Si usted divide la utilidad marginal del bien que consume entre el precio de dicho bien, obtendrá una medida que podemos llamar utilidad marginal por peso gastado, o simplemente utilidad por peso. Si usted prefiere más utilidad que menos, consumirá de tal manera que su utilidad por peso que gasta sea igual para todos los bienes que usted consume. En otras palabras, todas y cada una de las cosas que usted tiene en su refrigerador le generan la misma utilidad marginal.

Por ejemplo, si usted obtiene más utilidad al comprar medio kilo de té que al comprar medio kilo de café, seguramente comprará más té y menos café, tanto como sea necesario para igualar sus utilidades marginales. Lo que es

cierto para el té y el café es en realidad cierto para todos los bienes.

Por ello los economistas decimos que, en el margen, todos los bienes son igualmente importantes. Esto nos hace antipáticos ¡Cómo es posible que sólo por ir a la ópera y al vaudeville, tener a la vez un disco compacto con música de Brahms y otro de Pepito El Loco, o cerveza y leche en el refrigerador, todos tengan la misma importancia! Quizá por eso se dice erróneamente que un economista es quien conoce el precio de todo pero el valor de nada. El error de quienes dicen dicha frase, se debe a que confunden utilidad total con utilidad marginal.

Los economistas hacemos dos supuestos bastante simples que, pensamos, la mayoría aceptaría. Primero, suponemos que la utilidad marginal derivada del consumo de un bien es decreciente. Ello se deriva, a su vez, de suponer que a mayor consumo mayor utilidad total, pero que esa utilidad total aumenta a ritmo decreciente. Segundo, también suponemos que la gente es racional. Antes de pensar que este último supuesto no es fácil de aceptar, recuerde que los economistas definimos lo racional en forma muy simple (y casi tautológica): es racional quien prefiere más a menos, es decir, quien prefiere mayor utilidad a menor utilidad. Para un economista, hasta un loco es racional si prefiere más de los bienes que le dan satisfacción.

Repercusiones en la política económica

El hecho de que todos los bienes y servicios tengan la misma importancia por peso de gasto tiene derivaciones muy importantes en la política económica. Por ejemplo, cuando un político dice que hay que poner impuestos a los bienes de lujo porque no son tan importantes como los bienes de primera necesidad en realidad entiende poco de economía y no respeta las preferencias de los ciudadanos. Esta distinción no tiene sentido ya que según la utilidad marginal de ambos, lujos y necesidades, son igualmente im-

portantes.

"Sin embargo, gravando con impuestos los bienes de lujo y desgravando los de primera necesidad ayudamos a los pobres." Este es un argumento muy común. Parecería que tiene sentido gravar aquellos bienes en los cuales los pobres no gastan ya que esto cambiaría la distribución del ingreso. En ese caso habría que clasificar a la cerveza o al vino como de primera necesidad, igual que a la leche, pues los de menores ingresos gastan en ambos y por lo tanto, en el margen la cerveza y la leche tienen la misma importancia.

La mayoría de la población (clase media para abajo) consume la mayoría de los bienes, pero en menor cantidad y calidad a medida que el ingreso disminuye. Por lo tanto, gravar los bienes por criterio de lujo o de primera necesidad es una forma de agresión a la libre elección individual, en el sentido de que es una forma de cambiar los precios relativos sin atención a las preferencias de la gente.⁵

La restricción presupuestaria

Todos (hasta el multimillonario Bill Gates) tenemos un presupuesto más allá del cual no podemos gastar. Por lo tanto maximizamos la utilidad sujeta a una restricción presupuestaria que está dada simplemente por nuestro ingreso. Los economistas derivamos la función de demanda de curvas de indiferencia, que resumen los gustos (con base en las cuales derivamos la utilidad marginal) y en la restricción presupuestaria, que sintetiza nuestro ingreso.

La elasticidad de la demanda

La demanda no es sólo un precio y una cantidad. La demanda es una tabla (una función) donde a cada precio le co-

⁵ La mejor forma de ayudar a los sectores de menores ingresos no es a través de impuestos diferenciales que en realidad los perjudican sino, como veremos más adelante, con subsidios a su educación y a su salud y con apertura al comercio internacional.

responde una cantidad demandada. De acuerdo al principio de la utilidad marginal decreciente que vimos anteriormente, se establece una relación negativa entre precio y cantidad demandada.

Cuando el precio baja, se puede demandar más. La sensibilidad de la cantidad demandada ante cambios en los precios se denomina elasticidad de la demanda respecto al precio. Esta es una medida aritmética que se define dividiendo el cambio porcentual en la cantidad demandada entre el cambio porcentual en los precios.

Así, por ejemplo, si el precio del estacionamiento público sube 20% y la recaudación en dichos estacionamientos baja 20%, concluimos que la elasticidad de la demanda por estacionamiento público es igual a uno (negativo). Si el precio del kilo de manzana aumentara 30% y la cantidad demandada de manzanas fuera reducida 60% concluiríamos que la elasticidad de la manzana respecto a su precio sería de 2 (negativo). Debido a que cuando cambia el precio en una dirección, la cantidad demandada cambia en la dirección opuesta, la elasticidad precio tiene siempre un valor negativo.

La demanda puede ser elástica (elasticidad precio mayor que la unidad, en términos absolutos, como en el ejemplo de la manzana) o inelástica (elasticidad precio menor que uno). La magnitud de la elasticidad depende principalmente de dos elementos: la cantidad de sustitutos y el tiempo considerado después del cambio en el precio.

A mayor cantidad de sustitutos más elástica será la demanda. Además, los sustitutos aumentan a través del tiempo. Estas dos afirmaciones son muy importantes para la política económica. El concepto de que entre más sustitutos tenga un bien su demanda será más elástica es muy intuitivo. Por ejemplo, la manteca marca A y la manteca marca B serían muy buenos sustitutos si su calidad fuera parecida, por lo tanto los fabricantes de la manteca A no pueden aumentar mucho su precio pues el desplazamiento de la demanda hacia la manteca B sería más que proporcional: si aumentan el precio 15% podrían perder hasta 30% del mer-

cado (elasticidad igual a 2 en valores absolutos).

Si en lugar de distintas marcas de manteca habláramos de manteca y margarina la elasticidad será menor que la anterior pero seguramente será también relativamente grande ya que la manteca y la margarina son buenos sustitutos. Lo mismo sucede con los automóviles de igual cilindraje y tipo: su demanda es muy elástica y dicha elasticidad va disminuyendo a medida que el tamaño y el tipo de vehículo se diferencia.

También la elasticidad de la demanda depende de la definición de los bienes. Cuanto más estrecha sea la definición de un bien más elástica será su demanda. La demanda por un automóvil específico, por ejemplo autos de marca Fiat y modelo Uno, es más elástica que la demanda por autos en general. Esto sucede porque el Fiat Uno tiene más sustitutos, por ejemplo el Peugeot 205, que sustitutos tiene el auto en general, por ejemplo el avión o la bicicleta.

La demanda no depende solamente de la utilidad, depende también del ingreso. En general, a mayor ingreso mayor es la demanda. Por ello, así como hemos hablado de la elasticidad precio también podemos hablar de la elasticidad ingreso. Mientras que la elasticidad precio es siempre negativa (a mayor precio menor consumo), la elasticidad ingreso es siempre positiva (a mayor ingreso mayor consumo). También la elasticidad ingreso⁶ puede ser elástica (mayor o igual a uno) o inelástica (menor que uno).

Es importante tener en cuenta que la elasticidad cambia a través del tiempo: cuanto más tiempo le damos, es más elástica. Es posible que apenas aplicado el nuevo impuesto, que aumenta el precio del bien, el consumo del mismo no disminuya mucho pero, a medida que transcurra el tiempo, la gente ganará información y poco a poco trasladará su consumo a otros bienes. Lo que interesa desde el punto de vista

⁶ Se define a la elasticidad ingreso de un bien como el cociente entre el cambio porcentual en su cantidad demandada ante un cambio porcentual en el ingreso. Ese cociente es generalmente positivo.

de la política económica es la elasticidad de la demanda en el largo plazo.

LA OFERTA

La teoría de la demanda y la oferta guarda cierta simetría. Así como detrás de la función de demanda se encuentran la utilidad y los precios, detrás de la función de oferta se encuentran la tecnología y los precios. De la misma forma en que hablamos de utilidad marginal decreciente, en la oferta hablaremos de productividad marginal decreciente.

La función de producción relaciona cantidades de insumos con cantidades de producto. Lo común es que, cuando todos los insumos permanecen invariables y se aumenta sólo uno en dosis continua (por ejemplo kilos sucesivos de fertilizante a un predio agrícola o empleados sucesivos en una fábrica) la producción aumente pero a tasas decrecientes. Esto es lo que se conoce como ley del producto marginal decreciente. Le hemos dado la jerarquía de ley pues es de observación y aplicación generalizada.

El producto marginal decreciente implica que los costos de producir unidades adicionales (costo marginal) tienen que ser crecientes. Por lo tanto, cantidades mayores serán ofrecidas al mercado a precios mayores. En consecuencia, las cantidades ofrecidas y los precios se mueven en el mismo sentido (la función de oferta tiene pendiente positiva respecto a los precios), al revés de lo que sucedía con la demanda.

Si una empresa tuviera la productividad marginal creciente, sus costos serían decrecientes en todo el rango relevante de producción. Esta empresa se quedaría entonces con todo el mercado ya que nadie podría competir con ella. Tendría lo que se llama un monopolio natural. Esto es la excepción, lo normal es encontrar productividad marginal creciente en un rango reducido de producción porque en la medida en que aumentan los insumos respecto a la capaci-

dad instalada, la productividad marginal declinaría.

*Economías de escala, rendimientos constantes
y deseconomías de escala*

La ley de productividad marginal decreciente supone que hay n factores productivos, que $n-1$ permanecen constantes y que varía uno. ¿Qué sucedería si variaran todos, los n factores productivos, por ejemplo si se duplicaran? Si la producción también se duplica, la empresa (o más rigurosamente, la función de producción de la empresa) tendría rendimientos constantes de escala, si no alcanza a duplicarse sería un caso de deseconomías de escala y, si aumenta más del doble, se trataría de economías de escala.

En realidad, el supuesto de que alguna empresa pueda aumentar sin límites todos los factores productivos en la misma proporción es imposible pues siempre habrá algún factor, fuera del alcance de la empresa, que no pueda cambiarse. Por ejemplo, el tamaño de los caminos de acceso a la fábrica o de los puertos donde embarca sus productos (en términos generales se dice que la empresa no puede cambiar el tamaño del mundo).

Todo ese cúmulo de factores fuera del alcance directo de la empresa hace que, aún en los casos de rendimientos crecientes de escala, en algún momento entre a jugar la ley de rendimientos decrecientes y que la curva de costos promedios comience a subir. En la medida en que esos factores fijos fuera del alcance de la empresa no operen se pueden observar economías de escala y costos decrecientes, pero siempre habrá un más allá del cual dichos factores fijos comienzan a operar y la empresa deje de obtener economías de escala.

Hay industrias en las que las economías de escalas, hasta cierto límite, generan la necesidad de grandes inversiones. Así, por ejemplo, tenemos la industria automotriz y la industria del petróleo. La industria de servicios bancarios parece ser una actividad donde existen economías de escala.

Esto lo deducimos de la gran cantidad de fusiones y adquisiciones habidas durante la década de los noventa.

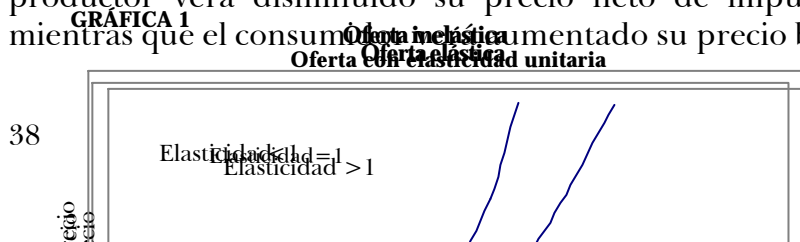
La elasticidad de la oferta

El concepto de elasticidad también existe para la oferta. Se define como el cambio relativo en la cantidad ofrecida ante un cambio relativo en los precios. La oferta puede ser elástica (mayor que uno) inelástica (menor que uno) o unitaria. Por ejemplo, si el precio de un producto aumenta 10% y la cantidad ofrecida aumenta 15% estaremos en presencia de una oferta elástica, en cambio; si la reacción fuera un aumento en la oferta de 6%, se trataría de una oferta inelástica. Si usted pensó que la elasticidad es unitaria si el producto ofrecido aumentase un 10% está en lo correcto (véase gráfica 1). La elasticidad depende de cuan rápido baje el producto marginal. Cuanto más rápido más inelástica es la oferta: los costos suben más rápido y para que aumente la producción en un porcentaje dado, los precios tendrán que aumentar en un porcentaje mayor.

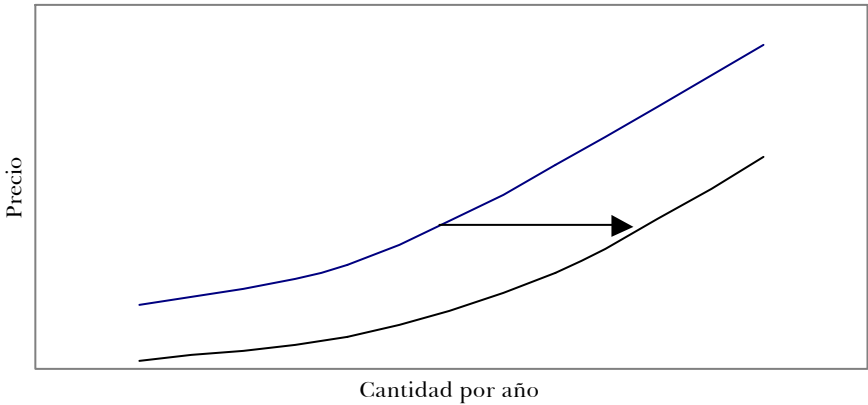
Así como en la teoría de la demanda los cambios en el ingreso desplazan toda la función de demanda (de forma que al mismo precio se demanda más que antes) en la teoría de la oferta, los cambios y mejoras tecnológicas hacen que la oferta se desplace de tal manera que para los mismos costos se ofrezca más, como lo indica la gráfica 2.

Elasticidad: consecuencias en la política económica

El tamaño de la elasticidad de la demanda y de la oferta tiene consecuencias importantes para la política económica. Por ejemplo si el gobierno decide gravar algún bien debe tener en cuenta la elasticidad de la demanda y la oferta. Al introducir un impuesto al consumo de determinado bien el productor verá disminuido su precio neto de impuestos mientras que el consumidor aumentado su precio bruto.



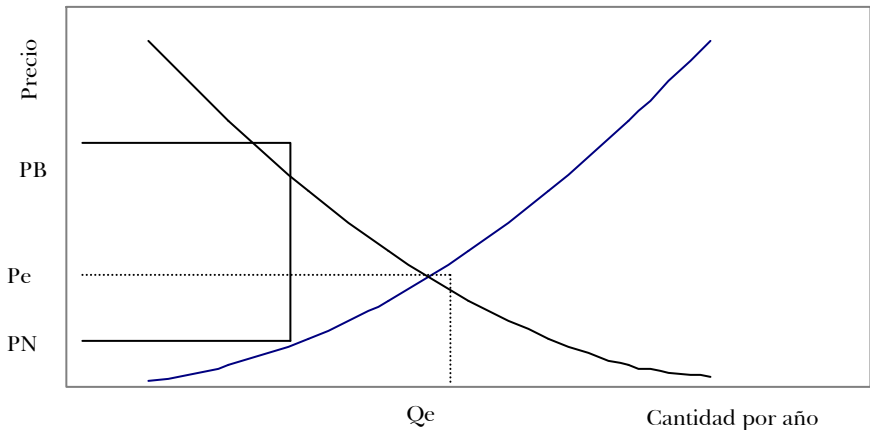
GRÁFICA 2. DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE OFERTA



to de impuestos. Ambos, productores y consumidores sufrirán una pérdida.

Dicha pérdida se divide entre ellos de acuerdo con la elasticidad de la demanda y la oferta: cuanto más elástica menos pierden ellos y menos recauda el gobierno. Si la demanda es muy elástica, apenas aumente el precio debido al impuesto, el consumo disminuirá drásticamente. Entre más elástica sea, la oferta será menor la producción ante la reducción en el precio neto que el productor recibe. Esto se muestra en la gráfica 3, donde PB es el precio bruto, PN el

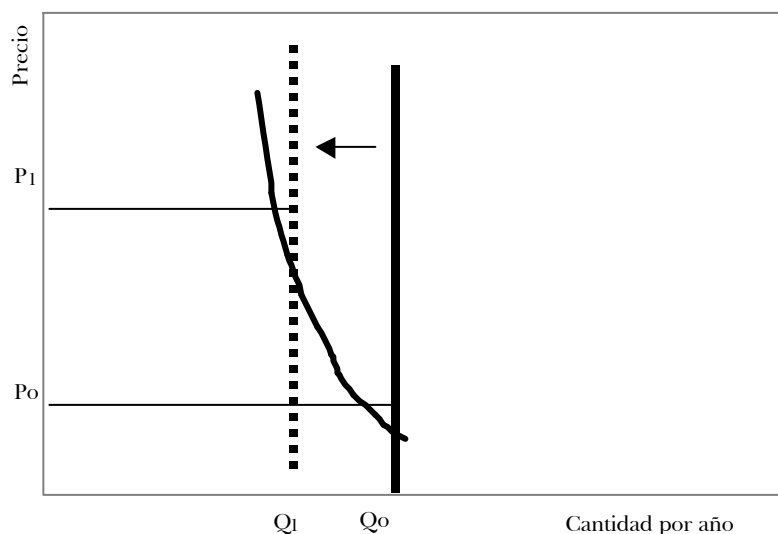
GRÁFICA 3. IMPUESTO SOBRE UN BIEN



el precio neto y P_e y Q_e son el precio y cantidad antes de gravar el producto.

La elasticidad de la demanda ayuda a entender otros fenómenos de gran relevancia práctica. Por ejemplo, se sabe que la demanda por drogas ilícitas y alucinantes es inelástica. Cuando la policía decomisa y elimina una gran cantidad de drogas el precio de la droga que les queda a los vendedores sube más de lo que bajó la cantidad que les quitaron (véase la gráfica 4). Paradójicamente, lo que debería ser un triunfo no lo es, pues el grupo de productores de estas sustancias se ven directamente beneficiados ya que su ingreso total aumenta.

GRÁFICA 4. DESPLAZAMIENTO DE OFERTA CON DEMANDA INELÁSTICA

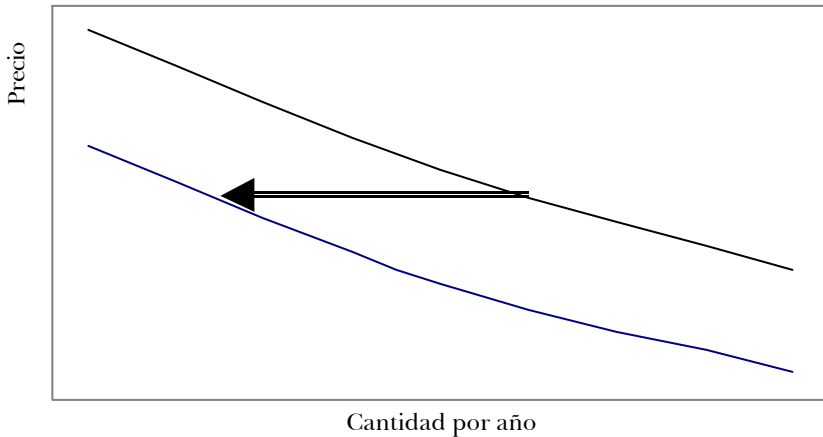


Esto explica porqué en este negocio criminal cuando un capo mafioso es eliminado surgen inmediatamente varios que están dispuestos a reemplazarlo y se matan por ello; al romperse temporalmente las cadenas de distribución con la detención del capo se espera un aumento en el precio de la sustancia ilegal.

Nada pueden hacer los gobiernos para cambiar la elasticidad, empero sí pueden producir un desplazamiento de la

función de demanda a través de la educación, de tal manera que sin importar los precios, se consume menos droga (véase la gráfica 5). La elasticidad de demanda es una información que debería ser de gran ayuda para planear una estrategia correcta de lucha contra este flagelo.

GRÁFICA 5. DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE DEMANDA



La elasticidad de la demanda es un instrumento de gran importancia en la gestión de las empresas. Muchas de ellas, sobre todo las grandes, deben planificar inversiones muy costosas y a largo plazo. Por ejemplo, si una fábrica de autos quisiera establecer una estrategia de ventas para incrementar su participación en el mercado de 4 a 8% en un plazo de diez años, necesitará estimar la elasticidad del precio y la elasticidad del ingreso. Para ello tendría que calcular el crecimiento del ingreso del país y de su población y predecir el crecimiento en la demanda por automóviles. Después de que los técnicos estimaron el crecimiento en la demanda total por automóviles deberán afinar los cálculos para estimar el crecimiento en la demanda de su segmento (autos grandes o chicos) y la participación esperada. Hecho esto, podrían preparar su plan de inversiones, buscar financiamiento, ejecutarlos y luego esperar que sus economistas no se hayan equivocado en sus predicciones.

Elasticidad e incidencia de los impuestos

¿Hace alguna diferencia que la ley diga que el impuesto lo paga el consumidor, cuando hace la compra, o que lo paga el vendedor? ¿Es el salario real neto el mismo si la ley indica que los aportes para la jubilación deben ser hechos por el empresario o por el empleado? Es irrelevante a quien la ley le hace pagar el impuesto, ya que, una vez que el mercado se ajusta, el efecto neto sobre los salarios es el mismo en un caso que en el otro.

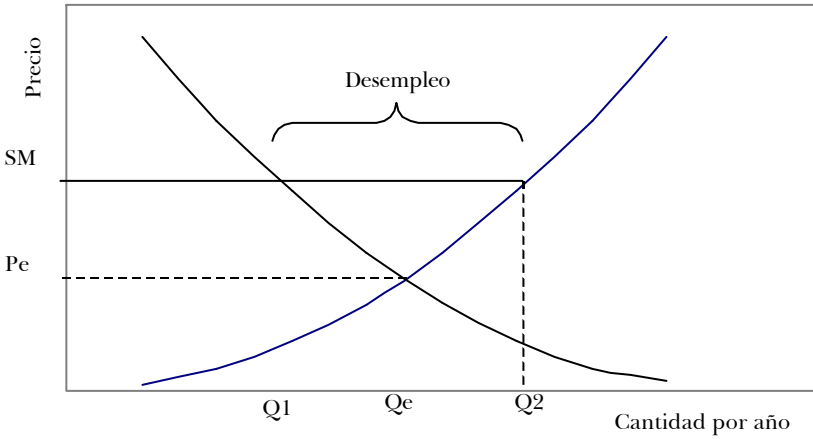
Por ejemplo, si el salario de mercado, establecido por el libre juego de la oferta y la demanda, es de 100 pesos por día y el gobierno establece que 10% de ese salario debe ser pagado por el empleador para financiar un fondo de pensión, es posible que el salario bruto (y neto para el empleado) baje a 91 pesos y el empleador aporte 9.10 pesos.

En caso extremo (cuando la elasticidad de la demanda de trabajo es mucho mayor que la de la oferta de trabajo) resulta que todo el impuesto es pagado por el empleado pues el salario de mercado baja. Si el gobierno intentase fijar por ley un salario mínimo de 100 pesos para evitarlo, sólo conseguiría generar desempleo, con lo que el salario de algunos empleados bajaría a cero. Esto se refleja en la gráfica 6, donde SM es el salario mínimo y el desempleo generado es la diferencia entre Q_2 y Q_1 .

También es posible pensar en un ejemplo opuesto, donde la ley establezca que el impuesto de 10% sobre el salario debe ser totalmente pagado por el empleador pero que al final la incidencia recaiga sobre el obrero. Este sería el caso si la demanda por parte de las empresas es muy elástica y la oferta por parte del trabajador muy inelástica. Después del impuesto el salario bruto aumentaría bastante y casi todo el costo pasaría de al empleador. A continuación la gráfica 7 ilustra una situación de este tipo, donde SB representa el salario bruto, SN el salario neto y S_e y Q_e los salarios y cantidad de empleados antes del impuesto.

Para darnos cuenta de que el aumento del precio para el

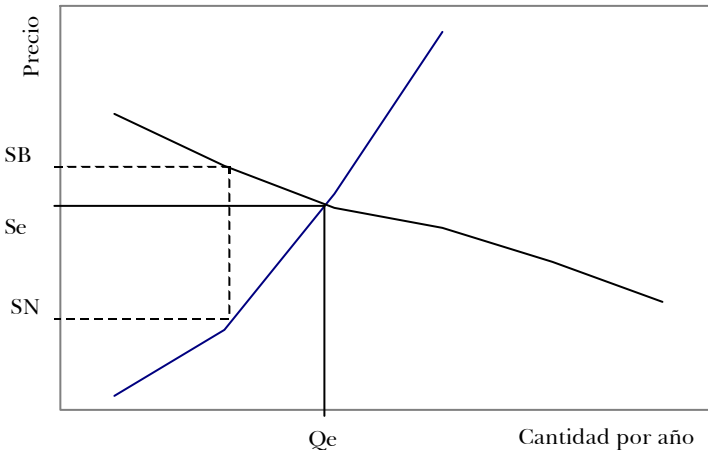
GRÁFICA 6. SALARIO MÍNIMO



consumidor, en el caso de un impuesto a las ventas, o la rebaja del salario neto para el trabajador, si se trata de un impuesto al trabajo, depende de las elasticidades de la oferta y la demanda, lo importante es analizar la situación antes y después del impuesto.

Esto, que parece un poco complicado y raro tiene su sentido intuitivo. Hemos dicho que cuanto más elástica es una función (ya sea de oferta o de demanda), su dueño está en

GRÁFICA 7. IMPUESTO SOBRE EL SALARIO



mejores condiciones de pasarle el impuesto al que tiene una función más inelástica. Cuando uno tiene una función muy elástica significa que a pequeños cambios en los precios, en este caso inducidos por el impuesto, está dispuesto a irse a otro lado, ya sea como productor o como consumidor. En consecuencia, si la otra parte todavía quiere hacer negocios tendrá que pagar mayor porcentaje del ajuste de precios.

Elasticidad y valor de la recaudación impositiva

Si se impone un nuevo impuesto a las ventas, o se aumenta el existente, la cantidad vendida se reducirá. Cuánto disminuirá dependerá de ambas elasticidades, la de oferta y la de demanda. Por lo tanto el gobierno deberá tener en cuenta las elasticidades antes de establecer impuestos al consumo de determinados bienes.

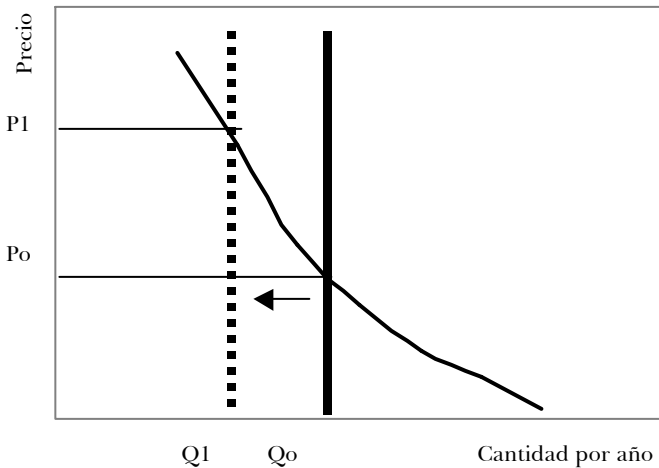
No es por casualidad que la mayoría de los países fijen impuestos altos a los cigarrillos. Sucede que la demanda y la oferta por humo son bastante inelásticas. Por lo tanto un aumento en los impuestos a los cigarrillos aumenta la recaudación impositiva. Lo mismo sucede con los impuestos a los productos alcohólicos. De esta manera, el argumento de que se imponen impuestos altos a estos bienes causan males, carece de validez pues su consumo no se reduce (o se reduce muy poco). La verdadera razón es que son una buena fuente de recaudación. Por ello, rara vez se usan los recursos de dichos impuestos para educar a la población sobre los males del cigarrillo o el alcohol, pues eso haría su demanda más elástica.

LOS PRECIOS DE EQUILIBRIO SE DETERMINAN POR EL JUEGO DE LA OFERTA Y LA DEMANDA

La demanda tiene una relación negativa con los precios: a mayor precio se demanda una cantidad menor y viceversa, mientras que la oferta tiene una relación positiva. Los precios son una señal de la escasez relativa de un bien. Si un

precio sube es porque ese bien es ahora más escaso. Por ejemplo el precio del algodón puede aumentar porque se produjo una sequía que arruinó la cosecha. Este sería un efecto oferta, (es decir que la oferta se desplazó hacia la izquierda). O el precio del algodón puede aumentar porque se encontraron nuevos usos medicinales para la fibra de algodón. Este sería un efecto demanda (es decir que la demanda se desplazó hacia la derecha). Cualquiera que sea el motivo, el precio más alto esta indicando que ahora el algodón es más valioso, como muestra la gráfica 8.

GRÁFICA 8. EFECTO SEQUÍA

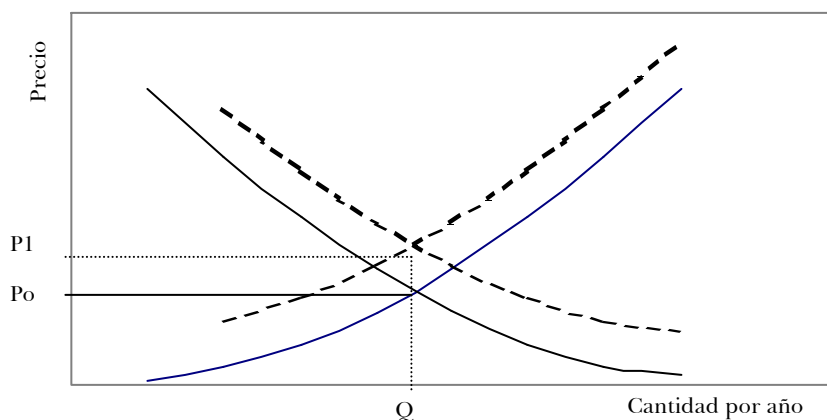


Cuándo el precio aumenta, ¿cómo podemos saber si se trata de un efecto causado por la oferta o por la demanda? La respuesta es simple: si junto con el aumento del precio se incrementa la cantidad negociada (por ejemplo, toneladas de algodón), entonces el alza de precios respondió a cambios en la demanda. Si por el contrario, junto con el incremento de precios se observa una disminución en la cantidad ofrecida estaremos observando un fenómeno donde el desplazamiento de oferta fue el más importante.

También puede haber cambios simultáneos en la oferta y en la demanda que se anulen entre sí. Por ejemplo, los pre-

cios de un producto podrían aumentar, sin que se observe ningún cambio importante en la cantidad negociada si es que la oferta disminuyó en la misma proporción en que la demanda aumentó (véase la gráfica 9).

GRÁFICA 9. DESPLAZAMIENTO SIMULTÁNEO DE LA OFERTA Y LA DEMANDA



Usted puede fácilmente jugar con diferentes desplazamientos de la curva de oferta y demanda y analizar todas las combinaciones posibles para explicar cambios en los precios sin cambios en la cantidad, cambios en la cantidad sin cambio de los precios y cambios de ambos en ambas direcciones. Este ejercicio ayuda mucho al economista para poder saber si los cambios observados en el precio de algunos bienes son buenos, si son cambios que hacen que la comunidad esté mejor.

En general, todos los cambios en los que aumenta la cantidad ofrecida al mercado son buenos porque lo importante para el bienestar es la cantidad producida. Naturalmente, es mejor un aumento en la cantidad con una baja del precio, que un aumento en la cantidad con un alza en el mismo. De todas maneras los precios siempre dan la señal apropiada. Si los precios suben, ya sea que la cantidad ofrecida aumentó o disminuyó, indican que el bien es ahora más valioso.

La demanda por factores productivos

Igual que detrás de la demanda por bienes se encuentra la utilidad (marginal), detrás de la demanda por insumos se encuentran sus productividades (marginales). También, así como la utilidad total es en general creciente y la utilidad marginal es decreciente, con las productividades totales y marginales de los factores productivos sucede lo mismo.

Si usted hiciese un experimento aplicando diferentes dosis de fertilizante a un mismo terreno que, por ejemplo, produce papas, y registra las distintas cantidades de papas producidas (donde todo lo demás permanece constante, incluido el clima) observará como la producción total aumenta, pero también notará que aumenta cada vez menos. Por ello decimos que el fertilizante tiene rendimientos marginales decrecientes.

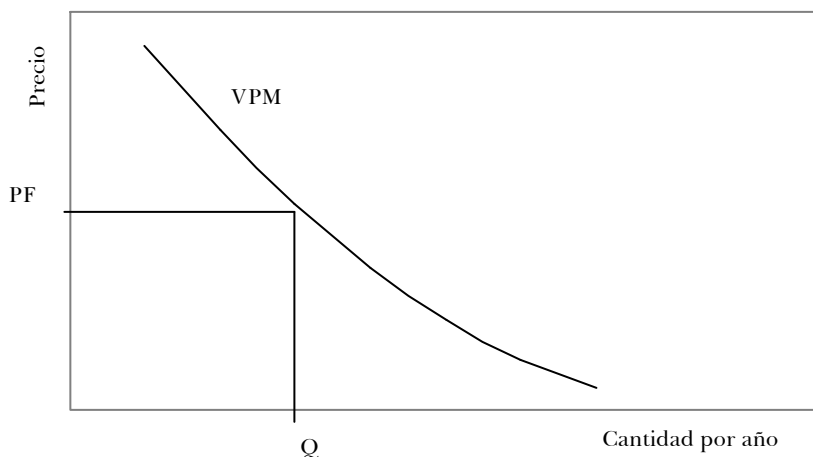
Con estos datos y los precios de las papas estará usted en condiciones de construir una curva o tabla de demanda de fertilizantes por productores de papas: multiplicando cada producción adicional por el precio de las papas obtendrá un listado con los valores de la productividad marginal (VPM) del fertilizante que, por definición, es la demanda de fertilizantes por productores de papas.⁷

¿Cuánto fertilizante le conviene aplicar? Esto depende de tres variables, la productividad física marginal del fertilizante, el precio de la papa (con ambos obtiene el valor del producto marginal) y el precio del fertilizante. Mientras que el valor del producto marginal del fertilizante sea superior al precio del fertilizante (PF) a usted le convendría seguir aplicándolo (véase la gráfica 10).

El ejemplo del fertilizante se puede generalizar a otros insumos como el trabajo. La demanda por trabajo refleja dos

⁷ En otras palabras. Para obtener una función de demanda de fertilizantes por productores de papas necesita cuatro columnas: (a) cantidad de fertilizante, (b) incrementos en la producción de papas – que es el producto marginal, (c) precio de la papa y, multiplicando la columna c con la b obtendrá la columna (d) que es la función de demanda.

GRÁFICA 10. VALORES DE PRODUCTIVIDAD MARGINAL



cosas, la productividad física y el precio del producto a que dicho trabajo se aplica. Ello explica los salarios altos en actividades que producen bienes de precio alto y también explica porqué a mayor productividad mayor salario.

Equilibrio

El concepto de equilibrio es muy importante en economía. La oferta y demanda determinan los precios a través de un proceso iterativo hacia el equilibrio. Como ocurre en una balanza de dos platos, donde en uno está el peso de la demanda y en otro el de la oferta y el fiel se encuentra en el precio que iguala ambos pesos. Los demandantes y oferentes son dos fuerzas opuestas y cuando se anulan decimos que hay equilibrio. Si el precio del producto es menor, la gente demanda más, pero los productores ofrecen menos, y viceversa cuando los precios aumentan. Se llega al precio de equilibrio cuando no hay exceso de demanda ni exceso de oferta. A ese precio el bien o servicio ni sobra ni falta.

Esto no significa que para un mismo bien, encontraremos un sólo precio, porque hay problemas de información. Los precios de bienes homogéneos tienden al equilibrio, pero no necesariamente llegan a éste. Los precios de equilibrio no

son inamovibles, lo importante es su dirección y no su nivel. En una economía dinámica las realidades son cambiantes, dependen de cambios en la demanda y oferta es decir cambios en gustos, tecnología, expectativas, ingreso, etcétera. En realidad, cuanto más alto es el precio la gente busca más (invierte más en información) y por lo tanto hay una mayor uniformidad de precios que cuando el bien cuesta poco. El mercado se ajusta rápidamente a través de cambios simultáneos en los precios o en las cantidades. Los ajustes son más rápidos cuanto más flexibles son los precios y se vuelven más lentos cuando hay distorsiones impuestas por los reguladores, como los controles de precios.

Controles de precios

Los controles pueden ejercerse en forma de precios máximos o de precios mínimos. Los precios máximos siempre dan lugar a la falta del bien cuyo precio se pretende controlar, es decir, a la escasez artificial. Por ejemplo, si se pone un precio máximo sobre la harina por considerar que el pan es una necesidad social, la consecuencia será la falta de pan y los más perjudicados serán aquéllos a los que se pretendía beneficiar. Los precios máximos también tienen como consecuencia la creación mercados negros donde la mercancía se vende a precios mucho más altos que antes del control. Además, los mercados negros dan lugar a existencia de mafias, corrupción y falta de transparencia. En general esos controles distorsionan los incentivos disminuyendo la producción y aumentando las cantidades demandadas.

Por otro lado, los precios mínimos darán lugar a excedentes que necesariamente tendrán que ser comprados y almacenados por la agencia reguladora, que tendrá que financiar esto de la única manera posible: con impuestos recaudados de otros sectores. La mayoría de los economistas profesionales tienen una opinión negativa de los controles generales de precios y de los controles sobre bienes o servicios especí-

ficos.

Los controles de precios sobre los bienes de consumo son un gran mal social pero son aún peores cuando se imponen controles sobre algunos factores productivos. Los factores productivos son el trabajo, la tierra y el capital y sus respectivos precios son el salario, el alquiler y la tasa de interés. Históricamente se han impuesto precios máximos sobre los alquileres y sobre las tasas de interés, mientras que sobre los salarios se han impuesto precios mínimos.

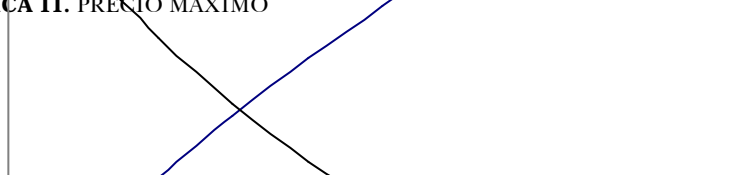
Hasta hace pocas décadas, los controles sobre las tasas de interés fueron muy comunes. Inclusive hoy, muchos países prohíben el pago de intereses sobre los depósitos a la vista, lo que implica un precio máximo (igual a cero). Los controles generalizados sobre las tasas de interés han ocasionado la falta de intermediación financiera pues, para cobrar tasas más bajas sobre sus préstamos, los bancos tienen que ofrecer tasas más bajas sobre los depósitos y, por lo tanto, la cantidad de depósitos (y préstamos) disminuye. Por ello, son pocos los que consiguen préstamos a tasas más baratas. Esto puede generar corrupción porque hay fuertes incentivos para otorgar los préstamos subsidiados a amigos o a empresas vinculadas con el banquero.

El control sobre las tasas de interés se remonta a la antigüedad, recordemos el precepto *pecunia non pari pecunia*, vinculado a la prevención de la usura, o sea el cobro abusivo de intereses. Sin embargo, resulta difícil definir abusivo pues en el nivel de la tasa de interés el riesgo juega un rol muy importante. El control de las tasas de interés ha llegado inclusive a tener rango constitucional, en Brasil, por ejemplo, donde la Constitución especifica la tasa máxima de interés. Afortunadamente para los brasileños esa norma no tiene ley reglamentaria y por lo tanto nunca se aplicó.

Otro tipo de control, que en épocas no muy lejanas fue común, es el de los alquileres o arrendamientos. Hoy en día prácticamente no existen, salvo como una curiosidad. Por ejemplo, en ciertas áreas de Nueva York y de Washing-

GRÁFICA 11. PRECIO MÁXIMO

50
Pe



ton todavía existen como una reminiscencia de la segunda guerra mundial, cuando había controles generalizados de precios para evitar “abusos”. Dichos controles sobre los alquileres fueron muy comunes en América Latina durante las décadas posteriores a dicha guerra. Las consecuencias fueron las mismas que si se aplican precios máximos a las bananas o cualquier otro bien. El incentivo para demandar aumenta y el incentivo para ofrecer disminuye. Las déca-

das de control de arrendamientos llevaron a falta de cons-

Exceso de demanda

trucción de viviendas para alquilar. Esto, junto con los controles de las tasas de interés hicieron que no hubiera préstamos hipotecarios para la compra y, por lo tanto, durante muchos años el “déficit” habitacional fue aumentando, como se indica en la gráfica 11, donde PM corresponde al precio máximo.

Los precios mínimos también han jugado un rol significativo en el control; los más importantes han sido los salarios mínimos y los precios mínimos sobre algunos productos agrícolas. Estados Unidos, hasta hace poco, tenía un sistema generalizado de precios sostén para el trigo y otros productos, a raíz de lo cual se producían notables excesos, que se volcaban al mercado mundial a precios muy inferiores, con consecuencias fiscales en el área interna y un efecto lesivo para el comercio internacional.

Los salarios mínimos son un mal social porque causan desempleo. La razón es que producen incentivos perversos que aumentan la oferta de trabajo y disminuyen la demanda por parte de las empresas. Los que ya se encuentran trabajando pueden beneficiarse en el corto plazo, pero estos salarios mínimos no vienen solos, generalmente van acompañados de altos costos de despido. Las empresas reaccionan ante el cambio en los costos; tienen diferentes

maneras de producir el mismo bien y a medida que pasa el tiempo emplean tecnología que usa más capital y menos trabajo.

Dicho proceso es todavía más intenso si hay controles sobre las tasas de interés pues éstos subsidian el uso del capital. Es decir que por un lado, las empresas tienen que pagar un impuesto sobre el trabajo y por otro reciben un subsidio por el uso de capital. Por eso es natural que encontremos empresas totalmente automatizadas en países que supuestamente tienen abundancia de mano de obra. Los más perjudicados son los nuevos trabajadores, generalmente los jóvenes, que sufren desempleo.

Debido a la globalización y los grandes flujos de capitales internacionales, los salarios mínimos son más deletéreos ahora que antes. Los cambios en la dirección de esos flujos afectan al nivel de equilibrio de todos los salarios. En un mundo tan dinámico como el de hoy no sólo cambian los salarios en relación con el precio del capital, sino que también cambian los distintos salarios entre ellos. Cuanto más inflexible es el mercado laboral a raíz de contratos colectivos y salarios mínimos, más fuerte es el ajuste a través de la cantidad de trabajo, es decir, el desempleo aumenta.

Los salarios mínimos también afectan el crecimiento económico pues son un factor de gran importancia que no contribuye a la producción de acuerdo con su potencial por una distorsión exógena. Por ello se explican los altísimos niveles de desempleo y el bajo crecimiento en Europa durante la década de los noventa. Esto, opuesto a lo que sucede en Estados Unidos donde los salarios mínimos no se aplican a raíz de que, en general, son menores a los precios de equilibrio.

¿Cómo aumentar el salario real?

Hay solo dos maneras para aumentar el salario real en forma sostenible (a) aumentar la productividad (b) aumentar el precio del producto. La primera se logra con el uso de

todos los factores productivos con mayor eficiencia o aumentando la cantidad de capital. El precio de lo producido depende de las condiciones de mercado.

Cualquier otro tipo de aumento del salario real no es sostenible o lo es a expensas de los mismos empleados. Por ejemplo, un aumento conseguido por la fuerza del sindicato, llevará a que las empresas del ramo dejen desempleada gente para reemplazarla por máquinas (porque cambiaron los precios relativos del capital *vis-à-vis* el trabajo). La inversión en maquinaria aumentará la productividad de la gente que quede empleada, y continuara aumentando hasta que el nuevo salario impuesto por el sindicato sea igual a la productividad marginal del trabajo. La mayor demanda por capital se ve compensada por la menor demanda de gente. Considerando a la gente que, queda desempleada (o que trabaja en otras empresas que pagan menos) el salario real del grupo disminuye.

LA ORGANIZACIÓN DEL MERCADO

La competencia y el monopolio

La competencia y el monopolio son dos modelos de estudio extremos: competencia es un modelo con muchos vendedores y monopolio con un sólo vendedor. Hubo una escuela que pretendió llenar lo de en medio con modelos de competencia monopolística. Se define a la competencia como aquella situación donde hay o potencialmente pueden haber muchas firmas y donde la información no se elimina o reduce artificialmente. Los libros de texto definen el modelo de competencia perfecta con una serie de condiciones muy estrictas: gran numero de pequeños oferentes y de demandantes, información perfecta, no hay costos de entrada ni de salida del mercado, los productos no son diferenciados, etcétera.

Las condiciones del modelo de competencia perfecta son

imposibles de encontrar en la realidad. Pero para que se cumplan las predicciones que se hacen a partir del modelo de competencia perfecta no es necesario que estas condiciones existan. No hay que juzgar un modelo por el realismo de sus supuestos sino por la eficacia de sus predicciones (Friedman, 1953). Los modelos de competencia perfecta no existen en el mundo real, sin embargo, sus predicciones se confirman una y otra vez. Por ello los modelos de competencia perfecta y de monopolio son muy eficientes: con pocos supuestos simples se puede llegar a conclusiones que se pueden aplicar a un mundo complicado. En realidad no sólo no hace falta que los modelos sean realistas sino que no conviene que lo sean.

Los modelos con supuestos más realistas, por ejemplo los de competencia monopolística (muy de moda durante mucho tiempo en las universidades inglesas), eran difíciles de manejar y no produjeron mejores predicciones que los modelos simples.

Entre las predicciones más importantes de los modelos de competencia está la siguiente: las ganancias de un grupo de empresas no pueden ser permanentemente más altas que la rentabilidad del capital para cualquier otro grupo de empresas que toman el mismo tipo de riesgo. En otras palabras, esos modelos dicen que si incluimos a la capacidad empresarial como un costo, son muy pocas las empresas que pueden obtener ganancias mucho más altas que las de sus vecinos.

Los recursos asignados dentro de mercados donde hay competencia (aunque no sea perfecta) son eficientes en el sentido de que, por tratar de obtener el máximo beneficio, las empresas minimizarán los costos. Los costos están formados por recursos económicos, por lo tanto cuanto menos recursos económicos se usen para producir una determinada cantidad de bienes, mayores recursos quedarán liberados para producir otros bienes. Como los recursos son escasos los economistas decimos que la competencia es un sistema eficiente: se produce al mínimo costo la mayor cantidad po-

sible de cosas.

La competencia es doblemente eficiente. Por un lado motiva a producir al mínimo costo la máxima cantidad de bienes y, por otro lado, el tipo de bienes que produce es aquel que la gente demanda. Esto, en mercados reales que tienen millones de productores, millones de insumos, millones de consumidores y millones de precios. El sistema de precios se ha generalizado en el mundo pues actúa como una "mano invisible" según la famosa frase de Adam Smith que, sin planificador alguno, asigna recursos en forma eficiente (mínimo costo) y justa (de acuerdo con la demanda).

Los monopolios son socialmente malos no porque sean ineficientes (el monopolista produce, cualquier cantidad que desee ofrecer al mercado, al mínimo costo) sino porque restringen la producción y suben los precios y obtienen de esta manera rentas monopólicas. Es decir producen menos para cobrar más. Los monopolios pueden ser naturales o impuestos por regulaciones gubernamentales.

Los naturales son, como lo afirma George Stigler en su libro *La Teoría de los Precios* (escrito hace más de treinta años), aquellos "cuyas economías de escala son tan grandes respecto al tamaño de la industria que sólo una firma puede existir" (Stigler, 1966). En este caso, aun si la entrada es libre, siempre habrá una firma que desplaza a las otras para quedarse con todo el mercado.

En el sector de la energía y de las comunicaciones se ha introducido en muchos países una saludable competencia. En un principio, parecía que, por ejemplo, en la provisión de electricidad o gas el consumidor tendría que verse a merced de un monopolista o de regulaciones estatales no siempre adecuadas. Los proveedores podrían competir por un contrato para obtener la concesión o la propiedad pero el consumidor no tendría mayores opciones.

Sin embargo, a raíz de la separación de la propiedad entre aquellos que son dueños de los conductores eléctricos de aquellos que proveen el fluido eléctrico, puede producirse la competencia entre los proveedores de este último ele-

mento. Lo mismo en cuanto al gas donde una misma infraestructura puede usarse por diferentes compañías que compiten con precios, servicios, etc. Este modelo para abrir la competencia, también puede usarse, y en realidad se usa en algunos países, en los servicios telefónicos, tanto a nivel de corta como de larga distancia.

La intuición de Harold

Los monopolios naturales no necesariamente tienen que ser regulados por los gobiernos para evitar que exploten a la gente con precios más altos y menor producción. Es decir, los gobiernos no necesariamente tienen que fijar las tarifas de estas empresas de servicios públicos. Harold Demsetz, en una serie de influyentes artículos, ha mostrado que hay dos formas de combatir a los monopolios naturales.

Una forma es dejando abierto el mercado para que cualquiera pueda entrar. En este caso siempre hay la posibilidad de que otra empresa negocie precios menores a los existentes. Por ejemplo, si sólo hay una empresa de electricidad y el precio de competencia hubiese sido 0.34 pesos por kw/h pero el precio cobrado por el monopolio es 0.44 pesos por kw/h, habrá incentivos para que una nueva empresa pueda negociar ofreciendo el mismo servicio por 0.42 pesos por kw/h y así sucesivamente hasta llegar a los 0.34 pesos por kw/h. Para que haya precio y cantidad, igual que en un sistema competitivo, la condición no es que muchas empresas existan, sino que puedan entrar al mercado, que existan potencialmente, y que no haya barreras artificiales, por ejemplo protección estatal, para su entrada al mercado.

La otra forma de evitar los males del monopolio natural, es someter a las empresas aspirantes a ofrecer este tipo de servicios públicos a un proceso de licitación o remate. Esto se puede hacer de dos maneras (a) gana la empresa que ofrece cobrar la menor tarifa o (b) se especifica una tarifa alta (similar a la de monopolio) y se asigna a la empresa que ofrece el mayor precio para acceder al monopolio. En este

último caso los clientes, que pagan precios monopolísticos por el servicio, deberían obtener algún servicio adicional por parte del gobierno, que cobra el valor presente de las rentas monopólicas.

Este procedimiento fue seguido por Argentina cuando privatizó la empresa nacional de teléfonos al principio de la década de los noventa. Se dividió al país en dos áreas y se otorgo el monopolio en cada región a una empresa distinta de acuerdo a un proceso de licitación, es decir, al mejor postor. En ese caso la empresa provee el servicio y también recolecta impuestos (por adelantado). Es decir que las empresas obtienen retornos no monopolísticos pero los clientes pagan precios monopolísticos.

Las altas tarifas al comercio internacional no necesariamente crean monopolios en el sentido estricto pero pueden tener consecuencias similares. Una tarifa alta, por ejemplo, a la importación de automóviles, hace que muchos productores internos en competencia, produzcan un vehículo que es más caro y por lo tanto menos demandado que si hubiese apertura internacional. En consecuencia los efectos, más precio y menos cantidad, son los mismos aunque nadie tenga ganancias monopólicas.⁸

⁸ Lo recolectado por tarifas generalmente no alcanza para compensar las ineficiencias de este sistema.

El ajuste de la industria estadounidense a la liberación económica

Entonces, ¿qué podemos esperar de haber liberado las comunicaciones y la electricidad? Como con otras industrias liberadas, el proceso de ajuste será largo y difícil. Sin embargo, el beneficio potencial a los consumidores puede ser enorme. Recuerde usted que los costos operativos reales en otras industrias cayeron aproximadamente entre 25 y 75% luego de la liberación. De la misma manera los costos deberían caer substancialmente en las áreas de las comunicaciones y la electricidad porque la competencia estimula a las firmas a dejar tecnología ineficiente y a desarrollar y aplicar innovaciones que reducen costos, llevando los precios mucho más cerca de los costos marginales. En telecomunicaciones, los beneficios anuales (en Estados Unidos) podrían estar alrededor de 30 mil millones de dólares por año. La liberación de la televisión por cable probablemente lleve a una rápida expansión de los programas. La industria de la electricidad se caracterizará por un mercado competitivo en la parte de generación, acceso a toda una red de transmisión y un alto grado de diferenciación de productos. Aunque las empresas más importantes en estos mercados probablemente sufran pérdidas, las nuevas empresas serán seguras, rentables y los consumidores, tanto residenciales como industriales, probablemente ganarán más de 10 mil millones de dólares por año a raíz de la entrada de nuevas empresas.

Esta investigación sugiere que todas las industrias se comportan mas o menos de la misma manera en lo que respecta al ajuste después de la liberación y que ese ajuste, aunque lleva tiempo, aumenta el bienestar de los consumidores en forma importante al principio y luego en forma sostenida. Los mercados serán más competitivos y las firmas desarrollarán innovaciones para ser más eficientes y responder a los deseos de los consumidores. Ciertamente, el éxito de la liberación en los Estados Unidos ha llamado la atención a países como Japón y miembros de la Unión Europea quienes han comenzado a liberar el transporte, las comunicaciones y las finanzas.

Al principio del proceso de liberación, 20 años atrás, cuando no teníamos información sobre el impacto de la liberación los debates ideológicos tenían sentido. Pero ahora tenemos esa información... Mirando hacia adelante, se justifica la liberación de los precios, la entrada y la salida en el mercado del transporte oceánico... y a nivel local de los taxis y limosinas y las profesiones... y el transporte urbano.

Clifford Winston, "U: S: Industry Adjustment to Economic Deregulation" *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, nº 3, verano de 1998, pp. 89-110.

Capítulo III

Mercado de capitales

Valeriano F. García

Quienes ahorran pueden invertir directamente, como por ejemplo cuando una empresa compra nuevas máquinas con sus ganancias, o cuando un individuo paga el arancel de sus estudios universitarios. Otra forma de invertir es con ahorro ajeno mediante los mercados de capitales.

Los mercados de capitales son intermediarios entre el ahorro y la inversión. Ahí se compran y venden papeles que dan derecho a sumas fijas o indeterminadas de dinero. El sector que vende papeles a cambio de dinero es el sector que necesita financiamiento (se llama también deficitario o inversionista), mientras que el sector que compra los papeles, ofreciendo su dinero en forma inmediata es quien provee el financiamiento (se llama superavitario o ahorrador).

Los papeles, o instrumentos financieros, son emitidos por gobiernos, empresas o individuos y pueden ser de distinto tipo. La distinción más general es entre papeles de renta fija y papeles de renta variable. Los primeros son bonos que, como la palabra lo indica, dan derecho a una renta fija independiente de los resultados económicos de la empresa o del emisor. Los papeles de renta variable, llamados más comúnmente acciones, dan derecho a un porcentaje de las ganancias: su rendimiento depende de la evolución económica de la empresa. En caso de quiebra los papeles de renta fija tienen prioridad sobre los de renta variable.

La ingeniería financiera se ha encargado de introducir infinidad de variantes dentro de cada categoría de instrumento financiero (renta fija o variable) y es así que muchas transacciones sólo involucran cambios en el perfil de la inversión o del ahorro y van desde la simple especulación hasta la cobertura de posiciones de riesgo. No obstante, esta ingeniería, en principio, no altera los flujos netos de ahorro e inversión.

LA BOLSA Y LOS BANCOS

Los mercados de capitales se dividen entre mercado de valores (o bolsa) y mercado financiero (o bancario). La bolsa es aquel mercado donde ahorradores e inversionistas se encuentran y negocian directamente, sin intermediación por parte de terceros (aunque las partes paguen comisiones a los corredores o *brokers*). En la mayoría de los países, pero no en todos, los bancos son la principal institución de los mercados financieros y funcionan como verdaderos intermediarios entre los ahorradores y los inversionistas o los consumidores (*inverconsumidores*, en adelante).

Los bancos son intermediarios porque quien ahorra en un banco tiene un derecho sobre los activos generales del banco y no sobre un activo específico. De la misma manera quien toma prestado de un banco se torna en un deudor del banco y no en un deudor de un depositante específico de dicho banco. El sistema bancario emite sus propias obligaciones (depósitos) y a su vez es acreedor de los prestatarios que acudieron a pedirle esos depósitos.

FUNCIONES DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

Los mercados de capitales son muy importantes para el desarrollo de la economía. En general, la bolsa y los bancos tienen las siguientes funciones:

- a) *Reducen los costos de información y de transacción.* Proveen un lugar de reunión (que puede ser electrónico) para ambas partes: los que disponen de recursos y los que necesitan recursos para consumir o invertir. El ahorrador no necesita informarse sobre la calidad de miles de *inverconsumidores* para decidir a quien le prestará sus recursos; le basta con informarse sobre la calidad de un agente intermediario: su banco.
- b) *Disminuyen el riesgo* para el ahorrador. Si medimos el riesgo sobre la base de la variabilidad de la rentabilidad

de un grupo de papeles, es posible elegir un subconjunto de esos papeles de tal manera que el riesgo de este portafolio será inferior al riesgo de cada uno de los papeles individuales.

- c) *Incrementan la eficiencia.* Pueden ofrecer productos *envasados*, es decir distintos portafolios diferenciados por rentabilidad, riesgo y liquidez; de esta manera el ahorrador puede actuar como quien compra en un supermercado.
- d) *Aumentan la liquidez.* En general, para igual riesgo y rentabilidad, los mercados prefieren papeles líquidos: de fácil compraventa. Al proveer un foro para la negociación de papeles, estandarizarlos y ser en algunos casos *market makers* los mercados de capitales ayudan a proveer un servicio tan importante como el de liquidez.
- e) *Unifican los mercados evitando la segmentación.* Las tasas de interés proveen la señal del mercado para las distintas inversiones. La eficiencia requiere que para colocaciones de igual plazo, rendimiento y liquidez, las tasas de interés sean iguales; y cuando los mercados son segmentados esa igualdad no se consigue. La segmentación significa que inversiones de alto rendimiento podrían quedar insatisfechas mientras que lo contrario sucedería con otras de menor tasa de retorno.
- f) *Transforman estructuras de plazos.* Los *inverconsumidores* demandan un plazo para sus deudas diferente a aquél que prefieren los ahorradores. En general los primeros prefieren un plazo más largo que éstos. Los bancos transforman la estructura de plazos, tomando a corto plazo y prestando a largo, cumpliendo así un importante rol.⁹

⁹ Tomar a corto plazo y prestar a largo puede provocar, en algunas circunstancias, problemas de liquidez. Esta situación se conoce en la jerga bancaria como “descalce”.

- g) *Aumentan la transparencia.* Como parte de su rol informativo y de reducir los costos de transacción, los mercados de capitales generan información que se encuentra en las pantallas electrónicas de miles de personas e instituciones. Las tasas de interés sobre productos estandarizados son hoy de dominio público gracias a los mercados de capitales.

Manejo del riesgo

En cuanto al riesgo, los mercados de capitales obran de dos maneras. Por un lado lo reducen y por otro facilitan su intercambio entre los agentes que son adversos al riesgo y los que lo prefieren. Reducen el riesgo, sobre todo los bancos, centralizando, procesando y difundiendo información (generalmente la compran de terceros), en forma más eficiente que si cada uno de los inversionistas o ahorradores tuviesen que hacerlo.

Por otro lado, los mercados de capitales facilitan transacciones de riesgos a través de productos *derivados*. Estas transacciones de riesgo, no disminuyen el riesgo sino que lo pasan del que quiere evitarlo al que quiere asumirlo. Es decir que hay una demanda y una oferta por riesgo y los mercados de capitales facilitan esas transacciones ofreciendo sofisticados productos para todos los gustos. El impacto de estos productos es motivo de gran discusión. Las opiniones están divididas entre quienes piensan que hay que regular esta actividad (limitándola) y los que piensan que el mercado debe funcionar libremente.

LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Los derivados financieros son instrumentos que se negocian en los mercados de capitales y se basan, es decir *se derivan*, de otras acciones o valores. Muchas veces el valor de los derivados es un múltiplo millonario del valor de las acciones en las cuales se originan. Detrás de la idea de que los deri-

vados financieros son las causas de los colapsos financieros está la teoría de las burbujas (y como usted supone, la idea es que las burbujas tarde o temprano revientan). La teoría de las burbujas lleva a incrementar las regulaciones y a aumentar de esta manera los costos de transacción.

La controversia sobre la importancia de los derivados financieros se acentuó con la crisis que afectó al mercado de capitales de Estados Unidos el 19 de octubre de 1987, y luego se revivió con el escándalo de la Banca Barings que fue a la quiebra por el juego de uno de sus operadores en derivados. El “*crash*” de octubre fue muy notable. El índice Dow Jones, que cubre las acciones industriales más importantes, bajó 508 puntos, es decir aproximadamente 22%, que es la caída de un día más grande en toda la historia del Dow Jones.

Las teorías sobre los motivos de tal colapso son múltiples. En realidad los economistas todavía no se han puesto de acuerdo sobre sus causas. Esto no debe sorprender pues, si bien los economistas han desarrollado un cuerpo teórico-matemático realmente impresionante todavía no pueden explicar fenómenos tan complicados. Por ejemplo, todavía no nos ponemos de acuerdo sobre las causas de la crisis mundial de los años treinta, a pesar de la enorme cantidad de investigaciones realizadas al respecto y de los cuantiosos recursos invertidos en ellas.¹⁰

También muchos culparon del hecho al *program trading* por el cual muchos instrumentos entran en compra o en venta automática cuando ven una diferencia demasiado grande entre el precio corriente y el precio futuro.¹¹ A pesar de lo espectacular de la caída y su efecto inmediato en todas las bolsas del mundo, como la recuperación fue muy rápida, la crisis tuvo poco impacto y no afectó a los mercados reales, como la crisis de los años 30.

¹⁰ Naturalmente que dichas investigaciones no han sido totalmente infructuosas pues lograron desarrollar herramientas que sirvieron para entender fenómenos más simples.

¹¹ Existe una *ecuación de equilibrio* que relaciona al precio corriente con el precio futuro.

Una de las teorías más populares sobre la crisis de *octubre negro* es que el colapso se debió a la falta de regulación sobre los derivados financieros que permitió que la burbuja creciera demasiado. La idea es que los precios de las acciones sobre las cuales se asientan todos los derivados pueden, a su vez, sufrir cambios importantes precisamente a raíz de la existencia de dichos derivados. Es decir que un gran volumen de derivados pueden ejercer una influencia negativa sobre los valores o acciones originales de los cuales se derivan.

Existen literalmente cientos de variantes distintas que implican el uso de instrumentos financieros derivados de otros valores. Permanentemente están saliendo nuevos productos derivados de la llamada ingeniería financiera. Los tipos generales más comunes de derivados son las *opciones* y los *futuros financieros*.¹² Estos son instrumentos que un grupo de operadores usa para protegerse o cubrirse (*hedge*) de modi-

¹² El riesgo se maneja en finanzas con cuatro instrumentos básicos: *forwards*, futuros, *swaps* y opciones. Un contrato *forward* es el más antiguo de los cuatro y el más simple. El mismo obliga a su propietario a comprar un activo dado en un día específico y a un precio previamente estipulado (conocido como precio de ejercicio). Si en la maduración el precio actual es mayor que el de ejercicio el propietario obtiene un beneficio (viceversa, sufrirá una pérdida). La explosión en el uso financiero de los contratos *futuros*, aunque se los trata desde 1860 en Estados Unidos y Europa, es relativamente reciente. Aparecen futuros en moneda extranjera en 1972 en Estados Unidos. La forma básica contractual es idéntica a la de un *forward*. Este último obliga al propietario de un contrato a comprar un activo específico a un precio previamente estipulado. Los riesgos de crédito y de incumplimiento (*default*) pueden eliminarse. En mercados de futuros, a diferencia de los forwards se usan dos dispositivos para manejar el riesgo de *default*: (i) en lugar de materializar el valor de un contrato, solamente, al finalizar el mismo, su poseedor puede realizar los precios al final de cada día de operaciones, (ii) requiere que todos los participantes del mercado (vendedores y compradores) provean los márgenes de pérdidas o ganancias diariamente. Un *swap* representa una serie de contratos *forward* amalgamados. Su introducción data de 1981. El contrato obliga a dos partes a intercambiar (de ahí la palabra *swap* en inglés) flujos específicos en determinados intervalos temporales. Los más comunes son los de tasas de interés. Los contratos de *opciones* dan a su poseedor un *derecho* en lugar de una *obligación* como en los 3 casos precedentes. Cuando una opción da a su poseedor el derecho a comprar un activo, se llama opción de compra o *call*. En cambio, una opción que representa el derecho a vender se llama opción de venta o *put*.

ficaciones en las tasas de interés, los precios y las tasas de cambio de moneda extranjera.

En estos mercados de opciones y futuros los riesgos se transfieren de unos a otros. Así, estamos en presencia de mercados donde los riesgos son la mercancía que se negocia. Esto es muy importante porque muchas veces se confunde la cobertura (*hedging*) con un seguro. En un contrato de seguro el costo del riesgo se distribuye entre todos. En un contrato de protección (*hedging*) el riesgo se pasa de un grupo que hace un contrato para no sufrir riesgo (no gana ni pierde) a otra persona o institución que toma todo el riesgo (y gana, por ejemplo, si la tasa de interés es más alta que lo pactado, o pierde si es más baja).

Si un productor agrícola anticipara que en seis meses bajará el precio de la soja y quisiera asegurarse el precio corriente, él podría entrar en un *hedge*. Con este contrato el agricultor vende, a otra empresa, la soja a futuro a un precio igual al corriente. Al llegar el día especificado, seis meses más adelante, si el precio bajó el agricultor por un lado “pierde”, en el sentido que el precio “spot” es más bajo pero, por otro lado compensa esa pérdida, pues seis meses antes había vendido a futuro a un precio más alto. Alguien, que le compró inicialmente el contrato de futuro creyendo que el precio iba a subir, sufre una pérdida.

En el ejemplo anterior, si el precio hubiese subido, el agricultor hubiese ganado al vender a ese precio mas alto pero hubiese tenido que compensar a quien le compró a futuro a un precio más bajo. Usted puede comprar y vender futuros sin tener un kilogramo de soja, pero necesitará tener un buen respaldo económico.

Los precios de futuros se correlacionan con los precios corrientes. En equilibrio el precio futuro para los *commodities* es igual al precio corriente más la tasa de interés (pues si usted lo compra en el futuro se ahorra el costo financiero que tiene si lo compra en el presente), más el costo de almacenaje (si compra ahora la mercancía física, tiene que mantenerla en algún lado y pagar el alquiler del depósito) menos la ventaja

de contar con el producto antes del futuro. La diferencia entre el precio a futuro y el precio corriente se llama la *base*. La base será normalmente positiva a menos que la conveniencia de contar con el producto sea superior a los demás costos.

Así como existen futuros sobre *commodities* también existen futuros sobre muchos tipos de activos financieros, incluyendo índices de acciones. En octubre de 1975 la Bolsa de Comercio de Chicago abrió contratos *trading* de futuros en tasas de interés, basados en hipotecas. A partir de allí, el aumento de los derivados fue impresionante. Ya durante la década de los ochenta se ofrecían más de 20 tipos de contratos, aunque la mayoría se concentraba en letras del Tesoro de Estados Unidos, bonos y notas del mismo Tesoro, Certificados de Depósitos bancarios (CDs), depósitos a plazo en eurodólares, índices de bonos municipales y sobre las monedas extranjeras como son el Yen, el Marco alemán, el Franco suizo, etcétera. En América Latina, Brasil tiene una excelente organización en mercados de futuro.

El gran desarrollo de estos mercados en las últimas décadas se debió a la gran incertidumbre y variabilidad de tasas de interés y precios. Estos mercados tienden a reducir dicha volatilidad pero, por otro lado tienen el problema de que, como hemos visto, el riesgo no se reduce sino que se comercia y algunas instituciones de crédito toman demasiado riesgo en estos instrumentos.

LA BOLSA: ¿UN "CASINO" O LA "CASA" DE LOS MERCADOS EFICIENTES?

Existen dos teorías opuestas respecto a las bolsas de valores. Una es que estos mercados son en realidad casinos y otra que son mercados eficientes, verdaderas *fábricas procesadoras de información*.¹³

¹³ Sobre estos enfoques puede consultarse el excelente libro de Merton Miller (1991), *Financial Innovation and Market Volatility*, Cambridge.

La teoría del casino sostiene que hay poca diferencia entre una ruleta y el mercado de valores en el sentido de que los amantes del riesgo pagan (una entrada o una comisión) para tener el placer de apostar. Por otro lado sostienen que hay una importante diferencia. En la ruleta los números que salen en cada jugada son independientes de los que salieron anteriormente, mientras que en la bolsa cada operación depende de las anteriores. La bolsa está dominada por gente amateur que no conoce mucho y que por lo tanto los errores de unos están correlacionados con los errores de los demás. De esa manera, según esta teoría, las bolsas están sujetas a modas que afectan no sólo a novatos sino, inclusive, a corredores profesionales y casas de bolsa. Por ello, los precios de las acciones tienen poco que ver con los aspectos fundamentales de las empresas a que corresponden dichas acciones y los errores tienen una tendencia a autoalimentarse.

La visión del casino tiene consecuencias sumamente importantes pues la correlación de los errores lleva a un proceso de acumulación y a valores insostenibles. Son como una pirámide de cartas que eventualmente se derrumba de la misma manera en que se levantó. De esta forma la visión del casino nos lleva a la teoría de la burbuja.

En los últimos veinte años se puso en tela de juicio¹⁴ la visión del casino, y se dio preeminencia a la visión de los mercados eficientes.¹⁵ Esto sucedió, gracias a tres elementos: (a) la disponibilidad de largas series estadísticas sobre precios, cantidades de acciones negociadas, volúmenes etcétera, (b) los avances revolucionarios en las computadoras y (c) la generación de nuevas y complejas técnicas econométricas.

Esas tres cosas permitieron confirmar que los errores (diferencia entre valores predichos y reales) no eran acumulativos y que el mejor predictor del precio de las acciones para

¹⁴ En forma exitosa, aunque por supuesto sobre esto tampoco hay unanimidad entre los economistas y analistas financieros.

¹⁵ Ver al respecto el artículo de Eugene Fama (1970).

mañana era el precio de hoy pues reflejaba toda la información. Además, los precios de ayer y los de hoy no estaban correlacionados como lo indicaban las teorías de la burbuja y del casino. En otras palabras, y usando términos estadísticos, las series que muestran la evolución de los precios de las acciones son secuencias aleatorias y las diferentes observaciones de las series son independientes una de otras, son aleatorias e impredecibles. Estas series de precios intrínsecos reflejan toda la información relevante, reflejan el valor descontado de las ganancias esperadas de las firmas y los desvíos de esos precios son aleatorios.

Los precios intrínsecos reflejan los fundamentos de cada empresa y cambian cuando hay nueva información sobre dichos fundamentos. No debemos olvidar que los precios intrínsecos dependen del valor descontado o presente de todos los flujos de ganancias esperados y por lo tanto dependen también de la tasa de interés esperada. Por ello es que los aumentos en las tasas de interés esperadas tenderán a hacer bajar la bolsa y viceversa.

La teoría de los mercados eficientes lleva, de ser cierta, a la conclusión de que no se pueden obtener en la bolsa rendimientos más allá de los normales en el largo plazo, a menos que se tenga información privada (*privilegiada*) que no está abierta a todo el público (*inside information*). Investigaciones en las bolsas de Estados Unidos¹⁶ indican que los fondos de inversión no pueden en el mediano plazo mejorar el desempeño de portafolios de acciones elegidas al azar (para el mismo nivel de riesgo). En este sentido dichas investigaciones tienden a confirmar la hipótesis de los mercados eficientes.

¹⁶ Por ejemplo Douglas Pierce (1987).

Diversificar sigue siendo la consigna

Un dato curioso del *crash* de 1929, más allá de los terribles errores de política monetaria del Sistema Federal de la Reserva (Fed), fue que la legislación que se introdujo a propósito de la crisis prohibió el uso de teléfonos para transmitir órdenes.

Luego del crash de 1987 se culpó a los programas de ventas automáticos en mercados derivados (opciones y futuros). Ahora, la información da cuenta de las acusaciones del ministro de Finanzas de Japón y del primer ministro de Malasia sobre la acción de los operadores en la reciente crisis internacional, sin tener en cuenta que la tecnología no mueve mercados, sólo facilita el flujo de órdenes: si los agentes deciden vender lo harán, con teléfonos y computadoras, o sin ellos, incluso con algún indescifrable código manual.

Culpar a los derivados (futuros, opciones, etc.) por *los aumentos en las fluctuaciones de los precios de activos* implica olvidar el útil papel que juegan; proveer refugio contra la incertidumbre y reducir costos de transacción (pues los costos de operar en futuros son menores que en el mercado de activos),

A diferencia de otras crisis, la actual refleja un hecho remarcable: los mercados bursátiles se movieron en la misma dirección, al mismo tiempo y -según el área de pertenencia en la misma cuantía. El público parece ser partícipe de la opinión de los ministros antes citados. Pero no parece acertado culpar a los mercados por haber transmitido información sobre déficit, bancos en problemas y valores inmobiliarios en caída.

Aun un chimpancé

Si los mercados son eficientes *ajustando rápido ante cambios en fundamentales* y en información, entonces no existe ninguna técnica para seleccionar un portafolio que supere al simple hecho de "comprar y esperar": aun un chimpancé podría armar una cartera que sea tan buena como aquella diseñada por el mejor experto de Nueva York. Ese razonamiento se conoce como la teoría de los mercados eficientes.

Esta teoría también destruye todo el aparato que han construido aquellos que creen en el análisis técnico. La razón es que predecir el futuro en función del pasado resulta inapropiado pues los precios de los activos ya incorporan toda la información relevante. El cambio en el precio de mañana refleja la información de mañana y es independiente del cambio en el precio de hoy. Como las noticias, en general, no son predecibles los precios tampoco lo son. Si no fuera así, un arbitrador tomaría partido de toda situación de potencial ganancia.

Durante los años ochenta, la teoría antes mencionada recibió fuertes ataques. Se pensaba que era posible, dada la abundante información, escoger activos que tuviesen mejores rendimientos que otros. Así, muchos jóvenes economistas dedicados a las finanzas intentaron probar que los más viejos habían errado con la teoría. Hasta que llegó el 19 de noviembre de 1987, cuando el Dow Jones cayó un tercio en un mes. ¿Era esto eficiente? ¿Había cambiado tanto la información sobre las acciones y sobre la economía que ameritaba una caída tan abrupta en la valuación de los activos?

No siempre ocurre que los precios de hoy son independientes de los precios de ayer: es posible detectar patrones de correlaciones que ponen en duda la teoría. Algunas anomalías existen y ellas permiten que los operadores las exploten y se beneficien en el corto plazo. Usted paga por ese asesoramiento. Entre ellas:

a) El trabajo desarrollado por Andrew Lo y Craig MacKinlay, dos prestigiados investigadores según el cual es más probable que retornos positivos precedan a otros en la misma dirección.

b) Los resultados de Eugene Fama y Kenneth French, que encontraron que si usted compra activos con rendimientos bajos en los dos últimos años, es muy probable que consiga rendimientos por sobre el promedio en el bienio que viene.

Los mercados financieros se mueven juntos (alta correlación) cuando incertidumbre y volatilidad aumentan. Pero los mercados que están altamente correlacionados son aquellos que están en la misma región. Los precios de los activos muestran un grado de eficiencia remarcable. Por lo tanto, aun hoy existe lugar para diversificar riesgos. No obstante es válido recordar dos máximas: (a) no es posible ganarle siempre al mercado y (b) riesgo y retorno están siempre íntimamente asociados. Si no lo cree y usted es tan inteligente, por qué no se ha hecho rico aún?

Rodolfo Maíno, profesor de econometría y finanzas de la Universidad de San Andrés.
La Nación, Buenos Aires, diciembre de 1997.

Capítulo IV

Crisis financiera sistémica y sistemas bancarios

Valeriano F. García

El prestigioso diario *Wall Street Journal* (WSJ) en su edición del viernes 12 de diciembre de 1997, decía:

Líderes del Parlamento japonés, miembros del partido gobernante, se pusieron de acuerdo para aprobar en el Congreso un controvertido plan que consistía en gastar una gran cantidad de dinero público para arreglar los problemas bancarios del país. Esto debería ser un alivio para los inversionistas y depositantes y también para la superintendencia de bancos, en Japón y en el exterior.

Aun así los banqueros y burócratas dicen en privado que todavía hay un debate furioso sobre de que forma será usado el dinero. La pelea se centra en una pregunta que se podría hacer a políticos y funcionarios de cualquier país con problemas bancarios de malos préstamos: ¿Se puede obligar a los banqueros a pagar por sus errores y a la vez evitar una amenaza a todo un sistema bancario debilitado?

Los bancos japoneses necesitan liberarse de los malos préstamos. Los que pagan impuestos exigen que si se usa su dinero para liberar esos malos préstamos, los banqueros también paguen, aun si esto significa la quiebra de algunos bancos. Pero el enviar a algunos bancos a la quiebra puede significar un pánico a través del sistema financiero, causando que los depositantes saquen su dinero de bancos sólidos o con pequeños problemas. Esta amenaza está latente en el debilitado sistema bancario Japonés.

Si usted reemplaza la palabra *bancario* por *zapatero* de tal manera que el párrafo se lea: "Líderes del Japón se pusieron de acuerdo en pasar legislación para gastar una gran cantidad de dinero publico para arreglar los problemas de los zapateros del país..." todo el párrafo parecería absurdo y risible. Sin embargo la risa termina cuando nos preguntamos cuál es la diferencia de substancia entre la industria bancaria y la de los zapatos. La industria de los zapatos también mueve billones de dólares mensuales y emplea directa o indirectamente a cientos de miles de personas; en ese sentido la industria del zapato es en muchos países aun más importante que la bancaria. Al fin y al cabo todo el mundo (o casi

todo) usa algún tipo de zapato, inclusive en lugares donde nadie ha visto un cheque.

El WSJ, informa en su edición del 20 de Marzo de 1998: "Tokio: el productor de bebidas Kakult Honsha anuncio que tuvo perdidas de 769 millones de dólares en sus negocios con derivados financieros" seguramente esto fue importante sólo para los accionistas y trabajadores de esta firma, y sus acreedores. El resto de los productores de bebidas no sufrió ningún *contagio*, sino todo lo contrario, esperarían ansiosos la quiebra para aumentar su mercado. Muy diferente hubiese sido la situación del resto de los competidores si la empresa hubiera sido un banco.

Precisamente, lo que singulariza a la industria de servicios bancarios es el hecho de que es la única industria que puede tener problemas *sistémicos* o de *contagio*. Esto quiere decir que si un banco empieza con problemas puede contagiar de ese mismo problema a todo el sistema bancario. Por eso se dice que un banco grande no puede quebrar (en el sentido de que el Estado lo ayudaría de alguna manera, para evitar un efecto de contagio al resto del sistema).

Esta particularidad de los bancos es realmente única, pues tal como sucedió con la fábrica de bebidas, vemos a diario muchos ejemplos donde el fracaso de alguno es la fortaleza del resto. Cuando quebraron gigantes como Eastern y Pan Am, el resto de las compañías aéreas se regocijaron al ver aumentar su tráfico (y el valor de sus acciones). Cuando cualquier empresa quiebra el resto de las empresas del ramo no llora. Sin embargo, cuando un banco quiebra el resto pone sus barbas en remojo.

El problema de contagio sistémico es el gran fantasma de las superintendencias de bancos. Por todos los medios, los reguladores bancarios tratan de esconder del mercado la verdadera situación de algunos bancos con problemas con la pretensión de evitar que el mal se contagie al resto de los bancos.

¿Por qué sucede esto? La clave está en que el sistema bancario descansa en una pirámide invertida. Los principales

actores en el drama de la pirámide invertida son las reservas fraccionarias mantenidas por los bancos, la proporción de efectivo a depósito que la gente desea mantener y la base monetaria.

LA PIRÁMIDE INVERTIDA Y LA INESTABILIDAD BANCARIA

Las reservas fraccionarias

Las reservas fraccionarias son la causa de mucha inestabilidad en la cantidad de dinero¹⁷ y de otros problemas asociados con seguros de depósitos y crisis bancarias.

La expresión reservas *fraccionarias* se aplica cuando los bancos mantienen en reserva sólo una fracción del dinero que usted deposita, el resto lo prestan. Cuando usted deposita su dinero en un banco, éste le da un servicio de seguridad, le otorga una chequera –si el *depósito* es en cuenta corriente– o una promesa de repago con intereses si su *depósito* es a plazo. A su vez el banco presta casi todo ese dinero y mantiene una pequeña proporción del mismo en efectivo o depositada en el Banco Central.

El origen del sistema, de reservas fraccionarias se remonta a la Edad Media. Durante ese período surgieron los primeros banqueros florentinos. En un principio esos señores por su reputación prestaban un servicio de cajas de seguridad; manteniendo consigo el total de lo depositado, extendiendo un certificado de depósito y cobrando una pequeña comisión por su servicio. En otras palabras, y en un lenguaje moderno, esos primeros banqueros mantenían 100 por ciento de reservas.

Con el tiempo dichos banqueros observaron que eran po-

¹⁷ Dinero se define de la siguiente manera: $M1 = C + D$; $M2 = M1 + DP$; $M3 = M2 + OT$; donde C es el efectivo en poder del público no bancario; D son los depósitos en cuenta corriente; DP son los depósitos a plazo y OT son otros depósitos.

cos los clientes que acudían al mismo tiempo a pedir todo su dinero. Comenzaron a prestar al rey y a otros nobles; así surgieron los grandes banqueros de la Edad Media como los Médicis y con ellos, el sistema de reservas fraccionarias.

En la actualidad, y desde el siglo pasado, el sistema fraccionario de reservas da origen a problemas sistémicos; es decir, a problemas que originándose en un banco terminan siendo problemas para todo el sistema bancario. Tal como veremos más adelante, las reservas fraccionarias dan lugar a un "multiplicador" por el cual pequeños cambios en el efectivo que la gente deposita en los bancos genera grandes cambios en el crédito y en los depósitos de todo el sistema bancario.

El cociente de efectivo a depósitos

La proporción de efectivo a depósitos que la gente desea mantener juega un rol fundamental en los problemas sistémicos asociados a las reservas fraccionarias. La gente elige que proporción de efectivo a depósitos mantener. Los países desarrollados, hacen mucho uso de cheque (y tarjetas de crédito) y no usan mucho efectivo mientras que los de menor desarrollo usan más el efectivo; en este caso decimos que el cociente de efectivo a depósitos deseado depende (es función) del nivel de ingresos. También influye en este cociente la tasa de interés que se paga sobre los depósitos. Naturalmente, a mayor tasa es menor el cociente de efectivo a depósitos deseado por la sociedad.

LA BASE MONETARIA

Base monetaria se define como el pasivo monetario del Banco Central (BC) que es igual al efectivo en poder del público más las reservas de los bancos. Las fuentes de creación de base monetaria son el sector público (déficit fiscal), el sector privado (redescuentos) y el sector externo (balanza de pagos). Los usos de la base son las reservas que los bancos

mantienen (generalmente depositan una parte en el BC) y el efectivo en poder del público.

El multiplicador de la base o la magia de las reservas fraccionarias

Si usted creía que el único que podría multiplicar algo de casi la nada era Jesucristo, está equivocado. Jesucristo multiplicó los peces y los panes y los banqueros multiplican el dinero y el crédito. Vaya con su efectivo a un banco, deposítelo y los banqueros, casi por arte de magia, se encargaran también de multiplicarlo. En realidad no es por arte de magia, es por arte de las reservas fraccionarias.

El multiplicador es un número cuya magnitud depende fundamentalmente de dos variables: las reservas fraccionarias que mantienen los bancos y la proporción de efectivo que el público desea mantener con relación a sus depósitos bancarios (llamado también cociente de efectivo a depósitos). Sólo si las reservas no son fraccionarias (es decir, si son de 100 %) el cociente de efectivo a depósitos será irrelevante, pues en ese caso el multiplicador es siempre igual a uno. Normalmente el BC determina el nivel de reserva fraccionarias y el público determina el cociente de efectivo a depósitos.

Suponiendo reservas fraccionarias del 10 %: cuando usted deposita su dinero en un banco, digamos \$100, dicho banco mantiene \$10 en calidad de reservas y presta \$90. Si quienes reciben luego esos \$90 hacen pagos a gentes que lo depositan nuevamente en otro banco, ese banco guardaría también el 10 % en caja, es decir \$9, y prestaría \$81. Si el proceso se terminara aquí los dos bancos tendrían en su activo un total de \$190: efectivo por valor de \$19 y préstamos por valor \$171 y como pasivo también \$190 que es el valor de los depósitos.

Si el proceso anterior continuase (quien recibió el préstamo de \$81 hace pagos a quienes a su vez depositan nuevamente ese dinero y así sucesivamente) al final observaríamos que el sistema bancario tiene pasivos (depósitos) por un valor total de \$1000; y como activos préstamos por \$900 y re-

servas por \$100. Es decir, que en este sistema de reservas fraccionarias de 10 por ciento, cien pesos iniciales de depósitos crearon, casi mágicamente otros \$900 de dinero (pues los pasivos bancarios son dinero) y otros \$1000 de crédito que antes no existían.

El aumento de los depósitos sin duda cambia el cociente observado de efectivo a depósitos, pues los depósitos crecieron mucho y el efectivo no cambió. Pero si la gente no deseaba disminuir su cociente de efectivo a depósitos hubiese ido al banco a retirar parte de los depósitos y convertirlos en efectivo. En el ejemplo anterior, donde el *depósito* inicial se multiplicaba por diez, ignoramos la reacción del público retirando parte de los depósitos y disminuyendo así el tamaño del multiplicador.

Naturalmente, el proceso es simétrico respecto a retiros de efectivo por parte del público. Esta simetría es fundamental para entender las crisis sistémicas. Retirar cien pesos de los bancos para mantenerlos en efectivo disminuiría la cantidad de crédito y de depósitos en un múltiplo de ese retiro inicial. Si ese retiro es individual o debido a la temporada (por ejemplo en Navidad), el sistema bancario se ajusta sin problemas.

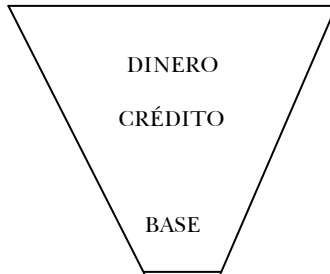
Sin embargo, en los casos de pánico la fracción de efectivo a depósitos que la gente quiere mantener aumenta aceleradamente y esto causa una gran disminución de depósitos y crédito con serios impactos en la economía y aun en la estabilidad política, de allí que los gobiernos se sientan tentados a intervenir para evitar este tipo de catástrofe (para un tratamiento aritmético de estos conceptos puede pasar ahora al apéndice II).

La pirámide invertida

El sistema de reservas fraccionarias genera una pirámide con base invertida donde una pequeña base monetaria sostiene una gran cantidad de dinero y de crédito. A continuación está su representación en la gráfica 12.

Cuando la base monetaria aumenta, por ejemplo si hay expansión en los flujos de capitales como sucedió en México y Argentina hasta fines de 1994 (y en el sudeste asiático más recientemente) se vive un periodo de euforia pues estos aumentos en la base se multiplican y el dinero y el crédito aumentan mucho más debido al multiplicador. El problema viene cuando los flujos se revierten y este cambio se amplifica reduciendo el crédito y el dinero por un múltiplo.

GRÁFICA 12. LA PIRÁMIDE INVERTIDA



Pánico

Cuando surge el pánico bancario la gente desconfía de que su banco le devuelva sus depósitos. El mayor activo de un sistema bancario es la confianza; perdida la confianza ni el más fuerte de los bancos podría hacer efectivo todos sus depósitos.

Descalce

Una de las funciones importantes de cualquier sistema bancario es transformar plazos. Es decir, recibir depósitos a plazos más cortos que aquellos a los cuales presta. Esto en la jerga bancaria se conoce como descalce y tiene una connotación negativa. Si hay estabilidad y no hay miedo, si hay confianza, no es problema que la estructura de plazos de los préstamos sea más larga que la estructura de plazos de los depósitos. El problema surge cuando hay pánico y todo el

mundo se presenta a retirar sus depósitos.¹⁸ En los países que tuvieron mucha inestabilidad y numerosas crisis bancarias se observa que los bancos tienden a prestar a plazos muy cortos para evitar el problema de descalce. En realidad el descalce sólo es un problema en los momentos de desconfianza.

Cuando surge el pánico la variable generalmente afectada es el cociente de efectivo a depósitos. Todo el mundo desea convertir sus depósitos en efectivo y el cociente deseado sube afectando de manera multiplicativa, a través de las reservas fraccionarias, a toda la cantidad de dinero y de crédito. En consecuencia, en estos casos la cantidad de dinero no sólo se reduce por una disminución en la base sino también por una disminución en el multiplicador.

También hay casos de crisis bancaria en los que no se observa un aumento en el cociente de efectivo a depósitos. Por ejemplo durante la crisis global de México (1994-95) los bancos entraron en una gran crisis sin que hubiera una *corrida* bancaria. La crisis se debió a que un gran porcentaje de la cartera de préstamos de los bancos se volvió insolvente y no hubo corrida pues el gobierno garantizaba los depósitos. En el caso de Argentina para el mismo periodo hubo una corrida y una salida del sistema bancario con compra de dólares.

LA GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS

Una vez establecido un sistema fraccionario surge la posibilidad de crisis sistémica. La solución es el sistema de seguro de depósitos. La garantía de los depósitos es consecuencia lógica del sistema fraccionario de reservas y si los depósitos están asegurados ¿por qué las personas habrían de correr a su banco a pedir efectivo por desconfianza de no recuperarlos? Con seguro no hay motivos para corridas bancarias. Sin embargo, los seguros de depósitos llevan consigo otros pro-

¹⁸ Cuando sube el coeficiente c en la fórmula del apéndice II.

blemas muy graves pues aunque muchas veces evitan las corridas, también contribuyen al deterioro de todo el sistema bancario.

El moral hazard o el rompimiento de la relación riesgo-beneficio

Normalmente el riesgo y la rentabilidad están asociados en forma positiva: a mayor rentabilidad mayor riesgo y viceversa; la teoría moderna de las finanzas está basada en ese simple principio. Los seguros y garantías sobre los depósitos rompen esa asociación. Ello produce un problema conocido en la literatura en inglés como "*moral hazard*" que se traduce literalmente como "riesgo moral".¹⁹ Por ejemplo, si los depósitos están asegurados, usted puede invertir en un banco que le dé una rentabilidad muy grande sin preocuparse si ese banco es muy riesgoso, o si el banco está técnicamente quebrado pues usted siempre puede recuperar sus depósitos.

Por ejemplo, en Paraguay, los administradores de los fondos de pensión durante la crisis bancaria entre 1995 y 1997 depositaron los fondos de los trabajadores en bancos de mucho riesgo, como el Banco de Desarrollo y el Banco de los Trabajadores. El gobierno, correctamente, les había otorgado garantía total a dichos fondos y por lo tanto, sin quererlo, creó en los administradores de esos fondos incentivos perversos: llevar el dinero público a bancos prácticamente quebrados para ganar altas tasas de interés. De esta manera se proveyó de oxígeno a bancos insolventes e inadvertidamente, se pasó al Estado, y por lo tanto al contribuyente, el peso de una cartera de créditos bancarios de muy poco valor real.

Los criterios de Sjaastad

Los seguros (todos ellos) destruyen la asociación entre

¹⁹ Como esa traducción no nos dice nada preferimos usar el concepto en su voz original.

rentabilidad y riesgo; por lo tanto sería más apropiado traducir el llamado problema del *moral hazard* como el problema de la "separación del riesgo-beneficio". Se han tratado de encontrar algunas soluciones, o paliativos a este problema. Según Sjaastad (1996) los elementos de un sistema de seguro de depósitos que reducirían (sin eliminarlos totalmente) los problemas que estos seguros crean al romper la relación riesgo-beneficio son los siguientes:

- a) Nunca se debe asegurar a los bancos por pedido de ellos mismos, a menos que sus propios depositantes costeen la prima de seguro. Para entrar en un sistema de seguro público, se tiene que regular a los bancos severamente, incluyendo capitales mínimos altos y calificaciones personales mínimas para los directores y altos ejecutivos.
- b) Las primas del seguro deben depender del riesgo y el seguro debe negarse o retirarse a las instituciones que opten por mantener portafolios de mucho riesgo.
- c) Los seguros de depósitos no deben ser ilimitados. Los seguros que tienen un tope reducen el problema de la separación del riesgo-beneficio.
- d) Si una agencia estatal otorga el seguro de depósitos, debe asegurarse que las regulaciones sean efectivas. En ese sentido se aplicaría el criterio de la responsabilidad personal a aquellos funcionarios encargados de la regulación y supervisión de los bancos asegurados.
- e) Se debe liquidar a las instituciones insolventes; nunca consolidarlas. La liquidación es, además, una lección para los demás bancos.
- f) Los accionistas más importantes de los bancos asegurados deben tener responsabilidad personal más allá del valor de sus acciones. La responsabilidad limitada de los mayores accionistas es una convención y no una necesidad. Por ejemplo, Lloyd's de Londres (una entidad aseguradora) impone una responsabilidad ilimitada a sus miembros.

g) Para reducir aun más la separación riesgo-beneficio se deben establecer reglas contingentes claras que retiren total o parcialmente el seguro en casos de que el banco se haya involucrado en forma deliberada y consciente en actividades proscritas (por ejemplo, proveer información falsa o no dar la información correspondiente a la oficina reguladora).

La asimetría perversa

Aquellos seguros de depósitos que no satisfacen los criterios de Sjaastad, pueden llevar a la quiebra del sistema bancario: generan una asimetría perversa. Inclusive un sistema que satisfaga dichos criterios sigue conteniendo elementos que tienden a romper la relación riesgo-beneficio.

Ello sucede porque los seguros bancarios generan los incentivos para que se produzca una asimetría entre el valor de los activos y los pasivos de los bancos. Por un lado, el público no tiene ningún interés en colocar sus depósitos en bancos de buena reputación²⁰ ya que estos bancos generalmente pagan menores tasas de interés que los bancos que toman mucho riesgo y que tienen cartera mala.

Este incentivo a depositar en bancos de mala cartera hace que el valor de los pasivos (depósitos) en dichos bancos crezca. Por otro lado, el valor de la cartera de préstamos, si bien crece en términos nominales, en realidad baja si se valúa por su valor de recuperación verdadero. Cuando estos bancos entran en problemas con su flujo de fondos debido a atrasos o falta de pago por cartera dudosa o mala, los resuelven en el corto plazo con mayor endeudamiento: pagan mayores tasas de interés con lo cual reciben más depósitos que los vuelven a inyectar en cartera dudosa.

Los sistemas reguladores modernos tratan de evitar esas

²⁰ Sólo cuando el público desconfía del seguro, en momentos de crisis, tiende a cambiar sus depósitos hacia bancos de gran reputación, generalmente extranjeros. Esto se conoce como “flight to quality” (huida hacia la calidad).

situaciones, pero muy pocas veces lo consiguen. Las razones son varias: la ingeniería financiera se ha hecho muy compleja, los bancos consiguen cambiar posiciones de forma casi instantánea de tal manera que el ente regulador tendría que tener un control electrónico de cada banco en tiempo real.

Dicho control demandaría una cantidad enorme de recursos y los entes reguladores no los tienen. También dificulta el control la existencia de la banca *off-shore*, íntimamente ligada a la banca local. Naturalmente, lo relevante es la situación consolidada del banco local y su *off-shore*, pero esto es difícil de saber por la baja credibilidad de la información.

Algunos países han puesto en efecto medidas que en principio reducirían el problema de la asimetría. Por ejemplo, en Argentina si un banco paga una tasa de interés que excede en determinados puntos porcentuales la de una tasa testigo, esos depósitos quedan automáticamente fuera de la garantía de los depósitos. Estas son normas que pretenden evitar dicha asimetría, pero a su vez causan otros problemas muy serios: hacen imposible que el público distinga entre un banco que paga un alto interés por estar financiando proyectos de alta rentabilidad y riesgo genuino, y la de un banco que paga altos intereses por estar reciclando su cartera mala. Ante esta circunstancia el público, y los bancos, se abstendrán de financiar proyectos de alta rentabilidad y alto riesgo; negándose así crédito a los *joint-ventures* y al verdadero capital de riesgo innovador y genuino (no fraudulento).

Regulaciones de mercado

¿Porqué durante la Edad Media y Moderna, cuando ya existían reservas fraccionarias, no surgen problemas de contagio sistémico, es decir, problemas que afecten a todos los banqueros y porqué esos problemas son tan comunes con posterioridad?

La respuesta es simple: primero, los banqueros se quedaban con una gran fracción de las reservas; segundo, los

banqueros gozaban de gran reputación y siempre honraban a los depósitos; tercero, nadie excepto el banquero mismo, garantizaba los depósitos; un mal banquero, que no pagaba sus depósitos no generaba dudas sobre el resto de los banqueros. La reputación era un activo de enorme valor y la mayoría de los depositantes elegía banqueros con historia de buen manejo financiero. Mientras el mercado funcionaba espontáneamente no surgían problemas sistémicos.

Los modernos sistemas de regulación y supervisión no han podido prevenir las grandes crisis bancarias. Esto no sólo en los países en desarrollo sino en los países industriales donde nuestros inspectores toman cursos de perfeccionamiento. Gran parte de los bancos de ahorro y préstamos que quebraron en Estados Unidos durante la década de los ochenta tenían el sello aprobatorio, o al menos el conocimiento de su grave situación, por parte de los inspectores.

Dado el fracaso de los sistemas regulatorios modernos en prevenir y resolver las crisis financieras adecuadamente hay una tendencia a aplicar cada vez con más fuerza lo que se ha llamado regulaciones de mercado. Esto consiste en hacer pública la información bancaria de forma completa y en tiempos preestablecidos; lo cual genera una gran transparencia, en periodos muy cortos, de los estados económicos financieros de los bancos. En casi todos los países estas publicaciones, exigidas por el BC, se consideran de alto nivel confidencial y se mantienen totalmente fuera del conocimiento del mercado. La idea de las regulaciones de mercado es la opuesta: toda la información debería publicarse en forma casi inmediata.

De esta manera en el momento mismo en que la posición de un banco comienza a hacerse demasiado riesgosa para las preferencias del mercado, éste lo castiga requiriéndole mayores tasas o haciéndole perder participación relativa y/o absoluta; de esta manera el banco tiene que disciplinarse para poder competir. Esto no evita necesariamente las quiebras bancarias pero, evita que los problemas alcancen magnitudes insospechadas.

La aplicación de regulaciones de mercado no significa el alejamiento total del rol del Estado sino que éste se centra en algunas pocas regulaciones consideradas claves, por ejemplo capitales mínimos, criterios de entrada al negocio bancario, restricciones de préstamos a empresas ligadas a los bancos, el derecho del BC a inspeccionar, investigar e inclusive a intervenir bancos. La aplicación de la autorregulación por el mercado no es un concepto meramente teórico. En alguna medida Chile y con mayor amplitud Nueva Zelanda la han aplicado con bastante éxito.

En el sistema autorregulatorio es muy importante que la información publicada sea veraz, por ello en Nueva Zelanda las penas para los directores de bancos responsables de publicar información falsa no sólo incluyen multas sino también prisión. En dicho país, casi todas las regulaciones se han eliminado. El BC considera que la publicación y la transparencia son incentivos suficientes para que los bancos sean prudentes: los que no lo fuesen, serían inmediatamente penados por el mercado.

Nueva Zelanda tiene la ventaja de que todos sus bancos son filiales de bancos extranjeros cuyos países de origen tiene contralores de primer nivel. Sin embargo, esos contralores de primer nivel no han impedido en dichos países grandes problemas bancarios. Por ello sigue siendo una prueba importante que tan bien funciona el sistema autorregulatorio en dicho país.

REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y EJECUCIÓN

Los tres pilares donde descansa un buen sistema de prevención de crisis son (a) regulación prudencial, (b) control (supervisión) y (c) ejecución de leyes y regulaciones.

Regulación

La actividad bancaria es, por lejos, la actividad económica más regulada del mundo y también la que más crisis ha tenido. Las re-

gulaciones prudenciales se refieren a la estructura obligatoria del activo y pasivo de los bancos. La idea es obligar a los bancos a mantenerse solventes y líquidos. La solvencia se refiere al tamaño y estructura del capital y la liquidez a la posibilidad de hacer frente a las obligaciones de corto plazo.

La superintendencia tiene un listado enorme de exigencias adicionales. Por ejemplo exige capitales mínimos ajustados por el riesgo de la cartera. Define criterios para determinar dicho riesgo. Además, fija topes a los préstamos para clientes relacionados económicamente con el banco y exige provisiones mínimas para préstamos atrasados. Entre otras cosas, fija máximos a los préstamos a una sola actividad económica, topes a riesgo de riesgos cambiarios (por ejemplo tomar recursos en dólares y prestar en pesos) y a riesgo de tasas de interés (tomar recursos a tasa flotante y prestarlos a tasa fija), etc.

La Superintendencia, también, exige garantías mínimas sobre los préstamos a terceros, establece las condiciones para obtener redescuentos y préstamos del banco central, o de otros bancos. La lista puede continuar por, literalmente, cientos de páginas, incluyendo lo relacionado a seguros de depósitos, a las auditorías internas y externas, etc.

También, y esto es muy importante, las regulaciones suelen detallar los mecanismos para hacer efectivo su cumplimiento, incluyendo apercibimiento, multas, planes para cumplir las normas, penas, incluyendo la intervención de la entidad y su liquidación.

Supervisión

Una vez establecidos los voluminosos manuales regulatorios, se establecen los organismos y los mecanismos contralores. Estos mecanismos se dividen en *on site* y *off site*, ya sea que la información se procese en las oficinas de la superintendencia o en los bancos. La mayoría de los organismos de contraloría enfrentan el grave problema de que, tratándose de organismos públicos, no ofrecen a los técnicos la estabili-

dad ni el nivel de ingreso compatible con la tarea y en consecuencia muchas veces los bancos a los cuales controlaban, absorben a esos técnicos.

Los esfuerzos de las superintendencias por fortalecerse han sido de tipo *on and off*, es decir, que tienen periodos en que establecen estabilidad, cursos de adiestramiento de excelente nivel, con asistencia técnica de los países más desarrollados y altos salarios, algunas veces acompañados con financiamiento de organismos internacionales. Pero, después de algunos años, el esfuerzo no tiene continuidad, los sueldos se deterioran, y el sector privado absorbe rápidamente a su personal.

Ejecución

Este es el verdadero talón de Aquiles de todo marco regulador y de contralor. Normalmente la ejecución rápida con multas y otras penas se realiza sin problemas cuando las transgresiones son menores. Sin embargo, no es así cuando se trata de problemas graves.

Los problemas de falta de acción directa (ejecución) por parte de la Superintendencia surgen cuando se descubren graves faltas que llevan consigo la posibilidad de intervención o liquidación. Los supervisores tienen siempre consigo el fantasma del riesgo sistémico y por lo tanto no sólo esconden la información confidencial del mercado, sino que cuando ellos están dispuestos a imponer el peso de la ley surgen las influencias políticas. En muchos países los dueños de muchos bancos están ligados política y económicamente a los poderes ejecutivo, legislativo y judicial. En esos países el criterio técnico del supervisor termina donde comienza el juego y las influencias del poder.

El error de muchos países que atravesaron por crisis bancarias es aumentar las regulaciones y las auditorías. Casi todos los países tienen un buen sistema regulador. Las “Normas de Basilea” son fielmente adoptadas; los sistemas computarizados son de avanzada; el capital humano con que

cuentan las superintendencias es en general de buena calidad. Lo que falla es la capacidad de ejecutar aquellas normas que están escritas, sobre todo cuando la ejecución implica la intervención o el cierre de algún banco.

El problema radica en lo que en inglés se llama *forebearance*, que se traduce como abstención, paciencia o indulgencia y que en buen criollo se traduce como "mirar para otro lado". Es decir, los organismos regulatorios saben lo que pasa pero por una razón u otra (miedo a la crisis sistémica o influencias de "arriba") no comienzan rápidamente con los procesos ejecutorios. Se pierde tiempo en negociaciones secretas de tipo *ad hoc* y en planes de ajuste que no se cumplen. Con el paso del tiempo la situación se hace más grave.

Esta indulgencia no es sólo un problema de los países subdesarrollados aunque en ellos pueda ser más común. Por ejemplo la crisis de los sistemas de ahorro y préstamo en Estados Unidos, durante la década de los ochenta, se agravó enormemente debido a la paciencia de los reguladores y a su demora en ejecutar las regulaciones.

Intervención automática

La crisis de los sistemas de ahorro y préstamos en Estados Unidos fue en verdad muy seria. Durante el periodo 1980-1991 se cerraron 1,400 bancos y 1,100 instituciones de ahorro y préstamo y muchas otras se intervinieron. Los fondos de seguro perdieron más de 300.000 millones de dólares. Esta crisis llevó a una reforma muy importante en su sistema regulatorio conocido, en sus siglas inglesas, como FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act).

Lo más importante del FDICIA es su sistema de "intervención preventiva estructurada" esto quiere decir que por ley, y en forma automática la autoridad reguladora interviene ante determinados hechos. Por ejemplo, cuando el capital llega a ciertos cocientes críticos ya determinados, se requieren las acciones correspondientes, que van desde exigir un aumento de capital, dentro de un plazo fijo, hasta el cierre

de la entidad. Mediante este esquema se reduce la discreción del regulador pues la ejecución se hace de manera automática y pre-establecida (regla). El sistema de regla también ayuda al regulador protegiéndole de las presiones políticas. Si bien este cambio hacia mayor automaticidad fue importante en Estados Unidos entendemos que sería mucho más importante en países donde la ejecución de las leyes varía con la influencia de los afectados.

ATAQUES AL SISTEMA: LA ESTAMPIDA DEL REBAÑO O LA FRÍA RACIONALIDAD DEL MERCADO

Las últimas crisis financieras detonadas por México a fines de 1994, por Tailandia en 1997 y por Rusia en 1998, que afectaron en forma de dominó prácticamente a todos los mercados emergentes del mundo, han dado lugar a dos explicaciones diferentes.

Estas crisis se detonan con la súbita fuga de los inversionistas extranjeros y nacionales, quienes venden masivamente acciones y bonos, para atacar a la moneda local. Realizan compras masivas de dólares al precio que la autoridad monetaria trata de mantener por un tiempo, pero que luego se ve forzada a abandonar.

Una teoría es que estos enormes flujos de capitales son manejados por *brokers-dealers*, jóvenes que cuidan no perder su posición personal y que ante el escape de sus vecinos se apuran por no quedar atrás ya que para mantener su empleo tienen que evitar pérdidas. Esta es la teoría del “instinto del rebaño” (*herd instinct*) está claramente expuesta en un artículo de primera plana del WSJ del 24 de agosto de 1998 que dice:

En el clima actual de gran nerviosismo los corredores y prestamistas están tratando de adivinar que piensan los otros corredores y prestamistas. A pesar de que estos corredores usan los medios más modernos de comunicación en realidad, en cuanto a quedarse o fugarse, actúan por instinto. Si esperan que el resto está por vender reales brasileños por dólares tratan de ganarles y

hacerlo primero. Aquí, no es solamente la economía lo que funciona: es la psicología, que a veces los conduce cerca del pánico.

La otra teoría es que los países que son atacados por inversionistas y especuladores, en realidad tenían su economía con problemas importantes. Podrían tener serios problemas con su tipo de cambio, ya sea por una apreciación del dólar en los mercados mundiales, o por una política monetaria inconsistente con su tipo de cambio fijo o habrían estado perdiendo reservas internacionales, teniendo una posición fiscal precaria o débil, una situación política difícil, etcétera.

“Rusia gasta los 4.8 mil millones de dólares en fracasado intento por defender al rublo” (*Financial Times*, 20 de agosto de 1998). Este encabezado de primera plana del *Financial Times* pone al rojo vivo el argumento de quienes no creen que los mercados se mueven con instinto de rebaño. Quienes piensan que los mercados son fríos y racionales sostienen que el FMI y otros organismos internacionales en realidad tienen un rol desestabilizador. La desestabilización, afirman, se origina en el *moral hazard* que ellos crean. Dichos organismos incentivan a que los especuladores e inversores se queden hasta el último momento. Es decir los motivan a tomar más riesgos, ganando altísimas tasas de interés. La crítica que hacen se refiere a que los fondos provistos por estos bancos oficiales sirven para financiar las corridas cambiarias de los especuladores que compran los dólares a un precio pre-devaluación, tal como es sugerido por la cita del *Financial Times*.

Quienes sostienen la teoría del *instinto del rebaño* ponen ejemplos de países que aparentemente no tienen nada malo en lo fundamental y, sin embargo, sufren embestidas. El mismo artículo del WSJ citado anteriormente, para apoyar su tesis de la estampida de la hacienda, (en el contexto de la crisis iniciada en Rusia) dice: “México por ejemplo es uno de los países que mejor se portan en el mundo en desarrollo y es la niña mimada del FMI. Ha cortado el gasto público,

tiene pocos vínculos con Rusia... aun así el peso mexicano está siendo golpeado...”

Sin embargo, quienes sostienen la idea opuesta dirían que México no estaba en realidad sufriendo ningún ataque especulativo pues, en agosto de 1998, tenía su moneda flotante. Ellos dirían que la devaluación sufrida en un día no altera la tendencia de la devaluación esperada para todo el año, y que quienes hablan de la buena posición fiscal de México se olvidan de los enormes pasivos contingentes que el gobierno asumió a raíz del rescate de bancos durante 1995.

¿QUIÉN PAGA POR EL RESCATE INTERNACIONAL?

El seguro de depósitos y el control regulador

Ninguna otra industria está tan regulada como la industria de los servicios bancarios y paradójicamente, ninguna ha estado sujeta a tantas crisis. Después de cada crisis la receta parece ser más de lo mismo: más regulaciones y más supervisión.

Un sistema de seguros de depósitos lleva necesariamente a un sistema de control sobre las entidades aseguradas. Así, la secuencia es de reservas fraccionarias a seguros de depósitos y de estos a regulaciones y controles. Sin embargo, los elementos establecidos para compensar el problema causado por las reservas fraccionarias (seguro de depósitos, regulación y supervisión) traen a su vez nuevos problemas.

El control regulador estatal es muy costoso, no sólo en términos de su propia estructura administrativa sino, más que nada, en los costos impuestos a los bancos para el cumplimiento de las regulaciones que, por otro lado parecen haber sido ineficaces para evitar las crisis recurrentes alrededor del mundo.

Preguntamos al inicio de esta sección ¿quién paga el rescate internacional? La respuesta es el pueblo de cada país. El titular del *Financial Times* sobre las pérdidas de reservas

en Rusia tratando de defender un tipo de cambio que finalmente se devalúa es una historia muy común.

Los organismos mundiales de crédito les otorgan miles de millones de dólares en forma de préstamos a países que están siguiendo políticas inconsistentes y en particular países que tienen un tipo de cambio insostenible. Al principio, mientras el banco central tiene reservas, los especuladores y otros operadores logran hacerse de esos miles de millones de dólares a un precio inferior que en realidad es de subsidio. Luego, cuando el banco central no tiene más reservas, tiene forzosamente que devaluar. Los operadores ganan lo que la gente del país pierde, pues esos préstamos de los organismos internacionales hay que pagarlos.

Estos problemas han generado una reacción por parte de Estados Unidos. Por intermedio de su Secretario del Tesoro, Robert Rubin, ha llevado a cabo una importante iniciativa, discutida en la reunión de primavera de 1999 del Banco Mundial y del FMI, por la cual ninguno de estos organismos de crédito volvería a otorgar préstamos a países para defender un determinado tipo de cambio.

También, en cuanto a regímenes cambiarios, Rubin ha encabezado una iniciativa que apoya a cualquiera de los dos extremos: tipos de cambio flotante o un régimen institucional que fija el tipo de cambio a través de una caja de conversión (a la argentina). De esta manera pretende evitar los desequilibrios que se acumulan con los tipos de cambios fijos que no son apuntalados por mecanismos automáticos (como es el caso con la caja de conversión).

LOS DETERMINANTES DE LAS CRISIS SISTÉMICAS

Se reconocen varios tipos de causa inicial o de gatillo de las crisis sistémicas, pero las más comunes e importantes son las macroeconómicas. Estas causas están relacionadas con las políticas económicas de los gobiernos que reducen el ingreso real (recesión) o provocan cambios inesperados en los

precios relativos. Las causas de otro tipo incluyen fraude o mal manejo en algún banco grande; liberación súbita que invita al negocio bancario a gente inexperta que se monta en una expansión del crédito para luego caer en la recesión; inversión excesiva en bienes raíces, etcétera.

Causas macroeconómicas

La mayoría de las crisis financieras tienen su origen en causas macroeconómicas y el problema se propaga con base en el sistema de reservas fraccionarias y los seguros de depósito que no cumplen con los criterios de Sjaastad.

Entre las causas detonantes de origen macroeconómico están las que surgen de políticas económicas que son inconsistentes en el tiempo. Por ejemplo, ha sido muy común que países con alta inflación hayan usado el tipo de cambio como ancla para estabilizar la economía. La mayoría de esos países fracasaron en estabilizar la economía por no usar una política fiscal congruente con la del tipo de cambio. No lograron la estabilización y terminaron en una crisis bancaria.

Por ejemplo, Argentina y Chile durante los primeros años de la década del 1980. Argentina usó una tabla de devaluación prefijada y preanunciada desde diciembre de 1978 hasta febrero de 1981. Su política crediticia también tenía una tabla que era consistente con la tabla del tipo de cambio. Sin embargo, una política fiscal de aumento del gasto público generó un endeudamiento público creciente. También el sector privado se endeudó debido a que había gran liquidez internacional con tasas de interés muy bajas. Cuando fue obvio que la única manera en que el gobierno argentino podía pagar su deuda externa era no pagando la interna, el tipo de cambio fijado explotó. Esto causó un problema muy grande tanto en el portafolio de los bancos como a quienes tenían sus deudas bancarias en dólares, generando una crisis bancaria donde el fraude también encontró un clima propicio.

Los bancos tienen un portafolio de activos que puede ser

rentable para un paquete determinado de precios relativos. Es decir, una empresa que se encuentra con una gran demanda por su producto podrá seguramente pagar sus deudas bancarias sin problemas, pero si inesperadamente el precio de su producto cae quizás su situación cambie. Si se trata de la situación de una sola empresa el problema será de la empresa y no del banco, pero si el banco tiene sus préstamos concentrados en ese sector el problema será también del banco.

Uno de los precios relativos más importantes es el tipo de cambio y, previo a las crisis, pero más aun durante y posteriormente a las mismas el tipo de cambio sufre grandes cambios afectando la calidad del portafolio de los bancos a punto tal, que muchos quedan en situación de quiebra.

La crisis del Sudeste Asiático

Los regímenes cambiarios inconsistentes y la política monetaria equivocada, han sido la principal causal de las recientes crisis financieras (y económicas) del Sudeste de Asia.

Tailandia, Indonesia, Corea, Malasia y otros países habían sido los ejemplos del milagro oriental con 30 años de crecimiento sostenido. Este crecimiento se basaba en una política de apertura al comercio internacional, una gran inversión en capital humano (educación), y una gran tasa de ahorro y de inversión. También eran economías bastantes dirigidas, con créditos especiales y con relaciones importantes (y muchas veces no muy transparentes) entre bancos, gobierno y empresas.

Los que ponen énfasis en la eficiencia del libre mercado, el ahorro, la mayor educación y la apertura al comercio internacional identifican a estos factores como los determinantes del milagro oriental. Ellos critican a los que consideran que el milagro se debe a direccionismo estatal y ponen como ejemplo al ministerio de industrias japonés que a principio de los sesenta se negó a apoyar a la Toyota, porque consideraba que Japón no podía tener ventaja comparativa en la

producción de automóviles, e inclusive consideran que ese direccionismo sentó la semilla de los problemas posteriores.

Cuando llegó la globalización con un increíble aumento en los flujos de capitales encontró a esos países listos para absorberlos pero los encontró también con un régimen cambiario y una política monetaria que probaría ser desastrosa. Esos países que como dijimos habían basado gran parte de su desarrollo en una política exportadora, mantuvieron durante largo tiempo un tipo de cambio rígido y ligado al dólar en un área donde Japón tiene gran importancia. La depreciación del Yen jugó un rol fundamental en la crisis pues cada depreciación del Yen significaba una apreciación de las monedas asiáticas. Otro factor concomitante fue la globalización financiera con el espectacular aumento en los flujos de capitales. Los flujos de capitales que estaban en el orden de los 42,000 millones de dólares en 1990, crecieron hasta 260,000 millones de dólares en 1997. Una buena parte de esos fondos se canalizó a países del Sudeste Asiático tendiendo a generar inflación interna y, por lo tanto, apreciación de sus monedas. Para evitar esta apreciación vía inflación los bancos centrales siguieron una política equivocada y perversa. Esta política pretendía esterilizar los flujos vendiendo deuda interna y comprando dólares.

Si un gerente financiero de una empresa privada hubiese llevado a cabo esa política se le hubiese despedido inmediatamente. Esto porque el BC compraba dólares que le generaban una tasa de interés tres o cuatro veces menor que la tasa de interés que el BC tenía que pagar sobre la deuda emitida para pagar por esos dólares.

Esa política de esterilización, fue perversa pues al incrementar las tasas de interés internas, aumentaba el incentivo a endeudarse en el extranjero (a tasas bajas) para tener una ganancia rápida al colocar esos fondos en activos domésticos, ganando así lo que perdía el BC. Los bancos se endeudaron en dólares a corto plazo que colocaban con grandes ganancias en moneda local en préstamos a largo plazo. Tenían así dos tipos de riesgos, también llamados descalce. Un

descalce de monedas sin protección (sin *hedge*), tomando dólares y prestando en la moneda local, y un descalce de liquidez tomando en corto y prestando largo.

Esa mala y riesgosa posición del balance financiero de estos países fue mucho más importante como determinante de la crisis que la mala posición de flujos, dada por los altos déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El "moral hazard" en las crisis sistémicas

Tal como se ha visto anteriormente, el *moral hazard* es un elemento que crea una distorsión muy importante: genera una brecha entre el riesgo y la rentabilidad. A medida que en algún país aumenta la probabilidad de colapso financiero también crecen sus tasas de interés internas. Esa mayor rentabilidad refleja más riesgo de devaluación. Pero los banqueros no internalizan ese mayor riesgo, sino que ven una mayor oportunidad para pedir prestado dólares en el exterior, a tasas internacionales que suben poco, para prestarlos en moneda nacional a tasas que aumentan mucho.

A su vez, los bancos internacionales están dispuestos a prestar más, pero a plazos más cortos. Ellos saben que están prestando a bancos de alto riesgo. Ambos, los bancos internos y los bancos internacionales toman estos riesgos por el *moral hazard*. Ellos no esperan un procedimiento de quiebra donde tengan que repartirse las pérdidas. Ellos esperan un rescate internacional.

Por ejemplo, durante finales de 1994 los Bonos de la Tesorería de México (Tesobonos) pagaderos en dólares tenían una rentabilidad muy alta debido precisamente a su elevado riesgo. Cuando a finales de dicho año el banco central de México perdió casi todas sus reservas y tuvo que devaluar, se hizo efectivo dicho riesgo. Sin embargo, el FMI y el BM (y el Tesoro de Estados Unidos) acudieron al rescate y pagaron la rentabilidad que los inversionistas habían apostado.

También en la crisis del Sudeste Asiático de 1997-98 el *moral hazard* habría tenido un rol importante. A raíz de este

seguro implícito generado por el antecedente de México, muchos inversores estuvieron dispuestos a prestar, *en moneda extranjera*, a muy corto plazo a países de esa región. Ellos a su vez, con esos créditos, adquirirían activos, en *moneda local*, de plazos largos, de poca liquidez (por ejemplo, activos hipotecarios), y de altísimos precios en términos de una moneda local muy sobrevaluada.

Dichos inversores obtenían, al igual que en el caso de México, altísima rentabilidad pero su conducta no podría explicarse totalmente sin la presencia del *moral hazard*. De no existir dicho seguro implícito, los bancos y casas de inversión no hubiesen corrido tanto riesgo. Esto, hubiese beneficiado a los países pues se habría reducido el tamaño de la burbuja y evitado este tipo de descalce, reduciéndose el tamaño de la crisis.

En el momento en que ya no pueden mantener el tipo de cambio y tienen que devaluar se genera la crisis. Dichos países se encontraban con un balance financiero compuesto de deudas de muy corto plazo en dólares y activos de largo plazo en moneda local. Esta situación afectaba, muy en particular, a los bancos.

En el caso de los problemas recientes del Sudeste Asiático, la devaluación de la moneda Tailandesa, el baht, en 20 por ciento el 2 de julio de 1997, desató la crisis, pues el precio de la deuda en dólares subió inmediatamente en el mismo porcentaje. El efecto dominó afectó a diferentes países de la región e inclusive a países más lejanos como el Brasil.

El FMI, el BM y el Tesoro de Estados Unidos entraron al Sudeste Asiático para un nuevo rescate al estilo del de México poco años antes. Este rescate se refería tanto a bancos locales como a los bancos alemanes y otros europeos que tenían créditos colocados en esos países. De esta manera, el *moral hazard* continua vigente y no sabemos que país o región será su próxima víctima.

Este problema, creado por sucesivos salvatajes del sector privado, esta siendo incorporado en las discusiones de los organismos internacionales de crédito al más alto nivel in-

cluyendo a los ministros de economía y finanzas.

Al salvataje del sector (financiero) privado se lo conoce como *bail-out*, por lo que ahora se habla de hacer *bail-in* a dicho sector, es decir atraerlo hacia adentro (pagando costos) en lugar de dejarlo fuera. No ha de ser fácil encontrar dicha solución en un contexto donde la ayuda financiera de los organismos internacionales necesariamente ayuda a evitar una restructuración total de la deuda con el sector privado.

El *Moral Hazard* del FMI

El Fondo Monetario Internacional ha estado envuelto en una guerra sobre el *moral hazard* (*riesgo moral*). No han estado atacando a la enfermedad, sino a la existencia del *moral hazard*. Un funcionario del FMI argumentó que oponerse al rescate del Fondo era lo mismo que oponerse a salvar pasajeros de un buque que se hunde.

Esta campaña de negación por parte del FMI ha influido incluso en comentaristas de buena reputación. Un ejemplo reciente es un artículo publicado por *The Economist* defendiendo el aumento de capital de FMI y ridiculizando la idea que el *moral hazard* haya sido un factor que contribuyó a la crisis de los mercados emergentes sobre la base de que ningún líder invitaría a una crisis dados sus costos. En lo que respecta al Asia los que son escépticos respecto al *moral hazard* notan que antes de la crisis, muchos inversionistas realmente creían en las perspectivas de largo plazo de esos países.

Estos argumentos están fuera de lugar y no entienden el concepto del *moral hazard*.

El *moral hazard* tiene dos lados. El lado de la demanda se relaciona con la conducta de los bancos y empresas de los países emergentes que responden a los choques adversos aumentando sus riesgos en materia de créditos y en moneda extranjera. Las bajas tasas de interés sobre sus deudas en dólares seducen a estos bancos y empresas (debido al riesgo de devaluación las tasas de interés en moneda local son altas), a pesar del riesgo potencial de pérdida de capital si se produce un colapso de su moneda local. Ellos eligen esta peligrosa estrategia porque esperan que sus pérdidas potenciales sean compartidas por el fisco (esto a través de la red de rescate y protección en caso de un colapso de la moneda).

Cuando los tiempos son buenos el *moral hazard* tiene un impacto pequeño pues los gobiernos responsables y los bancos rentables no piensan en su autodestrucción. Pero, cuando surgen los problemas, los bancos y las firmas protegidas incrementan sus riesgos con el exterior aumentando sus *préstamos* de corto plazo...

El otro lado del *moral hazard* es el lado de la oferta y tiene que ver con la voluntad de los prestamistas extranjeros de proveer préstamos de corto plazo en dólares a prestatarios insolventes. Aquí la protección está dada por el FMI que les asegura a los bancos internacionales que ellos no pagarán toda la cuenta. Por ello estos prestamistas están dispuestos a prestar grandes sumas aún después que se observan los primeros *shocks*. Los banqueros internacionales no prestaron millones de dólares a bancos coreanos porque ignoraban que eran insolventes. Lo hicieron porque creían que el gobierno o el FMI los protegerían... Sería imposible explicar la conducta de los bancos en 1997 sin suponer que tenían expectativas de protección. Es importante notar que no todos los inversionistas internacionales están protegidos. En verdad... muchos inversionistas entraron en Asia creyendo en sus perspectivas de largo plazo y perdieron mucho en la crisis y en las caídas de las bolsas. Este argumento no es un argumento contra el *moral hazard*. El *moral hazard* se refiere a préstamos que se sienten protegidos –al componente de los *préstamos* que aumenta cuando la crisis se empieza a generar... El *moral hazard* es una plaga para los mercados de capitales del mundo de hoy. Si hay alguna esperanza en la reforma del FMI sus propios economistas tienen que tomarlo en serio.

Charles W. Calomiris, "Columbia Business School", *Financial Times*, junio de 1998.

¿PUEDEN PREDECIRSE LAS CRISIS SISTÉMICAS?

La respuesta es negativa. Hay diferentes modelos de predicción pero ninguno predijo, por ejemplo, la crisis de 1997 del Sudeste Asiático y, por otro lado, predecían una crisis en Brasil que sólo sucedió entre dos y tres años después. Lo que sí podemos, sin necesidad de sofisticadas técnicas econométricas, es establecer una tabla con indicadores y en la que en cada casillero en que aparezca un *SI* sea el equivalente de una luz amarilla de precaución. Si todos los casilleros están en amarillo equivaldría a un gran rojo.

Ese procedimiento fue el que llevo a cabo Luis Giorgio en su estudio para el BM titulado “Banking Distress and Crisis” (Giorgio, 1995). Giorgio presenta una matriz donde los países en crisis forman las columnas: Argentina (1981 y 1995), Chile (1982-83) y México (1982 y 1994) y los indicadores de crisis aparecen en las filas. Nosotros aquí seguimos su procedimiento, con algunos cambios en las filas a la vez que incluimos dos columnas más, una para Indonesia (1997) y otra para Rusia (1998).

En las filas hemos agregado “préstamos de organismos internacionales”. Esto no significa que el obtener un préstamo para defender la moneda lleve a una crisis, pero es un indicador. México tiene un *SI* en ese casillero y obtuvo los préstamos cuando la crisis ya se había detonado. Es decir, que el casillero incluye préstamos que se dieron para defender la moneda (y los bancos) antes o durante la crisis.

El tipo de cambio sobrevaluado se refiere a la medida de la apreciación del tipo de cambio más allá del aumento en productividad, mientras que las expectativas de devaluación se indican por la diferencia entre las tasas de intereses en la moneda del país y en dólares. Las tres medidas, tipo de cambio sobrevaluado, expectativas de devaluación y tasas de interés altas suelen estar muy relacionadas.

Como se puede ver todas estas crisis comparten ciertos patrones en sus indicadores. Sin embargo, hay que notar que otros países, que no vamos a mencionar, también califi-

caban para llenar estos casilleros con rotundos SI pero pudieron superar (por lo menos hasta que este libro fue a imprenta) todos los vaticinios y los ataques a sus monedas. Probablemente ellos pagaron un alto precio acumulando reservas y creciendo poco.

Tabla 1

PRECONDICIONES MACROECONÓMICAS PARA LAS CRISIS BANCARIAS

<i>Indicadores</i>	<i>Arg. 1981</i>	<i>Arg. 1995</i>	<i>Mex. 1982</i>	<i>Mex. 1994</i>	<i>Chi. 1982</i>	<i>Ind. 1997</i>	<i>Rusia 1998</i>
Tipo de cambio fijo sobrevaluado	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Boom de crédito	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Tasas de interés reales muy altas	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI
Expectativas de devaluación	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Alto déficit en cuenta corriente creciente	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Cociente de reservas internacionales a dinero decreciente	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Reducción en el plazo de depósitos	SI	NO	SI	NO	NO	NO	SI
Defensa fiscal o reducción superávit	SI	SI	SI	SI	NO	NO	SI
Prestamos de organismos internacionales para defensa de la moneda	SI	SI	SI	SI	NO	SI	SI

Capítulo V

Organizaciones internacionales

Valeriano F. García

EL COMITÉ DE BASILEA

El comité de Basilea para la Supervisión Bancaria está constituido por autoridades de las superintendencias de bancos y bancos centrales. Un grupo de diez países lo establecieron en 1975 y ahora está formado por Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, Luxemburgo, el Reino Unido, Suecia y Suiza. Tiene su secretaría permanente en el Banco de Pagos Internacionales (BPI) de Basilea.

En Abril de 1997 el comité, en consulta con quince países de los llamados *emergentes*, emitió las normas fundamentales de supervisión bancaria que a partir de entonces se conocen como los “Principios Básicos del Comité de Basilea” (Comité de Basilea, 1997). Las normas son mínimas y el Comité de Basilea aconseja que se complementen de acuerdo con la realidad de cada país. Además, tanto el FMI como el BM usan esos principios para evaluar la calidad de las normas prudenciales en aquellos países que lo requieren ya sea en forma de asistencia técnica o como parte de condiciones en préstamos sectoriales.

Las normas de Basilea están compuestas por veinticinco principios básicos incorporados en los siguientes capítulos:

- Precondiciones para una supervisión bancaria efectiva
- Otorgamiento de licencia y estructura
- Requerimientos y regulación prudencial
- Métodos de supervisión en marcha
- Requerimientos de información
- Poderes formales de los supervisores
- Banca transfronteriza

EL BANCO MUNDIAL

El grupo del Banco Mundial (BM) está compuesto por cinco organismos: el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), la Corporación Financiera Internacional (CFI), la Asociación Internacional de Fomento (AIF), el Organismo Multilateral de Garantía para Inversiones (OMGI) y el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI).

El BIRF es el corazón del grupo y concentra la mayor parte de los préstamos. Cuenta con 181 países miembros y 24 directores ejecutivos que los representan. Tiene más de 7,000 funcionarios y una cartera de préstamos, que al 31 de diciembre de 1998, era de aproximadamente 117 mil millones de dólares. Su relación préstamos/funcionarios es de aproximadamente 16 millones de dólares por empleado²¹. Durante 1998 su directorio aprobó compromisos récords de préstamos en el orden de 27 mil millones de dólares.

El BIRF tiene un capital y reservas por aproximadamente 20 mil millones de dólares, lo que le da una palanca de 5 en relación con el volumen de sus préstamos. Para poder prestar, el banco emite bonos en los mercados mundiales de capitales, es decir, pide prestado para prestar. A raíz de que sus bonos tienen una excelente calificación, dicho banco puede conseguir dinero relativamente barato y se los pasa a sus accionistas más pobres cobrándoles un *spread* pequeño con el cual cubre sus costos. En ese sentido el BIRF actúa como una cooperativa que distribuye los beneficios a sus miembros.

Los bonos de dicha institución tienen una calificación AAA por parte de las calificadoras internacionales. Esta calificación no es sólo resultado de sus buenos balances ni de mantener buenos cocientes entre capital más las reservas y los préstamos; se debe a dos hechos importantes: (a) todos los

²¹ Sumando los préstamos de AIF se observa una relación de préstamos/empleados de 28 millones de dólares por empleado.

préstamos del BIRF tienen garantías de los gobiernos de los países prestatarios y (b) una gran parte del capital suscrito podría ser inmediatamente llamado si la cartera del banco sufriera un deterioro por incobrabilidad. Ese monto con posibilidades a ser llamado ascendía, a mediados de 1998, a cerca de 150 mil millones de dólares.

Otra rama importante del grupo del BM es la CFI. Se estableció en 1956 para promover el crecimiento de los mercados de capitales del sector privado. Casi todos los países miembros del BIRF son también miembros de la CFI, que realiza préstamos y contribuciones de capital a proyectos del sector privado sin garantía gubernamental.

Sus préstamos, a diferencia de los del BIRF, no tienen la tasa de interés subsidiada y se supone que la CFI tiene que tener ganancias en línea con otros bancos privados de inversión. La idea detrás de esta institución es que, contribuir financieramente a empresas del sector privado es un factor catalizador de otras inversiones y, además, impulsa el desarrollo de los mercados de capitales.

Desde que inició sus operaciones la CFI ha realizado 1,700 negocios en 140 países. América Latina tiene la participación regional más grande con casi 50% de los negocios. Por lo general, la corporación actúa con otros bancos o empresas, y casi nunca participa con más de 25% del costo de los proyectos. Hacia mediados de 1998 la CFI tenía inversiones netas (préstamos más acciones) por un valor aproximado de 9,000 millones de dólares, de los cuales más de dos tercios eran préstamos. La CFI también realiza tareas de asistencia técnica y tiene a la venta una excelente base de datos sobre los mercados de capital emergentes.

El CIADI, se estableció en 1966 como parte del BM para ayudar a solucionar conflictos entre los inversionistas y los países donde se realizó la inversión. Su función es actuar mediante la conciliación y el arbitraje. Contaba a mediados de 1998, con 129 miembros. Muchos contratos de inversión extranjera hacen uso de una cláusula nombrando al CIRDC como primer mecanismo en la resolución de conflictos.

La OMGI, (o MIGA como se la conoce por sus siglas en inglés) se estableció en abril de 1988 con el objeto de asegurar a los inversionistas privados contra grandes riesgos políticos (por ejemplo, expropiaciones; restricciones no estipuladas originalmente a las transferencias de ganancias, incumplimiento de contratos, guerras y disturbios civiles). De esta manera, se supone que puede ayudar al incrementar el flujo de inversión extranjera directa a los países en desarrollo. Hacia mediados de 1998 la OMGI había emitido 348 garantías con una cobertura de 4,200 millones de dólares. La agencia estima que desde su creación facilitó un acumulado de 25,000 millones de dólares en flujo de inversiones directas.

La Asociación Internacional de Fomento (AIF) se creó en el año 1960. Al igual que el BIRF, otorga préstamos a aquellos gobiernos que los demandan para proyectos y programas que promuevan el progreso económico y social. Junto a estos préstamos el banco provee asesoramiento y asistencia técnica. En especial AIF concentra sus esfuerzos de asistencia sólo en aquellos países más pobres que no logran cumplir con los términos comerciales impuestos a los países que integran el BIRF. Estos países tienen un producto nacional per cápita para 1997 inferior a 925 dólares. De los países que integran el BIRF, 160 se unieron a AIF. A diferencia del BIRF, los fondos del AIF provienen en su mayoría de los países más ricos y de transferencias de ganancias netas del BIRF. La cartera de AIF era de aproximadamente 84,000 millones de dólares en diciembre de 1998.

BANCOS REGIONALES

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

Con sede en Washington, D. C., se creó en 1959 con 19 países miembros, por una iniciativa de la Organización de Estados Americanos (OEA). A través del tiempo y al igual que el resto de los organismos internacionales, el BID se ha he-

hecho cada vez más grande. Tiene 46 países miembros y 14 directores ejecutivos. Este banco ha aumentado su capital suscrito varias veces. Su capital pagado, es ahora de 4,000 millones de dólares (un poco más de un tercio del capital del BIRF). En 1997 aprobó operaciones de crédito por 6,017 millones de dólares, lo que ayuda a financiar proyectos por aproximadamente el doble de esa suma, ya que los gobiernos y otros donantes aportan fondos de contraparte. En diciembre de 1997 su cartera de préstamos era de 27,400 millones de dólares y tenía alrededor de 1,800 empleados, lo que le da un promedio de 15 millones de dólares de préstamos por empleado.

Actualmente (1998), tiene como presidente al uruguayo Enrique Iglesias. Este cargo lo ocupa siempre un latinoamericano y la vicepresidencia un estadounidense. Los países prestatarios, todos de América Latina y el Caribe, tienen 50% de los derechos de voto; Estados Unidos tiene 30%, y por lo tanto una gran influencia en las decisiones del directorio y; el resto pertenece a Japón y a países de Europa.

El BID, al igual que el BIRF, ha cambiado la dirección de sus préstamos. En los años sesenta y setenta se dirigían mayormente a obras de ingeniería civil relacionadas con infraestructura como puede ser la construcción de caminos, puentes, grandes obras hidroeléctricas, etcétera. La crisis de la deuda de los ochenta, la creciente influencia en Europa y en Estados Unidos de los “verdes” (grupos de presión relacionados con la preservación del medio ambiente que critican el impacto ambiental de las obras de infraestructura), y el “consenso de Washington” influyeron para que sus préstamos se canalizaran a sectores en las áreas financieras, judicial, educación, salud, redes de seguridad social, incluyendo reformas al sistema de jubilaciones y pensiones. En cuanto a las obras de infraestructura, éstas tienen que tener una serie de garantías respecto a su impacto ambiental si quieren obtener un préstamo. Como una novedad respecto al BM, el BID presta hasta 5% de sus recursos al sector privado sin garantía gubernamental.

Es decir que el BID, al igual que el BM, genera préstamos con condiciones de todo tipo y para casi todos los sectores imaginables. En un principio se colgaba a los préstamos de ajuste estructural del BIRF pero luego, poco a poco, fue independizándose. El BID, también al igual que el BIRF moviliza una gran cantidad de recursos oficiales de países que, como Japón, proveen fondos adicionales de cofinanciación a los proyectos del organismo.

El Banco Africano de Desarrollo (AfDB)

Establecido en 1963 y en acción desde 1966, tiene su sede en Abidjan (Costa de Marfil), y su capital suscrito es de 23,000 millones de dólares. La mayor influencia, en cuanto a porcentaje de acciones, la tienen Japón, Estados Unidos y Alemania. Lo manejan 18 directores, que representan a 76 países. El AfDB realiza muchos de sus préstamos colgándose a préstamos desarrollados por el BM.

El Banco Asiático de Desarrollo (ASDB)

También en funcionamiento desde 1966, tiene sede en Manila y un capital suscrito de aproximadamente 46,000 millones de dólares (sólo 8% pagado). Obtiene sus fondos en los mercados internacionales donde tiene bonos colocados por alrededor de 20,000 millones de dólares. Este banco, tiene un total de 57 países miembros de los cuales 41 son de la región. Tiene aproximadamente 2,000 funcionarios y lo manejan por 16 directores ejecutivos. Su presidente es tradicionalmente de Japón, país que, junto con Estados Unidos, tiene la mayor influencia: tanto Estados Unidos como Japón tienen 16% de las acciones y están lejos del tercero que es la India con 6.5 por ciento.

El Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)

Se estableció el 18 de octubre de 1969. Tiene 17 miembros prestatarios de la región y 9 miembros no prestatarios.

Estos últimos son: Alemania, Canadá, Colombia, China, Francia, Italia, México, el Reino Unido y Venezuela.

A diferencia del Banco Mundial y del BID el BDC puede otorgar préstamos e invertir en acciones del sector privado sin garantía de los gobiernos. En el período 1970-1998 este banco dio financiamiento neto por 1,580 millones de dólares. Su planta de personal de acuerdo con su Memoria Anual 1998 es de 202 funcionarios y tiene un capital pagado de aproximadamente 150 millones de dólares.

El Banco Europeo de Desarrollo (EBRD)²²

Se estableció en 1991, con sede en Londres, por iniciativa de Francia. Tiene el propósito de financiar y facilitar la transición hacia una economía de mercado a los países del este y centro de Europa y los desmembrados de la ex-Unión Soviética. Actualmente su presidente es el alemán Horst Kohler. En el EBRD están representados 59 países más el Banco Europeo de Inversiones y tiene operaciones con 25 países.

A diferencia del BIRF y del BID el EBRD presta principalmente al sector privado lo que lo hace similar a la CFI. Del total de los activos de este banco 67% se dirigen al sector privado (por estatutos únicamente podría prestar un máximo de 40% al sector público). Otra diferencia con el BIRF, es que el EBRD presta sólo a países que tengan un mínimo sistema democrático, en cambio el BM tiene una carta orgánica que le prohíbe las consideraciones políticas al otorgar sus préstamos.

El EBRD delega el manejo diario a 23 directores ejecutivos y tiene un capital suscrito de ECU\$ 20,000 millones y un portafolio de préstamos de ECU\$ 10,300 millones, con aproximadamente 950 funcionarios. El miembro individual más influyente, sorpresa, es Estados Unidos que tiene 10% del

²² Por las siglas de su nombre en inglés: European Bank for Reconstruction and Development.

capital. Sin embargo, los europeos, que pueden unirse para votar contra Estados Unidos tienen bastante poder porque, Alemania, Francia, Italia, y el Reino Unido tienen cada uno 8.5%. Japón, que no se queda atrás, también tiene 8.5 por ciento.

EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Los organismos monetarios y bancarios internacionales de más relevancia para el mundo son el FMI y el BM. El FMI está compuesto por aproximadamente 2,200 funcionarios. Su autoridad máxima (al igual que la del BM) es la Junta de Gobernadores, que se reúne dos veces por año. Para las tareas diarias dichos gobernadores están representados por 24 directores ejecutivos que pueden ser de varios países excepto Alemania, Arabia Saudita, China, Estados Unidos, Francia, Japón, el Reino Unido y Rusia, que tienen, cada uno, un director. Esto, se debe al volumen de sus aportes. A diferencia del BIRF, el FMI no pide prestado en los mercados de capitales mundiales sino que se financia con las cuotas de los países. No tiene prohibido pedir prestado, simplemente no lo hace pues no está dentro de sus operaciones normales.

Cada país miembro contribuye con una cuota expresada en Derechos Especiales de Giro (DEG). Cada país, tiene 250 votos más un número adicional de votos de acuerdo con la cantidad de cuota que le corresponde (un voto por DEG 100,000 de cuota). Los montos máximos de acceso al crédito del Fondo son un valor porcentual de la cuota. El país paga el 25% de su cuota en una moneda de reserva y el resto en moneda propia. Lo que paga en moneda de reserva (dólares, yen, DM o Libras Esterlinas) se denomina *tramo de reserva*. El país puede girar contra su propio tramo a condición de que lo justifique como una necesidad de balanza de pagos.²³

²³ Sobre este giro no paga ningún interés.

Las cuotas que aportan los países miembros suman alrededor de 30,000 millones de dólares pero de ello sólo 25% fue aportado en moneda de reserva y el resto en moneda local. Éstas tienen muy poca demanda; las monedas más demandadas para los préstamos son el dólar, el yen japonés, el marco alemán y la libra esterlina. Cada país tiene derecho a obtener préstamos por un múltiplo de la cuota que suscribió. Como al FMI no le alcanza lo aportado en moneda de reserva, está autorizado a pedir prestado a los gobiernos y bancos. En la actualidad tiene una línea de crédito de este tipo cercana a 30,000 millones de dólares (esta línea se conoce como Acuerdo General para la Obtención de Préstamos) y se renueva cada cinco años.

El FMI, pareció haber perdido su principal razón de ser cuando el mundo desarrollado abandonó los tipos de cambio fijos al principio de la década de los setenta. Muchos países en vías de desarrollo continuaron sin embargo con tipos de cambio fijos y el FMI continuó con su política de apoyar a los países con problemas de balanza de pagos. Ese apoyo está siempre sujeto a condicionalidades de tipo económicas, en particular las fiscales. También continúa con una labor de supervisión anual a todos sus países miembros y con distintos tipos de préstamos, siempre de corto plazo. En lo que hace a la supervisión, un equipo de cuatro o cinco economistas visita los países y recaba datos de los ministerios de economía y del BC; se reúnen con gentes del sector privado y obtienen la opinión de economistas locales. Con base en esto redactan un informe que luego se discute en el directorio de la institución.

Créditos del Fondo

Tramos de crédito. Más allá de poder usar el 25% de su cuota (que en realidad no es un crédito) el país puede usar en moneda de reserva más del 100% de su cuota (hasta el 300% acumulativo.) Es decir que el país que aportó pesos, reales o dinares, al hacer uso de una facilidad del Fondo, recibe a

cambio de su moneda, dólares, yen, marcos alemanes o libras esterlinas, y se compromete a recomprar su propia moneda en el futuro. Por esto debe pagar una tasa de interés.

Los desembolsos de los tramos se hacen en forma escalonada en el contexto de algún arreglo específico como ser el *stand by* o el de *facilidades extendidas*. A medida que los escalones suben, las condicionalidades se hacen más estrictas.

Los préstamos *stand by* están hechos para situaciones y problemas de balanza de pagos que se consideran transitorias y por ello son de corto plazo. Tienen desembolsos trimestrales por un período de hasta tres años, y el período de recompra, a partir de cada desembolso, es de hasta cinco años. El Fondo en consulta con las autoridades del país, establece criterios de performance trimestral y las revisiones semestrales.

En cuanto a los préstamos de *facilidades extendidas*, tienden un período de desembolso entre tres y cuatro años y su finalidad es solucionar problemas estructurales. La recompra por parte de los países de su propia moneda se realiza entre 4, 5 y 10 años luego de la compra de las monedas de reserva. Algunos países que reciben esta facilidad resuelven no desembolsar y dejan que el fondo se acumule. Mientras se acumulan los fondos, no se pagan intereses a menos que efectivamente se los desembolse.

Facilidad de reserva suplementaria (supplemental reserve facility). Esta línea se creó como un mecanismo excepcional durante la crisis del sudeste asiático. Tiene por objeto proveer asistencia financiera para casos excepcionales en los que los países experimentan dificultades de balanza de pagos por razones de contagio y de disminución drástica de flujos de capitales. Estos préstamos se otorgan en los términos de los *stand-by* o de *facilidades extendidas* pero tienen la característica que no suman al máximo del 300% de la cuota permitida.

Facilidad Ampliada. Los préstamos que se extienden bajo la sigla inglesa de ESAF (Enhanced Structural Adjustment Faci-

lity) que podemos traducir como *facilidad ampliada de préstamos para ajuste estructural* tiene por objeto ayudar a los países más pobres. Estos préstamos que se dan en coordinación con los IDA del Banco Mundial. Tienen condicionalidades de ajuste estructural, es decir no son solamente para solucionar problemas de balanza de pagos, sino que se toman en cuenta problemas del sector judicial, fiscal, bancario, privatizaciones, mercados laborales, administración pública, política comercial, etc.

Línea de Crédito Contingente. Esta nueva línea fue aprobada por el Directorio del FMI en abril de 1999 y es más conocida por sus siglas inglesas: CCL (contingent credit facility). Es una línea abierta para países solventes con políticas económicas sólidas y que pueden ser víctimas de “contagio” en caso de crisis financiera internacional. Se trata de una línea preventiva y juega el mismo rol que los bancos centrales cuando actúan como prestamistas de última instancia.

Para obtener esta línea los países tienen que inscribirse, naturalmente con un previo consentimiento informal por parte de las autoridades del organismo. Para que dicha inscripción sea aceptada por el Directorio, el país debe estar implementando políticas que hagan poco probable que necesite recursos del FMI y no debe estar enfrentado ninguna dificultad por contagio. Además debe tener acuerdos con el sector privado para que de alguna manera este sector también participe de una eventual acción financiera.

La CCL no es una línea ilimitada, sino que la participación de un país miembro tiene un límite máximo que esta entre el 300 y el 500% de su cuota. El tipo de interés que el FMI cobraría tiene una penalidad de 300 puntos básicos sobre las tasas que normalmente cobra el organismo. Hasta mediados de 1999 no había ningún país enrolado en esta facilidad.

¿Qué es el Fondo Monetario Internacional?

Al ingresar al FMI, cada país miembro aporta cierta suma de dinero, que se denomina cuota, una especie de aporte por afiliación.

Estas cuotas cumplen diversos fines. En primer lugar, forman un fondo que la institución puede utilizar para conceder préstamos a los países miembros que tengan dificultades financieras. En segundo lugar, constituyen la base para determinar la cantidad de recursos que cada país puede recibir. Cuanto mayor sea la aportación de un país miembro, mayor será la suma que puede solicitar en préstamo cuando lo necesite. Por último, las cuotas determinan el número de votos de cada país miembro. El propio FMI, mediante un análisis de la riqueza y los resultados económicos de cada país, fija la cuota correspondiente a cada país miembro y fija cuotas más altas a los países más ricos. Las cuotas se revisan cada cinco años y pueden elevarse o reducirse según las necesidades del FMI y la prosperidad económica del país miembro. En 1945 los 35 países miembros del FMI aportaron 7,600 millones de dólares; en 1992, los países miembros aportaron más de 200,000 millones de dólares. Estados Unidos, cuya economía es la más grande del mundo, es el país que aporta más al FMI: casi 18 por ciento del total de la cuota, alrededor de 41,000 millones de dólares. Las Islas Marshall, una república insular del Pacífico, aporta la cuota más pequeña, unos 3.9 millones de dólares.

Si bien el FMI se fundó principalmente como institución cooperativa para supervisar al sistema monetario internacional, también respalda dicho sistema inyectándole ocasionalmente sumas de dinero, a veces en gran escala... En 1983 y 1984, por ejemplo, el FMI concedió préstamos por casi 28,000 millones de dólares a los países miembros que no podían cumplir con sus obligaciones financieras frente a otros países miembros...

Muchos países, que a veces no cuentan con personal especializado en campos muy técnicos de finanzas públicas y operaciones de banca central, recurren al FMI para que les ayude a resolver problemas relacionados con dichos campos...

A mediados de la década de los noventa se desató en México una crisis financiera que reveló la vulnerabilidad de los países miembros frente a las variaciones repentinas de la confianza del mercado y dio origen a salidas de capital de gran magnitud e imprevisibles. México creó rápidamente un enérgico programa de ajuste, que el FMI respaldó de inmediato con la aprobación, el 1° de febrero de 1995, del plan del plan de financiamiento de mayor envergadura que se haya destinado a un país miembro, por un total de DEG 12,100 millones (19,000 millones de dólares).

David D. Driscoll, *¿Qué es el Fondo Monetario Internacional?*, Departamento de Relaciones Exteriores, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., 1995.

EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y EL BANCO MUNDIAL: SU ORIGEN Y SU ROL ACTUAL

Vuelta al patrón oro

El régimen de patrón oro que se extendió a nivel mundial desde 1880 hasta 1914 había dado el marco para un largo período de prosperidad y estabilidad. Después de la Primera Guerra Mundial (1914-1918) se intentó regresar al patrón oro. Cuando el Reino Unido regresó al patrón oro, en mayo de 1925, fijó el precio del oro al mismo valor que antes de la Gran Guerra. Según las reglas del patrón oro, el Banco de Inglaterra decidió que estaba dispuesto a comprar y vender todo el oro que le fuera ofrecido o demandado a ese precio. Muchos otros países fijaron el precio de sus respectivas monedas en términos de la Libra esterlina, formando "el área de la Libra". Hacia 1928, prácticamente todos los países tenían directa o indirectamente, fijado el precio de sus monedas en términos de oro.

El precio del oro al cual Inglaterra ligó su moneda era artificial, pues no reflejaba su valor de mercado. Ese precio implicaba una moneda sobrevaluada ya que era el mismo precio existente antes de la guerra. Los síntomas para aquellos países con monedas sobrevaluadas y sin cambios en la productividad, consistieron en una fuerte expansión económica seguida de una crisis.

Crisis, nacional-socialismo y proteccionismo

Para eliminar la sobrevaluación había dos posibilidades: (a) una deflación y (b) una devaluación. Una deflación lograba una baja en *millones* de distintos precios internos y por lo tanto hacía que el país ganara competitividad internacional reduciendo la sobrevaluación. Una devaluación aumentaba sólo *un* precio: el del oro y hubiera evitado la deflación.

Lamentablemente, y como después se seguiría repitiendo en la historia con el tipo de cambio fijo, se eligió el camino

más difícil: sostener lo insostenible. En pocos años el mundo tuvo una de las recesiones (deflaciones) más grandes de su historia y sólo después, cuando la recesión ya había causado un desastre económico, los gobiernos se decidieron a devaluar y abandonar el patrón oro. El colapso se vio ayudado cuando se descubrió la insolvencia del BC de Austria. A partir de allí la corrida se hizo mundial y el Reino Unido, y el resto del mundo, abandonaron el patrón oro.

La década de los treinta, fue un período muy complicado en cuanto a relaciones internacionales. Surgieron el nacionalismo y el intervencionismo estatal, no solo en los grandes países occidentales, pues a raíz del nacional-socialismo en Alemania y del *new deal* rooseveltiano en Estados Unidos, estas tendencias se contagiaron a países de América Latina.

En el comercio internacional se entró en una etapa bilateral a raíz de la falta de convertibilidad de las monedas y de la nueva moda proteccionista. De la sobrevaluación de importantes monedas durante el patrón oro se cambió a una guerra de devaluaciones. Es decir, surge el mercantilismo proteccionista buscando que el valor de las exportaciones supere el de las importaciones mediante restricciones y devaluaciones.

Distorsiones en el tipo de cambio

Cuando la moneda está artificialmente sobrevaluada, se genera primero un déficit en las cuentas internacionales pues es más fácil importar que exportar: los precios de los bienes extranjeros son muy baratos mientras que resulta muy difícil exportar pues los bienes locales son muy caros para los extranjeros. Para financiar ese cualquier déficit con el exterior país puede contratar mayor endeudamiento o perder reservas internacionales. Cuando la moneda está sobrevaluada para que los extranjeros inviertan en activos internos, ya sean reales o financieros, la tasa de interés local tiene que ser bastante alta. Esto hace que en principio lleguen grandes cantidades de capital para aprovechar la dife-

rencial en tasas de interés pues suponen que el país, por el momento, no devaluará.

Sin embargo, estas inversiones se mantienen "en el filo de la navaja". Siempre puede haber un hecho que genere una corrida, las reservas del BC no pueden aguantar y el país se ve forzado a devaluar. Llega un momento en que, cuestionando la probabilidad de que el país siga pagando sus deudas, los proveedores se niegan a seguir otorgando crédito. En ese momento los flujos de capitales se cortan y el mercado, advirtiendo que el BC está vendiendo oro –o alguna moneda fuerte– a un precio muy barato en relación con el verdadero, lleva su dinero interno a cambiar. Y allí es cuando el sistema colapsa. Esto es lo que le sucedió a Gran Bretaña en 1931 forzándola a devaluar y salir del patrón oro.

Esta historia, de grandes distorsiones en el tipo de cambio, es básicamente la misma, que la ocurrida a muchos países de América Latina (y sudeste Asiático) en épocas más recientes. Antes de los años treinta muchos países estaban ligados a la libra esterlina, de la misma manera que muchos países ahora están ligados al dólar.

Guerra y planes de estabilidad y reconstrucción para la posguerra

Ya en plena Segunda Guerra Mundial comienzan las discusiones en occidente sobre cómo superar, cuando llegue la paz, el régimen cambiario de devaluaciones competitivas y aislamiento proteccionista, y cómo salir de los arreglos comerciales bilaterales y entrar en un mundo de comercio multilateral. Estas discusiones van tomando forma y a pocos días del desembarco aliado en Normandía, el mundo occidental (incluida la Unión Soviética) crea lo que luego se llamarían las "Instituciones de Bretton Woods": el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Las personas más influyentes en la forma en que se organizaron estas instituciones fueron John Maynard Keynes delegado del Tesoro del Reino Unido y Harry Dexter White del Tesoro de Estados Unidos. Usted debe haber escuchado

hablar de Keynes, quizá el economista más famoso del mundo y no debe reconocer el nombre de White. Sin embargo, White tuvo en aquel momento más influencia que Keynes en la concepción operativa del FMI.

Keynes pretendía que el FMI fuera algo así como un BC internacional. Un prestamista de última instancia que creara su propio dinero, mientras que White insistía en un organismo que sólo prestara el capital de sus miembros. El FMI, con sede en Washington, D. C., comenzó a funcionar en mayo de 1946 con 39 miembros fundadores y, en aquel momento triunfó la idea de White. Sin embargo, en 1998 el FMI se ha convertido en algo mucho más parecido a las ideas originales de Keynes. Ha creado su propia liquidez y ha servido como prestamista de última instancia a México y Argentina durante la crisis de 1994-95 y a los países del Sudeste Asiático durante sus crisis de 1997-98.

Los países miembros acordaron que el FMI se concentraría en el corto plazo y fundamentalmente en aspectos relacionados con el mantenimiento del tipo de cambio fijo. La idea más importante era evitar las devaluaciones competitivas. Los países miembros tenían que obtener autorización del FMI antes de devaluar, y la devaluación era autorizada sólo si había cambiado algo “fundamental” en el país, y ese criterio era determinado por el Fondo.

Si algún país tenía dificultades en sus cuentas externas, por ejemplo caída temporal en el precio de sus exportaciones o alzas temporales en el precio de sus importaciones y esto le generaba un déficit en sus cuentas externas, el Fondo financiaría esa diferencia siempre y cuando la considerara transitoria. Si el déficit no se juzgaba transitorio el FMI otorgaba en forma excepcional, un crédito generalmente atado a cambios en la política económica.

Las modificaciones en la política económica consistían más que nada en aspectos fiscales: más impuestos, menos gastos públicos y aumentos en las tasas de interés. Además, trataban de evitar que se usaran barreras tarifarias como solución a problemas de balanza de pagos. La devaluación era

una medida de excepción. El régimen generalizado que se trataba de sostener era un régimen de tipo de cambio fijo.

Hasta 1971 Estados Unidos tenía su moneda atada al oro. No era un sistema de patrón oro en el sentido estricto pues los habitantes no podían reclamar el equivalente en oro de un billete de dólar. Sin embargo, los bancos centrales podían efectivamente hacer este reclamo y esto servía de ancla al sistema monetario internacional, que seguía girando en torno a tipos de cambio fijos (entre los países industrializados) atados al oro. En dicho año Estados Unidos no pudo seguir sosteniendo el precio del oro y decidió liberar su moneda de dicha ancla.

Esto, en principio, dejó al FMI sin su rol fundamental, se acabó su *raison d' être*: mantener ordenadamente un sistema de tipos de cambios fijos. Sin embargo, esta institución no murió con el sistema para el cual se había creado. Inmediatamente, encontró una serie de nuevos roles. En particular los grandes cambios en el precio del petróleo durante la década de los setenta le ofreció una gran oportunidad para continuar su financiamiento a países que tenían problemas de balanza de pagos (aunque no fueron de corto plazo).

Además, el Fondo comienza a poner énfasis en otras áreas como el financiamiento de modificaciones permanentes en política económica, fundamentalmente a países en desarrollo, estableciendo una serie de condiciones para los planes de estabilización. Hoy el FMI juega un rol de relevancia en proporcionar asistencia técnica a bancos centrales y a oficinas de impuestos (básicamente para aumentar la presión impositiva). También, en un cambio de énfasis sumamente importante, el FMI sirve de prestamista de última instancia a bancos centrales. Además, actúa como una especie de auditor internacional de los países, prestando así un servicio gratuito a las casas y bancos de inversión.

De esta manera el Fondo no sólo continúa prestando para el corto plazo como originalmente, sino que, con nuevos instrumentos, por ejemplo el llamado Servicio Ampliado del Fondo, SAF, o (Extended Fund Facility, EFF) comenzó a

prestar a plazos de hasta diez años. De esta manera el FMI seguirá jugando un rol muy importante porque a pesar de que los países industrializados flotan su moneda y continúan con la convertibilidad, los países en desarrollo y el Fondo han encontrado que pueden colaborar mutuamente.

Así como en un principio el FMI se hizo cargo de aspectos macroeconómicos a corto plazo, la creación del Banco Mundial tenía como objeto el crecimiento económico a largo plazo. Se pensaba ayudar a los países de Europa a reconstruir sus economías con préstamos de largo plazo. Sin embargo, el Plan Marshall proveyó mucho de ese capital y el BM se transformó en un organismo que presta a largo plazo a los países en desarrollo a tasas de interés inferiores a las de mercado.

Diferencias y similitudes entre el FMI y el BM

La gran diferencia entre el FMI y el BM es que el primero es una organización con un mandato muy bien definido (alivio de balanza de pagos) mientras que el segundo tiene un mandato general de desarrollo económico.

La misión del BM se ha interpretado últimamente como de alivio a la pobreza. Los instrumentos con que el Banco ha pretendido aliviar la pobreza han cambiado de acuerdo con la personalidad de sus presidentes y las presiones de los países del grupo de los Siete (G-7: Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Japón, y Canadá). La gran debilidad del BM es que su mandato original de desarrollo económico y su posterior inclinación hacia el alivio a la pobreza lo han hecho navegar entre Arnold Harberger (sembrar hoy para cosechar mañana) y la madre Teresa (distribuir por caridad a los necesitados de hoy). Cada vez tiene más peso en sus funciones el efecto madre Teresa, el cual, con la ayuda de las organizaciones no gubernamentales (ONG), lo va convirtiendo en una organización de caridad con tasa de interés.

Mientras el FMI tiene unos pocos productos, el BM tiene li-

teralmente cientos de ellos y como consecuencia de esta falta de foco, ha perdido mucha efectividad. El BM tiene un desembolso bruto de alrededor de 21,000 millones de dólares por año. Esta es una cantidad realmente ínfima en relación con los flujos privados internacionales y con el Producto Interno Bruto (PIB) de muchos países.

Por ejemplo, si todos los préstamos aprobados durante el período julio 1997- junio 1998, que sumaron 21,000 millones de dólares se hubiesen otorgado únicamente a Brasil ello hubiese representado sólo 2.6% de su PBI. Si a esto se suma que el BM tiene cientos de diferentes productos se entiende su creciente pérdida de efectividad. Indudablemente el BM puede tener mayor efectividad en países pequeños pero aun en ellos su peso ha ido perdiendo importancia con relación a los flujos privados de capitales.

El BM recuperó parte de su importancia estratégica cuando los flujos de capitales internacionales se *secaron* en 1998 a raíz de la crisis rusa y la previa crisis asiática. De esta manera, junto con el FMI, realizó importantes préstamos a Indonesia, Tailandia, Malasia, Corea, Argentina, Filipinas y Brasil. Como veremos más adelante, los críticos insisten en que dado el problema de falta de liquidez, estos organismos hicieron muy bien en intervenir, pero que ellos mismos ayudaron a crear el problema al cual le dieron luego alguna solución: la entrada y salida masiva de dichos capitales hacia muchos países se debió, según los críticos, al *moral hazard* creado por dichos organismos.

A través del tiempo el FMI y el BM se han acercado en sus fines y medios. El FMI ha comenzado a prestar a más largo plazo (hasta diez años) e, inclusive, en alguno de sus préstamos ha puesto condiciones que van mucho más allá de las de tipo de cambio y fiscales, por ejemplo las relativas a flexibilización de mercados laborales. También ahora su personal debe de tener en cuenta si los préstamos de su organización tienen algún impacto sobre el medio ambiente.

El BM ha incrementado substancialmente sus préstamos para ayuda de balanza de pagos y planes de estabilización,

áreas que antes eran reducto exclusivo del FMI. La diferencia entre el FMI y el BM se hizo aún más confusa a raíz de la turbulencia mundial iniciada en 1997 en el sudeste asiático y contagiada luego al resto del mundo. Las demandas de liquidez por parte de un mundo en crisis presionaron al BM a unirse al FMI prestando altos volúmenes de emergencia, a corto plazo (cinco años) y con altas tasas de interés.

Fondo Monetario y Banco Mundial*

<i>Fondo Monetario</i>	<i>Banco Mundial</i>
Analiza el sistema monetario internacional	Promueve el desarrollo económico de los países más pobres
Promueve estabilidad de tipos de cambio y relaciones de intercambio ordenadas entre los países miembros	Asiste a los países en desarrollo a través de financiamiento de largo plazo de proyectos y programas
Asiste a todos sus miembros con dificultades temporarias en la balanza de pagos, proveyendo créditos de corto y mediano plazo.	Provee asistencia especial a través de la Asociación Internacional de Fomento a los países más pobres con un producto per cápita anual menor a 965 dólares.
Suplementa las reservas monetarias de sus miembros a través de la asignación de Derechos Especiales de Giro. A la fecha se han asignado 21,4 mil millones de DEG a los países en proporción a sus cuotas.	Promueve el desarrollo privado en Países en desarrollo a través de su institución afiliada, la Corporación Financiera Internacional.
Se nutre de recursos financieros a partir de las cuotas de suscripción de los países miembros	Adquiere la mayoría de sus recursos financieros en los mercados de bonos internacionales.
Tiene a su disposición cuotas que totalizan SDR 145 billones (aproximadamente US\$ 215 mil millones)	Tiene un capital autorizado de US\$ 184 mil millones
Posee un staff de 2300 empleados de 182 países miembros.	Tienen un staff de 7000 empleados de 181 países miembros.

* Driscoll, David D., *The IMF and the World Bank: How do they differ?*, International Monetary Fund, Washington, D. C., 1996.

Críticas al FMI y al BM

El rol de ambas instituciones se ha cuestionado seriamente. Algunos sostienen que deberían fusionarse mientras que otros se preguntan si deberían continuar existiendo. Los ar-

gumentos más importantes son que aumentan indirectamente el gasto público, que incrementan las tasas impositivas, que su sostenimiento es costoso, que el crédito es fungible y que por su mera existencia crean un problema de *moral hazard* muy importante. Por ejemplo, en el caso de México (1994-95), estas organizaciones habrían creado las condiciones de seguro implícito a la banca e inversores internacionales que incrementaron el *moral hazard* y ayudaron a detonar las crisis en el sudeste de Asia en 1997, y luego en Rusia en 1998 (el lector puede leer el resumen del trabajo de Calomiris al respecto, en el cuadro de texto en el capítulo IV). Veamos estas críticas con más detalle.

Los créditos de las instituciones multilaterales ablandan la restricción presupuestaria de los gobiernos

Es decir aumentan indirectamente el gasto público. En buen español se diría que estos préstamos al verse como “baratos” y de fácil acceso, llevan a los países a gastar más (y no necesariamente mejor). Esto se debe a que la posibilidad de obtenerlos aumenta las presiones políticas de los distintos ministerios y secretarías y subsecretarías para gastar más.

Tienden a aumentar las tasas impositivas

Cuando los préstamos están dentro de un marco de ajuste fiscal, muchas veces tienen como condicionalidad de desembolso el aumento de la presión impositiva. Se critica que, en particular el FMI, ponga un énfasis desmedido en aumentar las *tasas* de los impuestos, llegando inclusive hasta aconsejar más del 20 por ciento para el impuesto al valor agregado. La crítica es que este enfoque “fiscalista” ignora que, con buen aparato administrativo y con ejecución de fuertes penas por evasión, se puede recaudar más con menores tasas (por menor evasión y mayor producción).

Son instituciones costosas de mantener

Si bien no existe un costo directo para los pagadores de impuestos, es un hecho que el retorno del capital invertido en estas organizaciones es muy inferior a su mejor alternativa.

Fungibilidad del crédito

Lo mejor para explicar este concepto es un ejemplo. Supóngase que un agricultor después de una buena cosecha de soja tiene la alternativa de, con el excedente de su actividad, comprarse un yate como lo exigen sus hijos y su mujer, o comprarse un nuevo tractor como lo exige su sentido común. Siguiendo su instinto, se decide por el tractor y posterga las vacaciones en yate propio ante la angustia de su familia. Pero, esa misma mañana lee en el diario que existe una línea de créditos (financiada quizá por el BM) para comprar tractores. Inmediatamente va a su banco y obtiene el crédito.

Una vez obtenido el crédito el agricultor compra ambas cosas: el tractor y el yate. Con ello su familia queda contenta y su mujer retira su amenaza de divorcio. Si usted tratara de convencer al Directorio del Banco de que en realidad el crédito no se usó para comprar un tractor sino para comprar un yate, el presidente del banco le exhibiría triunfalmente los papeles de compra del tractor y hasta una fotografía de él mismo con el agricultor, sonrientes, a bordo del tractor. Pero, como usted bien sabe la realidad fue distinta. Esto, porque el crédito es fungible.

Quizá el grado de fungibilidad no sea 100% pero es indudable que existe en un alto grado. Es en realidad imposible saber si muchos de los muy buenos proyectos que se presentan al BM no serían realizados de todas maneras y lo que el Banco en verdad estaría financiando son otros proyectos de mucho menor retorno, proyectos marginales que no hubiesen sido hechos sin el crédito.

En relación con los flujos de capitales mundiales el BM ha

perdido mucha influencia. Durante 1997 los flujos mundiales fueron alrededor de 260,000 millones de dólares, mientras los préstamos del BM llegaron a un récord de 18,000 millones de dólares. Sin embargo, el BM mantiene cierta influencia a través de algunas condiciones en los préstamos, sobre todo en los países más pequeños.

La conclusión del profesor Arnold Harberger, después de realizar un estudio sobre el BM, a principios de los ochenta, dejó muy deprimidos a los ejecutivos del Banco. Según Harberger la influencia más importante del BM ha sido la gran competencia que los funcionarios del Banco tenían y adquirían en la evaluación de proyectos de inversión. Los funcionarios del BM al regresar a sus países hacían una gran contribución al evaluar las propuestas de gasto público en sus gobiernos.

Sin embargo, dicha competencia y experiencia ha decrecido a medida de que el BM ha cambiado sus prioridades. Se pasó de una gran concentración en obras de infraestructura a préstamos de ajuste estructural. Es decir, préstamos de desembolso rápido restringidos en diversas áreas. Las áreas son tan diversas que incluyen el campo social, el medio ambiente, el alivio de la pobreza (que es muy general), cuestiones de la mujer, trabajo infantil, micro-empresas, microcrédito, sistemas judiciales, sistemas financieros, reestructuración empresarial, corrupción, y casi cualquier tema que usted se imagine.

Actualmente se busca una nueva arquitectura de funcionamiento de los organismos internacionales. El nuevo ámbito de trabajo de estos organismos, su importancia reducida en relación con los flujos privados, y la volatilidad de esos flujos hacen necesario un replanteamiento total.

Crean un problema de moral hazard

Se critica al FMI y al BM por ser los principales responsables del nivel y volatilidad de los flujos de capitales internacionales hacia los países subdesarrollados. El argumento es

que los inversionistas y bancos internacionales toman posiciones de alto riesgo sin internalizar el riesgo, porque suponen que, en caso de necesitarlo, habrá un rescate por parte de esos organismos internacionales.

Por ejemplo, antes de "la crisis del tequila" los inversionistas estaban obteniendo una rentabilidad muy alta en los "Tesobonos", que eran títulos de deuda del gobierno mexicano, porque el riesgo era alto. Cuando se colapsó la economía mexicana, el riesgo se hizo efectivo, los dueños de Tesobonos estaban a punto de perder parte de su capital. El crédito (rescate) de los organismos internacionales, y del Tesoro de Estados Unidos, posibilitó a México para pagar sus deudas, y en consecuencia los inversionistas no perdieron su capital.

Algo parecido sucedió con los países del sudeste asiático en 1997. En este caso los favorecidos eran bancos europeos que habían prestado masivamente a bancos de Malasia, Corea, Tailandia y otros, obteniendo tasas de interés muy altas. Los bancos del sudeste asiático, pedían prestado en dólares, a corto plazo, y colocaban esos fondos en moneda local a largo plazo (en bienes raíces). Se sabe que esa es la receta para el desastre y los bancos europeos no lo ignoraban. Solamente que confiaban en los organismos internacionales, que no los defraudaron.

Luego, vino Rusia, con una deuda muy alta y una situación fiscal fatal. Su déficit total alcanzaba casi 25% de su PIB. Pero, también tenía miles de misiles con cabezas atómicas. Tanto los bancos de inversión occidentales, como los analistas políticos y económicos, pensaban que se podían hacer excelentes negocios: alta rentabilidad y poco riesgo, pues Rusia era demasiado grande para dejarla entrar en cesación de pagos. (*too big to fail*, como dicen los estadounidenses).

Sin embargo, al contrario que México y el sudeste asiático, Rusia cayó: no pagó su deuda interna, ni externa, obligando a los acreedores a financiar una reestructuración. A pesar de que obtuvo bastante ayuda por parte del FMI y el BM, toda se evaporaba en cuanto llegaba. La crítica a esos organismos

era muy fuerte y los mismos tuvieron que decir “*no va más*”. Cundió el pánico entre los inversionistas internacionales y ellos secaron los mercados, retirándose de todo el mundo en desarrollo.

Enseguida, el FMI y el BM dieron préstamos masivos de emergencia, a corto plazo y a altas tasas de interés (aunque inferiores a las tasas que el mercado pedía en esos momentos) a países que eran inocentes de lo sucedido en Rusia. Así, el círculo se cerraba, el FMI y el BM habían contribuido primero a crear el problema y después a solucionarlo.

Reforma del FMI y del BM

Tony Blair pedirá hoy una reforma radical del FMI y del BM, alegando que han fracasado en su objetivo de proveer estabilidad financiera en un mundo donde se mueven grandes flujos de capital.

El primer ministro del Reino Unido, y *chairman* del Grupo de los Siete países más industrializados, dirá que la tormenta económica y financiera que se ha extendido desde el Sudeste de Asia hasta Rusia y Latinoamérica muestra los defectos de esas dos instituciones.

‘El sistema actual no ha servido de mucho... las instituciones de Breton Woods tienen ya 54 años y fueron creadas cuando los flujos de capitales eran mucho menores’ dijo el vocero de Tony Blair.

El Reino Unido también quiere una fusión parcial entre el FMI y el BM de tal manera que haya una sola institución encargada de supervisar y regular el sistema económico mundial.

Los ministros están preocupados porque el tipo de cambio para el rublo cayó bruscamente luego de una declaración del señor Soros quien no tuvo que decir si el se beneficiaba o no con tal devaluación.

El vocero de Blair también dijo: ‘*Hace falta una mayor apertura y transparencia en los negocios internacionales y también queremos mayor responsabilidad por parte de las organizaciones financieras internacionales*’

La semana pasada el presidente Clinton reunió a los ministros de economía de los países industrializados y en desarrollo más importantes para discutir lo que se ha dado en llamar ‘la nueva arquitectura financiera internacional’.

Financial Times, 21 de septiembre de 1998.

Capítulo VI

El comercio internacional

Valeriano F. García

El comercio libre, tanto dentro de un país como fuera del mismo, es siempre benéfico para las partes. En ese sentido se puede afirmar sin temor a equivocarse que cuanto más comercia la gente está mejor. No sólo es mejor para ellos, sino que es mejor para el resto de los habitantes, pues los que ganan con el comercio podrán gastar o ahorrar más, beneficiando al resto de la población.

Si un país reduce sus barreras aduaneras, podrá comerciar más con el extranjero aunque en ese proceso tengan que cerrar algunas fábricas y se produzca algún desempleo. A pesar de que la condición de vida de algunas personas empeore, al comerciar más el efecto neto, según la teoría del comercio internacional y la experiencia de numerosos países, es siempre positivo. Esta afirmación puede parecer contradictoria, pero se explica porque los costos y los beneficios de una mayor apertura internacional no se perciben de la misma manera.

Los costos están localizados: tal o cual industria, tal o cual actividad agrícola o pecuaria, tienen que ser más eficientes, cerrar, o reducirse. Hay manifestaciones y huelgas. Hay desempleo en la zona de influencia de dichas actividades. Los costos tienen nombre y apellido. Por otro lado, los beneficios son difusos, una familia cualquiera que puede viajar en ómnibus a mitad de precio, no tendrá ni idea que ello se deriva de una política de apertura que permite importar motores de mejor calidad a menor precio. La suma de miles de estos pequeños beneficios será mayor que el costo específico de la fábrica local de motores, la que ahora tendrá que cerrar o cambiar su tecnología.

La individualidad de los costos y la generalidad de los beneficios hace que la economía política de las reformas al comercio internacional que reducen los impuestos a las importaciones, sea muy complicada y tenga un sesgo hacia el pro-

teccionismo. Por ejemplo, es poca la probabilidad de que una familia que con una rebaja en aranceles textiles gastara menos en ropa y por lo tanto gastara más en la educación y la salud de sus hijos saliera a la calle a apoyar activamente dicha medida. Por otro lado, si esa medida de rebaja de aranceles estuviese a punto de ejecutarse, la fábrica textil afectada podría, en su oposición, llegar a contar con el apoyo general de la población que ignora los difusos beneficios de la medida.

Es muy común que los dueños y sindicalistas de actividades afectadas por una rebaja arancelaria consigan entrevistas con el ministro respectivo y que, mediante de la prensa logren identificar sus problemas con problemas del "país". Es menos probable, prácticamente imposible, que los beneficiarios potenciales de la medida de apertura tengan algún impacto, porque ni ellos saben cuándo, cómo, ni cuánto se beneficiarán con la medida.

LA ESPECIALIZACIÓN INTERNACIONAL

La teoría del comercio internacional explica en qué actividad se especializan los países que comercian. El argumento es muy simple: los países se especializan en aquellas actividades en las cuales tienen ventajas relativas. No es casualidad que Argentina, con su gran pampa húmeda, exporte carne e importe chips de computadora, lo mismo que no es casualidad que Noruega exporte bacalao e importe dátiles de Egipto.

En una economía totalmente cerrada, Noruega podría producir bacalao a 1 peso el Kg y dátiles a 100,000 pesos cada uno. Por otro lado Egipto podría producir bacalao a 100,000 pesos cada uno y dátiles a 1 peso el Kg. Es obvio que a los noruegos les conviene especializarse en bacalao, vendérselos a los egipcios y con ello comprar dátiles y viceversa para los egipcios. El ejemplo es extremo, sin embargo, todavía hay países que si bien no intentan producir dátiles

en el Ártico, ni bacalao en el desierto, producen automóviles a más del doble del costo internacional.

Muchas de las ventajas relativas son naturales y seguramente Colombia y Brasil seguirán siendo, por muchos años, productores más eficientes de café que Argentina. Sin embargo, existen cambios dinámicos en las ventajas comparativas. Nadie hubiera predicho hace veinte años que Japón desplazaría a Alemania en la producción de muchos artículos de precisión, incluyendo cámaras fotográficas. Tampoco que competiría con Estados Unidos en la producción de automóviles o que desplazaría a Suiza en la producción de relojes o que Taiwan exportaría computadoras, o que Chile estaría a la cabeza mundial en exportaciones de salmón.

Las inversiones en capital humano y la capacidad empresarial son factores fundamentales para explicar cambios dinámicos en las ventajas relativas. También influyen los cambios tecnológicos. Por ejemplo, los cambios en la tecnología para producir vino han puesto a California en una posición de gran importancia mundial y los cambios tecnológicos han hecho de que tanto Uruguay como Bolivia puedan producir algunos vinos de buena calidad, algo que no podía pensar pocos años atrás.

La desventaja comparativa no implica que un país no produzca un bien para su consumo interno. Es común ver que los países son productores e importadores del mismo bien. Por ejemplo, Brasil produce leche en polvo y también la importa de Argentina, mientras que Estados Unidos produce e importa automóviles.

El hecho de producir e importar el mismo tipo de bien se explica a raíz de los costos crecientes de producción. Normalmente, a mayores volúmenes de producción, mayores son los costos. Por ello, en nuestro ejemplo, es posible que Brasil pueda producir leche en polvo al mismo costo que el precio libre mundial *hasta determinado volumen*, pero más allá de esa cantidad su costo aumenta y le conviene importar la diferencia para satisfacer todo el consumo deseado por sus habitantes al precio internacional.

Un país puede tener mayor ventaja que otro en muchos bienes y, sin embargo, le conviene especializarse en aquellos bienes en los que tiene mayor ventaja relativa: suponga que usted es una arquitecta o un abogado que ejerciendo dicha función gana 300 pesos por día. Suponga, además, que usted podría ser mejor asistente secretarial que cualquier otra persona y que ganaría 40 pesos trabajando como tal. Usted tendría la opción de trabajar parte de su tiempo como profesional y parte como asistente. Sin embargo, no sería lo óptimo y le convendría *comerciar* es decir, contratar una secretaria (pagando, en este ejemplo, 40 pesos por día) y dedicar su tiempo a la profesión donde usted gana mucho más; en esta transacción gana usted, pero gana también la persona que usted contrata como secretaria (aquí vuelve a actuar la “mano invisible” mencionada antes).

En otras palabras usted tiene ventajas absolutas tanto en su profesión como en posiciones secretariales pero su ventaja comparativa es mayor en la arquitectura o abogacía y por lo tanto usted se especializará en ella. En el comercio internacional sucede lo mismo. Los países se especializan en producir y exportar aquellos bienes donde su ventaja relativa es mayor.

TEORÍA Y PRÁCTICA DE LA APERTURA

La teoría del comercio internacional fue desarrollada por el trabajo pionero del gran economista inglés David Ricardo (1772-1823), los suecos Bertil Ohlin (1899-1979) y Eli Heckscher (1879-1952), el estadounidense Paul Samuelson, el canadiense Harry Johnson (1923-1977) y con posterioridad por el húngaro Bela Balassa, el hindú Jadish Bhagwati y el estadounidense Paul Krugman, entre otros. Esta teoría es complicada y depende de supuestos bastante restrictivos. Trata de explicar por qué se comercia, qué cosas se comercian, quién y cuánto se beneficia o perjudica con el comer-

cio, qué efecto tiene el comercio sobre los salarios, el empleo y el desempleo, etcétera.

En general, la teoría tiene conclusiones bien claras cuando se suponen sólo dos productos y dos factores de producción pero se complica cuando se suponen muchos productos y muchos factores productivos. Sin embargo, la conclusión más general, derivada de los supuestos más simples, dice que la apertura al comercio internacional es beneficiosa y aumenta el crecimiento de los países, la cual ha sido confirmada por la experiencia de los países que bajaron sus aranceles y se abrieron al mundo.

Si bien los beneficios de la apertura son bastante obvios, los que hacen política económica muchas veces han dudado en iniciar o profundizar las reformas debido a que se percibe que los costos del proceso durante la transición pueden ser altos: al principio se pierde producción *presente* mientras que se gana mayor producción *futura* en otras áreas. Los asuntos que más les preocupan al hacer estas reformas tienen que ver con el desempleo y a la distribución del ingreso durante el proceso de transición de economías cerradas hacia economías abiertas.

Para saber cuáles son los costos durante el proceso de transición el BM realizó un estudio gigante analizando 36 episodios importantes de liberalización del comercio en 19 países (D. Papageorgiou, A. Choksi y M. Michaely, 1990). El estudio cubrió todos los intentos de liberalización ocurridos en el mundo desde 1946 hasta 1984. Los resultados son que los costos de transición fueron más pequeños de lo que se temía:

Empleo y crecimiento. Aun en el corto plazo, la liberación fue mano a mano con un crecimiento más rápido y no más lento. Particularmente en los programas más profundos donde las rigideces hubieran sido más fuertes y donde, por lo tanto hubiese parecido que los costos de transición eran mayores. La liberalización del comercio como regla no aumentó el desempleo, ni siquiera en sectores individuales de la economía tales como manufacturas o agricultura.

Distribución del ingreso. Debido a que las reformas no aumentaron el desempleo, no fueron una amenaza a la distribución del ingreso. No hay evidencias de que los pobres se hubiesen perjudicado.

Balanza de pagos. En la mayoría de los países, después que se lanzaron las reformas, las exportaciones aumentaron más rápidamente que las importaciones, y las reservas internacionales aumentaron, en lugar de disminuir como se temía.

El caso de muchos países que realizaron procesos de apertura durante los noventa parecería contradecir la conclusión de que no aumenta el desempleo transitorio y de que las exportaciones aumentan más que las importaciones (por ejemplo Argentina, Brasil y México). La explicación está en que no hubo, *ceteris paribus*, es decir, que todo lo demás no estuvo constante. En dichos países, junto con el proceso de apertura se llevaron a cabo drásticos procesos de estabilización con tipo de cambio básicamente fijo, lo que llevó en un principio a cierta apreciación de la moneda local.

DE LA COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA DE LA POSGUERRA AL CONSENSO DE WASHINGTON

La CEPAL y el proteccionismo

La conclusión de que la apertura al comercio internacional era beneficiosa no fue siempre aceptada. La CEPAL, liderada por el economista argentino Raúl Prebisch se encargó, después de la segunda guerra mundial, de desafiar dichas conclusiones y afectar profundamente a la política económica de los países menos desarrollados, en particular pero no únicamente, de América Latina.

La política más importante de la CEPAL, y de la mayoría de los economistas planificadores de aquella época, era la de

substitución de importaciones pero ése, como se verá, no era el único ingrediente. Los elementos detrás de esta política eran los siguientes:

La apertura económica llevará a la periferia a especializarse en productos primarios. Si se reducen los impuestos al comercio internacional, el comercio mundial llevará a los países de la “periferia” (países en vías de desarrollo) a especializarse en productos primarios (agrícolas y pecuarios) mientras que los países del “centro” lo harán en productos manufacturados de alto valor agregado.

Los términos de intercambio tienden a deteriorarse en contra de la "periferia". Por esto se entendía que la relación de precios entre productos primarios, en los que se especializarían los países subdesarrollados, y manufacturados, que producirían los países del centro, se deterioraría perjudicando al desarrollo de los más pobres. En otras palabras, se pensaba que si en 1950 hacían falta diez vacas para cambiarlas por un auto, en 1960 harían falta veinte vacas y que esta tendencia continuaría. La especialización internacional llevaría a los países en desarrollo a un círculo de dependencia y de pobreza: tenían que producir más para obtener menos. De este razonamiento se desprendieron diversas variantes teóricas con connotaciones políticas e ideológicas.

La industria infantil debe protegerse. En su nacimiento las industrias no serían competitivas, es decir, producirían a costos mucho más altos que los internacionales, pero simplemente porque se trataba de industrias infantiles. Como los niños, necesitarían de protección temporal, pero sólo hasta que crecieran y se hicieran fuertes. Una vez maduras se podrían reducir substancialmente los impuestos a las importaciones ya que llegaría el momento en que, sin muletas, esas industrias podrían competir con los gigantes del hemisferio norte. Bajo esta idea nació, por ejemplo, la industria automotriz en muchos países de América Latina.

La industria estratégica debe apoyarse con tipos de cambio múltiple, crédito subsidiado y propiedad estatal directa. La idea era que a la industria infantil había que ayudarla no sólo con altos impuestos a las importaciones, sino con otro tipo de medidas. Las más populares fueron las que controlaban el tipo de cambio en favor de la industria mediante un sistema de tipo de cambio múltiple. Este régimen cambiario era atractivo, ya que parecía tener una lógica de sentido común (que no es lo mismo que de buen sentido). Si alguien quería importar un cámara fotográfica o un artículo terminado tenía que pagar un precio por el dólar mucho más alto que si quería importar un bien de capital, una máquina. Parecía razonable que el dólar costara más para los lujos que para las necesidades.

Por el lado de las exportaciones la política era simétrica. Había numerosos tipos de cambio. Como se trataba de fomentar las exportaciones no tradicionales los dólares que los exportadores agrícolas tenían que ser vendidos al BC a un precio mucho más barato que los dólares generados por las nuevas exportaciones.

Las tasas de interés, canalizaban recursos financieros hacia sectores elegidos –a través del sector público– en forma de créditos subsidiados. Existían diferentes líneas de crédito, con diferentes tasas de interés negativas, dirigidas a promocionar las actividades consideradas de interés nacional. Esta política crediticia podía estar centralizada o ser llevada a cabo por bancos especializados "de desarrollo". Detrás de esta política de tasas de interés estaba la idea proveniente de Keynes de que a menores tasas de interés mayor inversión, y el razonamiento parecía tener sentido pues a mayor inversión habría mayor crecimiento. Esto es básicamente correcto, pero Keynes no hubiese estado de acuerdo en bajar la tasa de interés *a piacere*. La tasa real de interés no depende de la voluntad del BC.

Además, el Estado se hizo cargo directamente de sectores considerados fundamentales y no sólo de los "polos de desa-

rollo" y los estratégicos para la defensa nacional. Así fue como el Estado se hizo cargo de numerosas empresas relacionadas con los sectores siderúrgicos, petróleo y petroquímica, ferroviario, aéreo, telefónico, minero, etcétera.

El modelo de intervencionismo desarrollador fue complementado con el modelo distributivo. Así, surgieron numerosas regulaciones que hicieron en general (con diferente intensidad en diferentes países) muy inflexibles los mercados laborales y de capitales. Además, se crearon los sistemas especiales de jubilaciones, pensiones y salud administrados por el Estado.

El fracaso del modelo de la CEPAL

La crisis de la deuda desatada por México en 1980 seguida por toda América Latina trajo a la región una catarsis, y una mirada crítica a lo sucedido en las tres décadas anteriores. Lo que se vio no fue muy alentador: alta inflación, bajo crecimiento, mala distribución del ingreso y mayor desventaja relativa al resto de las regiones, en particular al sudeste asiático.

Los principales argumentos cepalinos mostraban una contradicción con la realidad:

Deterioro en los términos de intercambio. Nuevos estudios empíricos demostraron la equivocación del argumento sobre el deterioro de los términos de intercambio. El principal error de los estudios que mostraban este deterioro, casi como una ley económica, fue que los técnicos no ajustaron los precios de los productos manufacturados por cambios en calidad: un automóvil Ford del año 1950 no era en realidad el mismo automóvil que el mismo modelo del año 1960.

Si durante el apogeo de la CEPAL no existió tal deterioro en los términos de intercambio, hoy es obvio que dicho fenómeno es de dudosa validez. Inclusive, podría estar pasando lo inverso, los países en desarrollo podrían en realidad estar experimentando una mejora en sus términos de

intercambio. Por ejemplo, vea usted la evolución de los precios de la soja en relación con las computadoras (debidamente ajustadas por calidad) y observará que los precios evolucionaron, dramáticamente, en favor de aquel producto primario.

Industria infantil. Estas industrias demostraron que la ventaja comparativa no se hace con política de sustitución de importaciones. Las industrias infantiles elegidas por los planificadores sufrieron de "infantilismo" es decir, continuaron siendo infantiles por décadas, en forma crónica. Sus costos no bajaban y su distancia con el resto del mundo se agrandaba en lugar de achicarse.

Tipos de cambio múltiples. Cuando un mismo bien, en este caso el dólar, tiene diferentes precios, como era el caso con los tipos de cambio múltiple, surgen fuerzas económicas muy poderosas para igualarlos. Estas son las fuerzas de arbitraje, que si están prohibidas tienen como consecuencia mercados negros. Los incentivos para la corrupción fueron muy grandes. Por ejemplo, era común la sobrefacturación de importaciones de bienes de capital y la subfacturación de los bienes clasificados como lujos. También se daba con frecuencia la subfacturación de exportaciones tradicionales y la sobrefacturación de las exportaciones no tradicionales.

Además, el impuesto que el bajo tipo de cambio implicaba para los productos de exportación tradicionales los llevó a estancarse, mientras que los subsidios a los no tradicionales no lograban compensar sus altos costos. En consecuencia el valor de las exportaciones sufría y los países no lograban avanzar en ese sentido.

Crédito subsidiado y dirigido. Esta política fue deletérea. Primero, incentivó la corrupción. Segundo, el crédito es fungible y, en consecuencia, una gran parte de éste subsidiaba otras actividades, seguramente insospechadas. Tercero, la parte del crédito dirigido que efectivamente era cana-

lizada al sector elegido, contribuía muy poco al desarrollo económico porque esas actividades generalmente tenían bajo rendimiento económico. Cuarto, el sector bancario y financiero, a raíz del control de tasas de interés, se quedó subdesarrollado y sin posibilidades de aumentar la oferta de crédito para las empresas de alto rendimiento. Quinto, los créditos dirigidos, tenían su origen en el BC lo que generaba aumentos inflacionarios en la cantidad de dinero y pérdidas quasi-fiscales para el Banco.

Empresas estatales. Estas empresas estuvieron plagadas de problemas de ineficiencia, uso político y corrupción. Como ejemplo baste nombrar a YPF, la industria petrolera de Argentina, que cuando era estatal tenía 56,000 empleados y que al poco tiempo de ser privatizada había duplicado la producción con sólo 8,000 empleados. En este momento es una de las empresas líderes en su género. Además, como las empresas públicas necesitaban para sobrevivir del monopolio en sus mercados o de subsidios, perdían los incentivos que da la lucha por la supervivencia. Por ello quedaron obsoletas. Luego, los frecuentes planes frustrados de estabilización las dejaron sin inversiones netas y muchas veces sin siquiera el mínimo mantenimiento. Los sectores estratégicos para los cuales dichas empresas habían sido creadas o estatizadas, quedaron a la zaga del mundo. Por ejemplo, en el área de comunicaciones, faltaban teléfonos hasta el punto de que en muchas ciudades de Latino América se pagaban miles de dólares para, luego de esperar varios años, conseguir una conexión.

La reversión no fue fácil. Recién en julio de 1998, Brasil pudo privatizar su compañía telefónica, Telebras. En este país alrededor de 20 millones de brasileños esperaban durante años una línea telefónica. Llegado el ansiado momento tenían que pagar casi 1,000 dólares por la instalación. Por ello florecieron los mercados negros, donde las líneas ya establecidas se vendían por varios miles de dólares, al punto que el valor de un departamento variaba substancialmente

de acuerdo a sí tenía o no línea telefónica. En el resto de las áreas estratégicas sucedía algo parecido en cuanto a obsolescencia e ineficiencia.

Inestabilidad macroeconómica. El modelo de la CEPAL llevaba implícito el germen de la inestabilidad macroeconómica. Ello por su complacencia con los subsidios para las actividades elegidas (los que generaban gasto fiscal) y el gasto indirecto a través del BC que con su política crediticia apoyaba también determinadas industrias.

En aquella época (los años 50, 60 y 70) surgieron grandes polémicas respecto a las causas de la inflación. Mientras que los cepalinos suscribían a teorías estructuralistas aduciendo que la inflación se debía a la inelasticidad de demanda de ciertos productos agrícolas y a otras "rigideces" en los mercados, los monetaristas, asociados con la creciente influencia de la escuela de Chicago responsabilizaban por la inflación al déficit fiscal financiado con creación de dinero.

También los monetaristas identificaban a la inflación como un impuesto sobre el dinero en efectivo (y sobre los depósitos a la vista cuando el BC prohibía pagarles intereses.) Esto tenía connotaciones muy importantes. Primero era un impuesto que no pasaba por el Congreso, es decir, era un impuesto silencioso, que se imponía sin representación ninguna por funcionarios no electos. Segundo, era un impuesto que no era compartido por las provincias o territorios del país. Tercero, por recaer sobre el dinero en efectivo afectaba mucho más a los pobres que a los ricos y, por lo tanto, era un impuesto regresivo.

El consenso de Washington

Hubo cuatro elementos importantes que causaron una revuelta, de consecuencias muy importantes, contra las políticas cepalinas en América Latina.

Primero, una realidad: el fracaso del modelo cepalino de mediados del siglo. Este modelo aislacionista, intervencio-

nista y distributivo trajo varias décadas de muy bajo crecimiento, alta inflación y mala distribución del ingreso.²⁴

Segundo, la existencia de una importante alternativa de política y de técnicos opuestos a la CEPAL. Este grupo de intelectuales latinoamericanos, entrenados principalmente en la Universidad de Chicago, generó opciones y presiones para el cambio. La escuela económica de dicha Universidad bajo el liderazgo de Milton Friedman, Arnold Harberger, Larry Sjaastad, Theodore Schultz, Gregg Lewis y Harry Johnson, ofrecía explicaciones y políticas alternativas a decenas de estudiantes latinoamericanos. Estos estudiantes luego tuvieron un gran protagonismo político y económico en sus países.

Tercero, la influencia de la experiencia de Chile. Este país, a pesar de algunos problemas importantes en 1982, había aplicado con gran éxito, políticas diametralmente opuestas a las aconsejadas por la CEPAL. Estas políticas, llamadas neoliberales, se inspiraron en la escuela de Chicago y en gran parte fueron inicialmente ejecutadas por los ministros Sergio "Tejo" de Castro y Rolf Luders, y mantenidas luego por los sucesivos ministros y gobiernos.

Cuarto, el "consenso de Washington". Se llamo de esta manera (a sugerencia de John Williamson) al consenso formado, básicamente, por los organismos internacionales con sede en dicha ciudad: el FMI, el BM, y el BID. Naturalmente, que al consenso de Washington se sumó el de aquellos países que deseaban cambiar sus políticas. Dichos organismos apoyaron, con importantes préstamos de ajuste, distintos planes de estabilización. Estos planes estaban basados en ortodoxia fiscal (menores gastos y por sobre todo mayor presión fiscal), mayor apertura económica internacional (reducción de aranceles y eliminación de restricciones cuantitativas al comercio); privatización de empresas estatales, desregula-

²⁴ Aunque no relacionado directamente con este modelo, malas políticas en casi toda la región de América Latina, causaron una crisis de deuda. Esta crisis generó la llamada "década perdida" de los años ochenta.

ción de actividades económicas, etcétera. En otras palabras, se trataba de revertir treinta años de una política opuesta.

La CEPAL en la década de los noventa

La CEPAL ya dejó de lado su visión de los años cincuenta y sesenta. Bajo el peso de la realidad, poco a poco, se ha transformado en una institución de investigación general, con poco contenido ideológico, con énfasis en temas fiscales y de estadísticas macroeconómicas. Realiza importantes conferencias y seminarios, entre ellos el de aspectos fiscales, que tienen gran influencia y repercusión en América Latina.

Su actitud intelectual continua poniendo énfasis en impuestos a los flujos de capitales y en la intervención gubernamental en los mercados de capitales más allá de las normas prudenciales. Inclusive, tal como puede verse en la siguiente caja de texto, todavía es optimista en cuanto al rol de los bancos de desarrollo. Su peso e influencia, han declinado sensiblemente pero nada indica que eso ha de continuar. Hoy en día su influencia aumenta en cuanto su pensamiento se engarza con un clima de creciente intervencionismo, opuesto al consenso de Washington.

La nueva CEPAL en las palabras de su Secretario Ejecutivo

A lo largo de la década de los noventa, el debate económico internacional y regional ha ido cambiando gradualmente de contenido. El énfasis inicial en los postulados del “Consenso de Washington” sobre ajuste macroeconómico y liberalización de los mercados ha dado paso a una visión más equilibrada, en la cual, como lo señalara recientemente el economista principal del Banco Mundial, Joseph Stiglitz, se postulan instrumentos y objetivos más amplios para el proceso de desarrollo. Sin dejar de lado la estabilidad macroeconómica y las ventajas de contar con mercados más abiertos, el mejor funcionamiento de dichos mercados y de las estructuras públicas se visualizan cada vez más como instrumentos complementarios para lograr objetivos, que además del crecimiento económico, incluyen también la equidad y la cohesión social, la sustentabilidad ambiental y el desarrollo democrático... más allá de los avances logrados con las reformas estructurales en materia de estabilidad macroeconómica, apertura externa y racionalización del Estado, se requieren reformas de “segunda generación”. Pero esas reformas no pueden limitarse a mayor liberalización de los mercados... sino a buscar pragmáticamente la interrelación entre Estado y mercado...

En el frente cambiario, el mercado ha premiado una y otra vez una buena estructura del endeudamiento externo. Por este motivo, los esfuerzos orientados a mejorar el perfil temporal de los pasivos externos públicos y privados desempeña un papel esencial. En el primer caso, (el Estado) debe ejercer preferentemente un control directo sobre los pasivos de todas las entidades públicas, aún las autónomas y descentralizadas. En el segundo, como se señaló, un sistema de encajes (o impuestos) a pasivos en moneda extranjera es conveniente...

Los problemas fundamentales que debe enfrentar la acción pública son garantizar el acceso al crédito a las empresas pequeñas y a las familias pobres, y fomentar la disponibilidad de fondos de largo plazo para el financiamiento de la inversión. El suministro de líneas de crédito a través de bancos de segundo piso, de subsidios a la demanda y/o a los costos de transacción, y el diseño de fondos de garantía... son los instrumentos básicos para garantizar una adecuada cobertura de servicios financieros a las pequeñas empresas... En ausencia de una oferta de acciones amplia, los bancos de desarrollo pueden jugar un papel importante en la canalización de los recursos hacia la inversión.

José Antonio Ocampo, Secretario Ejecutivo de la CEPAL, *El Desafío de la Transformación Productiva con Equidad*, Documento preparado para el seminario “Modelo y políticas de desarrollo: un tributo a Aníbal Pinto”, Río de Janeiro, 22 de junio de 1998.

Creación y desvío de comercio

Debido a que una unión aduanera supone diferente tratamiento para los países miembros y los no-miembros, normalmente los países miembros sufren un desvío de sus fuentes de aprovisionamiento. Este desvío puede ser hacia costos menores o hacia costos mayores. Por ejemplo, la rebaja arancelaria dentro de la unión aduanera puede llevar a los miembros a importar entre ellos mercancías que antes cada uno producía para sí, a mayor costo. Este resultado se denomina creación de comercio, y aumenta la eficiencia de los recursos productivos y menores precios para los consumidores, siendo así beneficioso para el bienestar y el ingreso nacional.

En igual forma, imponer un arancel externo común puede causar que un país miembro de la unión importe los bienes de otro país miembro en lugar de hacerlo de un tercer país no-miembro a un costo más bajo. Esto se conoce como desvío de comercio y reduce los ingresos aduaneros y lleva a subsidiar la producción más ineficiente.....Como no conocemos que patrones de comercio hubieran surgido en la ausencia de Mercosur es difícil de identificar los efectos de creación y desvío de comercio.

Alexander Yeats ... busca identificar estos efectos mirando si los bienes que se comercian cada vez más dentro del Mercosur también se negocian crecientemente fuera de ese grupo de países. Él encuentra una diferencia significativa en el comportamiento exportador dentro y fuera del grupo, especialmente en el caso de bienes manufacturados. Los bienes manufacturados han tenido un crecimiento dramático en el mercado intra-Mercosur.... Mientras los bienes manufacturados como un todo representan 63% de las exportaciones recíprocas entre los miembros del Mercosur, ese tipo de bienes sólo representa el 35% de las exportaciones del Mercosur a otros países no-miembros. Esta comparación sugiere que los miembros se están exportando entre sí, bienes que no son competitivos fuera de la unión aduanera. Yeats encuentra que los países del Mercosur no tienen ventaja comparativa mundial en 28 de los 32 productos que más crecen (en el comercio intra-Mercosur).

En teoría, las uniones aduaneras y otros arreglos regionales pueden acelerar la tasa de aumento del ingreso al aumentar la cooperación política y aumentar la credibilidad de la apertura y aumentar las economías de escala de la producción. Es probable que los países del Mercosur se hayan beneficiado en este sentido.

Sin embargo, considerando los efectos dinámicos, se deben medir los beneficios brutos de una mayor integración dentro de un grupo regional relativos a los costos de menos integración con el resto del mundo. En otras palabras, el Mercosur debe ser evaluado vis-à-vis una alternativa de liberalización multilateral.

La absorción de tecnología de alta complejidad producida en los países desarrollados puede afectar el crecimiento de aquellos países que la importan en dos maneras. Primero dichas importaciones tienen un efecto directo en la producción al usarse en la producción de otros bienes. Segundo, la absorción de esta tecnología favorece el crecimiento al estimular la innovación y la imitación. Las firmas aprenden a duplicar y mejorar la tecnología incorporada en estos productos. Trabajos previos de Connolly encuentran una relación positiva entre el acceso de un país a tecnología de avanzada y su tasa de crecimiento.....en consecuencia, en relación al comercio multilateral las tarifas preferenciales del Mercosur pueden tener un costo. Al pagar un precio más alto por algunas importaciones el Mercosur pierde acceso a tecnología de avanzada producida en los países desarrollados.

Michelle Connolly y Jenessa Gunthe, "Mercosur: Implication for Growth in Member Countries", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol 5, n° 7, mayo de 1999.

Capítulo VII

Regímenes cambiarios

Valeriano F. García

Seguramente usted, a diferencia de la mayoría de los estadounidenses o europeos, vivió bajo diferentes regímenes cambiarios. En realidad, hay sólo dos regímenes básicos: tipo de cambio fijo y tipo de cambio flotante. Pero muchos países han experimentado muchas variedades de éstos.

El tipo de cambio fijo reconoce las siguientes variantes:

- a) Patrón oro
- b) Caja de conversión
- c) Fiduciario: i) puro, ii) "fijado" por "tablita", iii) "banda" de flotación y, iv) ajustado por precios

Mientras que el tipo de cambio flotante presenta dos variedades:

- a) Limpio
- b) Sucio

Es muy útil estudiar los regímenes cambiarios en forma pura pues su simplicidad nos permiten sacar conclusiones importantes (que luego se pueden aplicar a las variantes más complicadas). Una conclusión fundamental de la teoría económica, que aplicaremos para entender los regímenes cambiarios es la siguiente:

No se puede fijar, simultáneamente, el precio y la cantidad de un bien. Si se fija el precio, el mercado determinará la cantidad. Si se fija la cantidad, el mercado determinará el precio. Si se pretende fijar ambos, precio y cantidad, la inconsistencia llevará a que se tenga que abandonar uno u otro, o a que se generen políticas que causen inestabilidad en los mercados.

Un régimen de tipo de cambio fijo (ya sea de patrón oro, caja de conversión, fiduciario, o cualquiera de sus variantes) establece el precio del bien (en este caso el bien es el dinero). Determina que un dólar, por ejemplo, vale 120 pesos, y

para hacerlo efectivo esta dispuesto a comprar y vender cantidades ilimitadas de dólares a ese precio. Por lo tanto, la cantidad de dinero existente quedará determinada por el mercado, fuera del poder del BC. Además, esa cantidad fluctuará diariamente. El BC es, en este régimen, ajeno a la cantidad de dinero pues se ocupa sólo de su precio.

En un régimen de tipo de cambio flotante el BC fija la cantidad de dinero (o su tasa de crecimiento), por ejemplo establece que intentará que la cantidad de dinero aumente 6 % cada año. En ese país el mercado determinará el precio del bien, que fluctuará diariamente.

La experiencia en muchos países es que sus banqueros centrales han intentado hacer lo imposible: fijar precios y, a la vez, cambiar cantidades; o fijar cantidades y, a la vez cambiar precios. Esto en la vida real sólo pueden hacerlo dentro de ciertos márgenes. Por ejemplo, un BC que tuviera muchos dólares de reserva podría fijar el *precio* del dólar y a la vez aumentar la *cantidad* de dinero. En el transcurso de este experimento perdería dólares, pero como tiene muchos, podría mantener esta política por un tiempo. A veces el tiempo puede ser muy corto, sobre todo si el mercado percibe que las reservas están bajando rápidamente. Un ejemplo de esta situación es la crisis desatada en México a fines de 1994.

EL TIPO REAL DE CAMBIO

El tipo real de cambio equilibra la balanza de pagos del comercio internacional.²⁵ Cuando el tipo de cambio está en equilibrio (no está adelantado ni atrasado) la balanza de pa-

²⁵ La balanza de pagos es igual a exportaciones menos importaciones (balanza comercial) más los flujos netos de capitales derivados de pagos de intereses, dividendos, y servicios como seguros, turismo, etcétera (balanza de servicios), más la balanza de capital (inversiones en la bolsa o directamente en fábricas y plantas). La balanza en cuenta corriente se define como la balanza comercial más la balanza de servicios.

gos también lo está. Cuando esto sucede casi no hay cambios en las reservas internacionales del país. Una balanza en desequilibrio se indica por un déficit o un superávit, una disminución o un aumento en las reservas internacionales.

El tipo real de cambio se define como el cociente del precio de los bienes que se comercian y los que no se comercian internacionalmente. También se define como el tipo de cambio *nominal* (por ejemplo \$120 si el tipo de cambio es 120 por uno) multiplicado por el cociente de los índices de precios de Estados Unidos²⁶ y los del país local (suponiendo que estamos calculando el precio real del dólar).

El tipo de cambio de equilibrio depende de los precios de los productos importados, los exportados, los ingresos de capital tanto en la bolsa como en inversión directa, etcétera. Debido a la enormidad de los flujos de capitales, el tipo de cambio de equilibrio se modifica constantemente. Es importante recordar que el tipo real es igual al nominal dividido entre los precios. En una economía de tipo de cambio fijo, ya sea patrón oro, caja de conversión, o fiduciario, para que se modifique el tipo real de cambio tiene que cambiar el denominador, es decir, tienen que cambiar *todos los precios internos*.

Esto lleva su tiempo. No hay problema cuando hay, por ejemplo, entrada de capitales y el tipo de cambio tiene que apreciarse, es decir tienen que aumentar los precios. El problema grave ocurre cuando disminuye la tasa de ingreso de capitales y tiene que haber deflación. Debido a rigideces impuestas por los mercados laborales los precios no se ajustan fácilmente a la baja y por lo tanto se generan presiones receptoras que causan desempleo. Un ejemplo de este tipo de ajuste ocurrió en Argentina durante 1995 a raíz de la "crisis del tequila".

En un régimen de tipo de cambio flotante, cuando cambia

²⁶ En la práctica, para un cálculo correcto del tipo real de cambio deben tomarse en cuenta, en forma de promedio ponderado, todos los países con los cuales se comercia.

el tipo de cambio de equilibrio inmediatamente se modifica el numerador lo que lleva al cambio “inmediato” en el precio de todos los bienes comerciados internacionalmente.

EL PATRÓN ORO

Este sistema rigió en el mundo desde 1880 hasta 1914 y luego desde 1925 hasta su desaparición con la crisis de los años treinta. Después de la posguerra hubo un tipo de patrón oro, sólo entre bancos centrales, que colapsó en 1971.

Las características generales de una patrón oro son las siguientes:

- a) El BC fija el precio del oro
- b) El BC está dispuesto a comprar o vender, sin límites, todo el oro que le sea ofrecido o demandado al precio anunciado
- c) Hay libre movimiento de oro en barra entre los países que forman parte del sistema
- d) El BC cambia la cantidad de dinero solamente mediante compra y venta de oro
- e) Para que funcione bien, los salarios tienen que ser flexibles, no sólo al alza sino también a la baja.

Consecuencias de un régimen de patrón oro

Bajo el patrón oro las cuentas externas se ajustan automáticamente a través de los precios internos. Suponga usted que un país importa más bienes de los que exporta. Este desajuste se resuelve de la siguiente manera. A raíz del déficit, el país tiene que girar oro al exterior para pagarlo y, cuando lo gira, automáticamente disminuye su oferta interna de dinero (ya que esta oferta está directamente ligada a la reserva de este metal). La disminución en la oferta de dinero causará deflación y por lo tanto el país aumentará sus

exportaciones. Esto sucede porque a raíz de la deflación sus productos son más baratos. Además, disminuirá sus importaciones, pues ahora le resultan más caras en relación con sus propios productos que bajaron de precio.

En el ajuste descrito en el párrafo anterior vemos la importancia de tener salarios flexibles. Si los salarios fuesen inflexibles, el ajuste también se realizaría, pero duraría más pues la deflación no afectaría a los precios (que son inflexibles) sino al ingreso real, produciéndose desempleo. El menor ingreso real haría que el país importara menos, consumiría menos y por lo tanto dejaría mayor margen exportable. El ajuste se realizaría lo mismo, pero sería mucho más costoso y llevaría más tiempo.

El desequilibrio puede deberse no sólo a la cuenta de comercio (importaciones mayores que exportaciones) sino también a la cuenta de capital (mayores entradas de capitales que salidas.) Si el desequilibrio no se observa en la cuenta de bienes sino en la cuenta de capitales el ajuste automático se realiza vía tasas de interés. La entrada neta de capitales causará, después de un tiempo que las tasas de interés internas bajen en relación con las externas y se generarán incentivos para que la dirección de los flujos se revierta y la balanza de pagos vuelva al equilibrio.

Para que el sistema de patrón oro funcione bien, es indispensable que los países adheridos cumplan la siguiente regla:

El BC solamente debe cambiar la cantidad de dinero, en forma automática e inmediata, comprando o vendiendo oro a un precio fijo.

Es decir, el BC no debe crear dinero comprando papeles del gobierno (financiando al sector público), del sector privado, dando redescuento a los bancos, ni de ninguna otra manera que no tenga relación con el oro. La característica crucial es que el BC sólo crea, o destruye, papel moneda contra este metal. Las tres características complementarias importantes son que estas compra-ventas deben ser automáticas, inmediatas y a precio fijo.

Para que la regla mencionada anteriormente se cumpla no hace falta que la reserva de papel moneda tenga como contraparte 100% de oro. Si lo tuviese significaría que si los dueños de todo el papel moneda existente en un país fuesen al BC a cambiar su dinero, el banco debería tener en su caja fuerte todo el metal necesario. Lo que se necesita es que los cambios en la reserva de dinero correspondan a cambios en la reserva de oro y que sean automáticos e inmediatos. En la práctica, durante el auge del patrón oro internacional (1880-1914) los países no mantuvieron 100% de sus reservas en oro, sino que una parte la mantenían en monedas de otros países. En 1913, quince bancos centrales europeos tenían en promedio alrededor de 12% de sus reservas en moneda extranjera y en 1925 este porcentaje había subido a 27% en veinte bancos centrales de Europa.

Una consecuencia del régimen de patrón oro (que comparte con el de la caja de conversión) es la siguiente:

En un régimen de patrón oro, o de caja de conversión, el BC no tiene política monetaria ni crediticia independiente.

La política monetaria se define como la facultad del BC de alterar la base monetaria y la cantidad de dinero. En la práctica el BC actúa activamente en la compra-venta de papeles del sector público y del sector privado.

No hay acuerdo entre los economistas sobre si esa falta de independencia es buena o mala. En realidad todo depende qué se hace con la independencia; las opiniones varían en función de la historia de cada país. Seguramente, los alemanes, suizos o norteamericanos no les quita el sueño pensar que su BC tiene una política monetaria con cierta independencia, y que puede prestarles a sus gobiernos y a sus bancos comerciales. Sin embargo, a muchos argentinos, brasileños o mexicanos, sabiendo que la inestabilidad tiene raíces en políticas monetarias "independientes", no les molestaría la idea de quitarle al BC esa libertad: un instrumento demasiado poderoso para dejarlo en sus manos.

La imposibilidad institucional de hacer política monetaria marca la gran diferencia entre los regímenes de patrón oro

y de caja de conversión con el régimen fiduciario de tipo de cambio fijo.

LA CAJA DE CONVERSIÓN

Las cajas de conversión, en adelante las Cajas, son un régimen cambiario que pertenece a la categoría más estricta de tipo de cambio fijo. En todas sus reglas funcionan de la misma manera que el patrón oro. Se caracterizan por fijar el tipo de cambio por ley y requerir que el BC o la Caja tenga 100% de reservas en moneda fuerte,²⁷ en relación a las deudas monetarias del BC (o base monetaria). La Caja tiene la obligación de convertir en forma inmediata, en moneda fuerte, toda presentación de dinero local en efectivo.

Hay que enfatizar que la Caja, (o el BC que cumpla estas funciones) sólo tiene la obligación de cambiar por moneda fuerte (la moneda de reserva y que a su vez podría ser oro) el efectivo, o moneda circulante, que se le presente en su ventanilla.²⁸ No tiene ninguna obligación de cambiar su moneda fuerte por otro tipo de valor por ejemplo depósitos bancarios o bonos.

El régimen de Caja se estableció en Inglaterra en 1844 en el Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra. Luego este tipo de arreglo monetario se utilizó mayormente en las colonias inglesas de África. Las cajas tenían la ventaja de que las colonias usaban la moneda local para la circulación. Con ello la Corona no tenía que usar sus monedas y billetes y podía mantenerlas como moneda de reserva en su Caja.

²⁷ En realidad no hace falta que la Caja tenga 100% de reservas en oro o moneda fuerte, dólares por ejemplo, ya que podría tener una cantidad menor convertible inmediatamente en dicha moneda. Lo importante es la regla de que todo aumento (o disminución) en las tenencias de dólares por parte de la Caja tenga como contraparte un aumento (o disminución) igual en la cantidad de dinero local. Naturalmente que cuando hay desconfianza en la moneda local es importante tener 100 por ciento.

²⁸ En realidad esta función mecánica de cambiar en ventanilla es realizada por los bancos comerciales y casas de cambio autorizadas.

También hubo antecedentes tempranos de estas Cajas en países no coloniales como Argentina a principios del siglo XX, que seguramente usó este régimen por sus importantes lazos comerciales con Inglaterra durante el siglo XIX.

Las Cajas fueron muy eficaces para mantener la disciplina fiscal pero, cuando las colonias africanas se independizaron, a partir de los años sesenta, los nuevos países consideraron la Caja como un símbolo del colonialismo y uno tras otro abandonaron este régimen. Así también abandonaron la disciplina fiscal, creando sus propios bancos centrales que alimentaban con la emisión de planes desarrollo. El resultado fue una inflación alta y la falta de crecimiento económico.

Últimamente las Cajas han ganado respetabilidad. Esto, a raíz del éxito que tuvo en Argentina cuando establece nuevamente dicho sistema, casi un siglo después, en abril de 1991.²⁹ Argentina venía de una hiperinflación, y décadas de inestabilidad. Después de varios fallidos planes dicta la ley de convertibilidad que equivale a una Caja y consigue dos cosas fundamentales, primero estabilizar la economía y segundo, restablecer su crecimiento económico.

Naturalmente, no todo el éxito del plan argentino se debió a la Caja pues también se abrió la economía al comercio internacional reduciendo las tarifas, se privatizaron empresas estatales sumamente ineficientes, y se desreguló drásticamente gran parte de la economía. Todo esto hizo que el país ganara en eficiencia, pero la Caja le dio el marco de certidumbre que había perdido tras décadas de desconfianza y devaluaciones (a pocos días de las consabidas promesas de que no habría devaluación).

Ya sea por el éxito argentino o por otras razones, otros países que se desprenden de la Unión Soviética y de Yugoslavia (Estonia, Lituania, Bosnia-Herzegovina y Bulgaria) adoptaron el sistema con éxito, hasta el momento. También a mediados de 1998, algunos destacados economistas la

²⁹ Si bien ya a partir de 1983 Hong Kong la restablece con éxito, todavía era una colonia inglesa.

propusieron para estabilizar a Rusia e Indonesia, solución a la que se resistió el FMI.

No hay sistema cambiario perfecto. La Caja tiene todas las ventajas y desventajas de un sistema de cambio fijo. Sin embargo, su diferencia más importante con el tipo de cambio fijado por el BC es que en el caso de la Caja el mecanismo de creación y destrucción de dinero es automático. No puede, por definición, haber esterilización. A continuación explicamos este importante concepto.

Esterilización

El BC puede crear dinero de diferentes maneras: a) comprando papeles del sector privado, b) comprando papeles del sector público, c) comprando moneda fuerte (dólares, por ejemplo), d) otorgando crédito a los bancos (mecanismo llamado redescuento), e) reduciendo los requisitos de reservas mínimas de los bancos.

Se dice que el BC esteriliza cuando compensa cambios en la cantidad de dinero, originados en el sector público. Por ejemplo si el país tiene un tipo de cambio fijo y la gente va al BC y hace una compra neta de dólares, una vez realizada la operación, en el país circulan menos pesos. El BC puede esterilizar dicha operación, por ejemplo, comprando bonos del gobierno con lo cual aumenta sus tenencias de bonos y aumenta también la circulación de pesos. También podría haber esterilizado ofreciendo más redescuento a los bancos. Es decir, que el BC, en una situación de tipo de cambio fijo tiene numerosos instrumentos para compensar o anular lo que hace el mercado respecto a la cantidad de dinero.

Como caso de la vida real tomemos México. Este país tenía, en 1994, un tipo de cambio que sólo podía fluctuar dentro de una banda predeterminada. Desde el punto de vista analítico tenía un tipo de cambio fijo. Durante dicho año hubo varios colapsos políticos, incluyendo el asesinato del candidato presidencial más importante. Acompañando a cada uno de estos hechos hubo una caída en las reservas in-

ternacionales y, en cada uno de ellos, el BC esterilizó dicha caída. La esterilización sentó las bases para la crisis de fines de 1994 (la llamada "crisis del tequila") pues previno los ajustes automáticos.

El ajuste automático

En un sistema de tipo de cambio fijo la balanza de pagos (es decir, los cambios en las reservas del BC, o de la caja de conversión) tiene un ajuste automático. Cuando hay una corrida (como lo que comentamos mas arriba sobre la moneda mexicana) salen del BC dólares y entran pesos, y de esta manera se reduce la cantidad de dinero. Esta reducción tiene dos efectos. Uno inmediato que consiste en que la tasa de interés aumenta. Y un efecto mediato que disminuye los precios de los bienes y servicios.

El aumento en la tasa de interés hace más atractivo mantener activos en pesos y por lo tanto detiene la corrida. La disminución de los precios internos (que tal como dijimos actúa más lentamente) hace aumentar las exportaciones y disminuir las importaciones. A través de los dos canales, tasas de interés y precios,³⁰ se hace el ajuste automático, la verdadera esterilización. Cuando el BC realiza su propia esterilización, evita que se pongan en marcha los mecanismos de ajuste automático y, si bien en el corto plazo no aumentan las tasas de interés, el BC compra hoy sonrisas a cambio de llanto mañana.

La ventaja de la Caja es que no permite este tipo de esterilización que llevó a muchos países a terminar su tipo de cambio fijo con una crisis y una devaluación (y pérdida de ingreso real). Tampoco permite otra cosa muy importante: la creación de dinero para financiar el déficit fiscal. Para entender esto veamos el concepto de restricción presupuestaria.

³⁰ En el caso de "corrida" el mecanismo automático que funciona más rápido es el de las tasas de interés pero cuando hay normalidad los ajustes a cambios en la dirección del comercio también se realizan vía precios.

La restricción presupuestaria del gobierno

Los gastos del gobierno no pueden exceder de cierta magnitud; al igual que los de su hogar, están sujetos a una restricción. La diferencia entre su restricción presupuestaria y la del gobierno es que usted, a menos que sea falsificador, no puede emitir dinero.

Los gastos gubernamentales sólo pueden ser financiarse con impuestos, deuda interna, deuda externa y con emisión monetaria. El gobierno no puede aplicar todos los impuestos que seguramente le gustaría pues aumentaría el costo de recaudación y se afectaría la producción, con lo que reduciría también la recaudación. Tampoco puede emitir una gran cantidad de deuda pues pronto la tasa de interés comenzaría a subir hasta un punto en que se haría impagable y, por último, tampoco puede emitir demasiado dinero pues se generaría inflación.

La caja de conversión le impone una restricción importante a los gastos del gobierno porque les quita una fuente de financiamiento: la emisión. Es decir, la Caja hace la restricción presupuestaria del gobierno más parecida a la suya, señor lector. Probablemente los países con Caja se endeuden un poco más y tengan un poco más de impuestos, pero la fuente más fácil para expandir el gasto, es decir, la emisión, se ve totalmente controlada. Por ello todos los países que tuvieron caja de conversión tuvieron a su vez disciplina fiscal y poca inflación.

RÉGIMEN CAMBIARIO FIDUCIARIO CON TIPO DE CAMBIO FIJO

Los regímenes fiduciarios del tipo de cambio fijo, podrían funcionar igual que un régimen de patrón oro o una caja de conversión. Sin embargo, como no tienen las restricciones del patrón oro ni de la Caja, en la práctica ha funcionado en forma muy diferente.

Hemos dicho que la característica fundamental de un ré-

gimen de patrón oro es que el BC sólo compra y vende oro y no realiza ninguna operación que no esté relacionada con ese metal. De la misma manera la caja sólo crea dinero comprando o vendiendo, por iniciativa del público, la moneda de reserva. Esto no sucede en un régimen fiduciario de tipo de cambio fijo. En éste el BC no tiene la obligación legal de restringirse a la compra-venta de moneda extranjera al precio fijado. Así es que, en la realidad, los bancos centrales que se mantuvieron dentro de un régimen fiduciario de cambio fijo compraron y vendieron dólares al precio fijado, pero también, compraron y vendieron papeles del gobierno y del sector privado. De esta manera intentaron hacer "política monetaria".

Variantes del régimen cambiario fiduciario: bandas y tablitas

Hay variantes que aparentemente reflejan un régimen cambiario de tipo híbrido, pero en realidad se parecen mucho más al régimen cambiario fijo. Nos referimos a las bandas cambiarias. Estos sistemas fijan un piso y un techo a la fluctuación del tipo de cambio y el BC interviene en el mercado para asegurarse de que el tipo de cambio no perfore ni uno ni el otro extremo, por ejemplo, los bancos centrales de Chile y México (hasta antes de la devaluación de fines de 1994) en América Latina, y el sistema monetario europeo, llamado la serpiente.

En realidad, desde el punto de vista analítico, estos regímenes funcionan como si fuesen de cambio fijo pero con el agravante que le dan al BC mayor margen de maniobra sobre las tasas de interés y la cantidad de dinero, es decir sobre la política monetaria. Esta facilidad para crear dinero en el marco de un tipo de cambio fijo ha sido el talón de Aquiles de dicho régimen.

En la práctica este régimen ha corrido distinta suerte, se ha mantenido en Chile, fracasó en México e inclusive en Europa varios países (Italia y el Reino Unido) tuvieron en algún momento que salirse del sistema. En realidad, su es-

tabilidad depende de cuan libre se sienta el BC de aumentar por su cuenta la cantidad de dinero dentro de un régimen cambiario que le da muy poco margen de acción. Por ejemplo, en la "crisis del tequila" hacia fines de 1994, la creación de crédito por parte de los bancos de desarrollo, financiados por el central, fue un factor determinante en la devaluación del peso mexicano.

Chile ha experimentado con un régimen de banda desde hace unos años. Tal como Magendzo, Rojas y Vergara lo explican en un trabajo presentado en el CEMLA en 1996:

Luego de la crisis de 1982-83 Chile adopta una política cambiaria basada en una paridad central con una banda de flotación. La paridad central se reajusta diariamente con la inflación interna menos la inflación internacional, con la idea de mantener un tipo de cambio real estable. En la actualidad dicha paridad central está ligada a una canasta de monedas compuesta del dólar estadounidense (45%), el marco alemán (30%) y el yen (25%), basada en la composición del comercio exterior chilena. La banda, por su parte, se ha ido ampliando gradualmente en el tiempo hasta llegar a su nivel actual de +/- 10 por ciento.

Otro régimen cambiario, experimentado por Argentina, Chile y Uruguay hacia fines de la década de los setenta fue el conocido como régimen de las "tablitas". Éste es analíticamente similar al tipo de cambio fijo y se conoce como tipo de cambio fijado. En dichos países el BC usó el tipo de cambio como un ancla para estabilizar los precios. Su problema era que generaba un tipo de cambio cada vez más sobrevaluado.

Así, por ejemplo Argentina en diciembre de 1979, dio a conocer una tabla con la cotización futura del dólar para los próximos meses, día por día. En ese momento, Argentina tenía un ritmo de inflación del orden de 140% anual y la tablita tenía implícito un porcentaje de devaluación anual en el orden de 70%. Naturalmente, desde el arranque, la tasa de inflación, aunque declinante, fue superior a la de devaluación, con lo que se generó una situación de gran distorsión conocida como "atraso cambiario". Este atraso, y el ex-

cesivo gasto público financiado con deuda, terminó con la tablita y todo el programa a comienzos de 1981.

Una forma moderna de tablita son las bandas cambiarias pre-anunciadas por un periodo de varios meses. Este era el caso de México hasta 1994, y también del sistema ruso hasta mediados de 1998. El sistema ruso, al igual que el mexicano, explotó. En el caso ruso se pretendió hacer dos cosas que, como ya explicamos, son inconsistentes: fijar el tipo de cambio y tener una situación fiscal fuera de control. Esta situación fiscal a la larga, o a la corta, requiere emisión de dinero para financiarla.

TIPO DE CAMBIO FLOTANTE

El tipo de cambio flotante impide que el BC intervenga en el precio de la moneda y permite que éste quede fijado, en términos de moneda extranjera, por el libre juego de la oferta y la demanda. En lugar de controlar el precio, el BC decide controlar la cantidad, es decir la base monetaria o algún otro agregado monetario.

Este sistema ha sido experimentado de una u otra manera por los mayores países del mundo después del colapso de los tipos de cambio fijos, a principios de la década de los setenta. Así es que Japón flota respecto al dólar lo mismo que todos los países del Mercado Común Europeo (aunque entre ellos mantengan tipos de cambios rígidos, dentro de una banda). Entre los países latinoamericanos Bolivia experimenta este régimen desde su exitoso plan de estabilización de 1985 y Perú también desde su espectacular recuperación a partir de 1990.

La mayoría de los países que flotan su moneda tienen sin embargo un sistema de flotación sucia. Esto quiere decir que intervienen en el mercado de cambios ya sea comprando o vendiendo dólares para afectar su valor. Hay bancos centrales que tratan de controlar de todo un poco: la tasa de interés, tanto real como nominal, el tipo de cambio, tanto real

como nominal, la cantidad de dinero, el crédito etcétera. Como veremos más adelante, una cosa es lo que tratan de hacer y otra es lo que en verdad consiguen.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE DISTINTOS REGÍMENES CAMBIARIOS

La caja de conversión

La caja de conversión tiene la ventaja de que impone una restricción presupuestaria estricta al gobierno. Es decir que el gobierno no puede financiarse con emisión. Esto tiene consecuencias fiscales y hace de que el gobierno limite su déficit pues sólo puede financiarlo con deuda.

Pareciera que la economía política de los gobiernos es tal que el gasto público siempre aumenta cuando aumenta la recaudación impositiva y cuando se puede emitir más. Nunca se reduce el déficit fiscal aumentando la recaudación, pues esto supone que los gastos son constantes y la experiencia indica que esto no es así. Por ejemplo en estudios que el autor de este libro hizo para un país cuya recaudación fiscal dependía en 80% del precio del petróleo, se tomaron todos los años en que el precio del petróleo aumentaba y, por otro lado, todos los años en que esos precios bajaban. Observamos que la correlación entre gasto y recaudación impositiva era muy alta en los años de alza en la recaudación. También observamos que la correlación era muy baja (los gastos no bajaban) en los años de baja en la recaudación. Esa asimetría, no se evita con la existencia de la Caja pero se reduce substancialmente pues de otra manera esta conducta fiscal lleva a la larga a la devaluación (como sucedió en el país de referencia). La caja pone más disciplina pues en los años en que la recaudación baja no se puede emitir y no queda más remedio que aumentar el endeudamiento o bajar los gastos.

Además, la Caja da certidumbre de que el tipo de cambio se mantendrá, esta certidumbre puede no ser perfecta pues

siempre existe la posibilidad de que, así como la Caja se creó con una ley, pueda ser abandonada con otra ley. Sin embargo, siempre tendrá mas credibilidad que un tipo de cambio fijo fiduciario.

La mejor medida de la credibilidad sobre el mantenimiento del tipo de cambio fijo ya sea fiduciario o por Caja la da la diferencia entre las tasas de interés interna en pesos y la tasa en dólares. La tasa de interés interna es igual a la tasa de interés internacional más las expectativas de devaluación, más el riesgo país. Si en el país están autorizados los depósitos bancarios en dólares tenemos la información que deseamos. En este caso si hubiese credibilidad absoluta, la tasa de interés en los depósitos en dólares y en pesos deberían ser exactamente iguales.

Tipo de cambio fijo fiduciario

El tipo de cambio fijo fiduciario comparte con la Caja la ventaja de que fijando el tipo de cambio se anclan los precios internos al tipo de cambio, un precio conocido y entendido por todos, transparente.

Hay quienes consideran una ventaja el que el BC, no tenga atadas las manos, como sucede con la Caja, y pueda realizar algo de política monetaria, y no sólo sentarse pasivamente a esperar que el público compre o venda dólares sino que pueda tomar la iniciativa tanto de comprar o vender dólares como de otorgar redescuentos o líneas de crédito especiales, adelantar fondos a la tesorería, etcétera.

La gran desventaja del tipo de cambio fijo fiduciario está ilustrada por los siguientes titulares:

“Venezuela hit by devaluation fears” (Venezuela golpeada por el miedo a la devaluación), *Financial Times*, 21 de agosto de 1998.

“Fear grow over Venezuelan Devaluation” (Crece el temor a una devaluación en Venezuela), *Wall Street Journal*, 21 de agosto de 1998.

Estos titulares hacen referencia a Venezuela, pero po-

dríamos citar básicamente el mismo tipo de titular respecto a Rusia unos días antes, Indonesia un año antes, México en 1994. Seguramente usted, señor lector, puede poner varios ejemplos de su propia cosecha. Muchas veces estas devaluaciones se operan luego de que el ministro o el presidente juran que no devaluarán, hasta el punto de que esas declaraciones públicas parecen predecir una pronta devaluación.

Es decir que lo que algunos consideran la ventaja de la flexibilidad del tipo de cambio fijo sobre la Caja, en realidad es su talón de Aquiles. Cuando el BC crea dinero más allá de la demanda, genera pérdidas de reservas internacionales y cuando éstas se hacen insostenibles (después de numerosas promesas de no devaluación) es necesario devaluar.

Las ventajas o desventajas de los tipos de cambio tienen que juzgarse de acuerdo con:

- a) la facilidad para ajustar el tipo real de cambio ante colapsos externos
- b) la facilidad para acomodar cambios en la demanda de dinero
- c) la facilidad para acomodar una situación fiscal débil

Tipo de cambio flotante

La ventaja más importante del tipo de cambio flotante es que aísla a la economía real de las grandes fluctuaciones en los flujos de capitales.³¹ En estos tiempos estas fluctuaciones son constantes, por lo que se necesita mucha flexibilidad en las economías para adaptarse a esos colapsos.

La mejor manera de entender la ventaja del tipo de cambio flotante es compararlo con el fijo ante un colapso. Por ejemplo supongamos que hay un retiro de capitales. Si el tipo de cambio es flotante se observará una depreciación del tipo de cambio (y un alza inmediata en el precio de todos los

³¹ En realidad, el tipo de cambio flotante no aísla a la economía del nivel de los flujos de capitales, sino que amortigua sus fluctuaciones.

bienes que se comercian internacionalmente). Por el contrario si ese retiro de capitales se diese con tipo de cambio fijo la única manera en que podría depreciarse el tipo de cambio sería con una deflación. Esto tiene la gran desventaja de que si los salarios no son flexibles (es decir no bajan) aumenta el desempleo y el ajuste es muy doloroso.

¿HAY QUE CONTROLAR LA ENTRADA DE CAPITALES DE CORTO PLAZO?

Después de la crisis asiática y rusa de 1997-98, se puso de moda la idea de controlar los capitales a corto plazo, aún en círculos tradicionalmente considerados neoliberales. Estos capitales son de gran magnitud y parece fácil decir que su volatilidad es la causa de los problemas y que, por lo tanto, poniendo trabas a su ingreso se evitan las crisis. Esto es demasiado sencillo para ser cierto.

Una forma con que se pretende controlar los flujos de capital externo a corto plazo es imponiendo un impuesto a la entrada. Por ejemplo, Perú a mediados de 1998 impuso requisitos de reservas de 20% sobre las líneas de crédito externas a corto plazo. Esto es un impuesto importante pues el banco que recibe el crédito tiene que dejar 20% sin utilizar. En realidad es incomprensible que lo haya hecho cuando las entradas se reducían al mínimo. Perú no sufrió demasiado los efectos arroz y vodka gracias a su tipo de cambio flotante, a su buena política monetaria y fiscal. Si hubiese tenido las trabas al ingreso de capitales, que recién puso en 1998, hubiera crecido menos. Poner trabas a las entradas de capitales sólo podrá perjudicarlo pues esas entradas, si el Perú continua con su buena política, continuaran siendo del tipo virtuoso, como explicaremos más adelante. Otras formas de control implementadas por ejemplo por Chile, fueron los plazos mínimos para poder retirar los fondos provenientes de inversiones extranjeras, o para poder remitir ganancias.

Quienes se oponen a los controles piensan que no debe

segmentarse artificialmente a los mercados, pues en esa forma se generan oportunidades de arbitraje que incitan a la corrupción. Los flujos de capitales no pueden segmentarse entre corto, mediano y largo plazo pues unos influyen a los otros y es imposible separarlos en compartimentos estancos. Además, aun si fuese posible, esa separación no sería conveniente pues las entradas de capitales, sobre todo las de corto plazo, reducen las tasas de interés internas.

Los que opinan lo contrario, por ejemplo, Joseph Stiglitz, economista en jefe del BM, John Williamson economista en jefe de la región del sudeste asiático del mismo banco y Paul Krugman de la Universidad de Stanford, sostienen que se deben establecer controles para contener los flujos de capitales de corto plazo. El mismo FMI sin decir que hay que aplicar controles, ahora predica la “liberalización ordenada” en los países que ya tienen dichos controles. Esto leído entre líneas quiere decir “no hagan olas” es decir, hagan poco o nada en este aspecto, que yo miro para el otro lado.

Incentivos virtuosos e incentivos perversos

Los flujos de capitales a corto plazo responden a incentivos de arbitraje que pueden ser virtuosos o perversos. Ello depende de las condiciones creadas por cada país. Las oportunidades de arbitraje, con sus beneficios y costos, siempre se crean localmente y los flujos de capitales simplemente responden a ellas.

Los incentivos virtuosos se derivan de una economía con cuentas fiscales saludables, un tipo de cambio sin distorsiones, una política monetaria conservadora, y un sector privado en crecimiento. Este país tendrá tasas de interés altas debido a sus buenas oportunidades de inversión y, por lo tanto, será un imán para los capitales externos tanto de corto (bolsa y préstamos) como de largo plazo (inversión directa).

Los incentivos perversos son aquellos derivados de un tipo de cambio sobrevaluado artificialmente, que por el riesgo de devaluación, y no por la salud de la economía, generan

una tasa de interés alta. Los bancos de ese país hallan que pueden tener una buena ganancia tomando deuda extranjera de corto plazo para invertir localmente a más largo plazo. Esto tiene siempre duración corta y termina, como sabemos en un reflujo de capitales y en crisis.

TIPOS DE CAMBIO: ALGUNOS EJEMPLOS, 1997

País	Sistema cambiario		Tipo de cambio oficial	Tipo real de cambio efectivo (1990= 100)	Razón del tipo oficial con el paralelo
	Clasificación	Estructura			
Argentina	CC	U	1.0	-	1.0
Brasil	B	D	1.1	-	1.0
Canadá	F	U	1.4	80.3	1.0
Chile	B	D	419.3	135.3	0.9
Italia	FL	U	1,703.1		1.0
México	F	U	7.0	84.9	1.0
Lituania	CC	U	4.0	-	0.9
Uruguay	B	U	9.4	168.4	1.0

NOTAS: Adaptado de World Bank, *World Development Indicators*, 1999, pp. 290-92. Donde: FL=flexibilidad limitada; F=flotante; B=banda de flotación; CC=caja de conversión; D= cambios duales; U=tasas únicas.

Banquete o hambre: ¿Son los controles la respuesta?

Los gobiernos de los países más pobres son generalmente observadores pasivos del escenario financiero mundial. Pero ahora, frente a una crisis financiera que ha provocado un severo daño a las economías emergentes en todo el mundo, ellos enfrentan una decisión que influirá en la conformación de la economía mundial del próximo siglo.

La decisión es si renunciar al supuesto beneficio de una cuenta de capital abierta y aumentar las barreras a los capitales extranjeros en un intento de aislarse de los daños que provocan ciclos de abundante y escasa liquidez global.

Por supuesto, para algunas regiones, este problema resulta inaplicable. Del flujo de fondos dirigido a las economías emergentes en los noventa, sólo una pequeña fracción se dirigió al África. Pero el dilema es muy familiar para América Latina que por 150 años ha tenido un amor turbulento con el capital internacional. Asimismo, Asia y Europa del Este enfrentan el mismo dilema, desde que han ingresado a la economía globalizada en los últimos 10 a 15 años.

La historia económica de América Latina es rica en ejemplos de cómo largas sumas de capital extranjero han ingresado a economías incapaces de absorberlos en forma productiva.

Peru América Latina ha provisto de lo que parece uno de los más exitosos ejemplos de regulación de los flujos de capital: los controles de capital usados por Chile desde 1991, que fueron recientemente levantados.

Chile no trató de prevenir egresos de capital – una estrategia ahora considerada sin efectividad– en su lugar trató de influir en el volumen y la maduración de su deuda total de corto plazo. Esto lo logró mediante un impuesto a los ingresos de capitales –un impuesto virtualmente confiscatorio cuando se aplicaba a los fondos de corto plazo–.

El Fondo Monetario Internacional sostiene que dichos controles son potencialmente una parte útil del arsenal que los países pueden llegar a necesitar para protegerse de los capitales externos hasta que logren poner en forma sus sistemas financieros locales.

Sin embargo, algunos economistas sostienen que el relativo aislamiento de Chile a la volatilidad latinoamericana, tiene más que ver con una política monetaria y fiscal más razonable, que con sus controles de capital.

En todo caso, el mayor problema para muchos países emergentes –particularmente en América Latina– no es cómo evitar la fuga del capital de corto plazo. Más bien, se trata de cómo volver a atraer nerviosos inversionistas que han huido a puertos más seguros. Experiencias pasadas muestran que es difícil predecir cuánto tiempo se mantendrán alejados los inversionistas. Como consecuencia de la crisis de la deuda de los ochenta, no fue hasta el comienzo de los noventa que los inversionistas empezaron a regresar a América Latina en cantidades importantes. Pero luego de la devaluación en México en 1994 – que no provocó una crisis general– los inversionistas retornaron a los 9 meses.

Los dueños de los capitales están preocupados por dos fuentes principales de riesgo. La primera es la expectativa de que una gran e inesperada devaluación o altas tasas de inflación pueden desgastar el valor real de los activos denominados en moneda local. La segunda fuente de riesgo es que los tomadores de préstamos, tanto del gobierno como los privados, dejan de cumplir las obligaciones de los servicios de deuda –como lo hizo Rusia en agosto pasado– o expropiaran activos locales.

Las reformas macroeconómicas, reestructuración de deuda, reforma estructural – particularmente en el sector bancario– fue que atrajo el capital a los mercados emergentes luego de la crisis de la deuda de los ochenta, los inversionistas que reingresaron a los mercados emergentes encontraron economías con capital restringido y que ofrecían altas tasas de retorno.

Esto creó un círculo generoso. A medida que los *ratings* de crédito mejoraban, un nuevo conjunto de inversionistas institucionales – fondos mutualistas, fondos de pensión y compañías de seguros cuya exposición es limitada – siguieron a los *Hedge Funds* y bancos que inicialmente abrieron el camino. Muchos argumentarán que el círculo era demasiado generoso.

Stephen Fidler y Andrew Balls, *Financial Times*, 6 de octubre de 1998.

Capítulo VIII

Política monetaria

Valeriano F. García

Los bancos centrales pueden controlar la cantidad nominal de dinero, pero no la cantidad real, pueden controlar la tasa de interés nominal pero no la real, pueden controlar el tipo de cambio nominal, pero no el real. En otras palabras el BC puede controlar sólo las cantidades nominales pero no puede controlar en forma sostenible las cantidades reales. En la práctica los bancos centrales pueden afectar todas esas variables directamente, pero al intentarlo producen más problemas que soluciones.

LA TEORÍA CUANTITATIVA

La teoría cuantitativa moderna tiene su origen en la intuición de economistas europeos de los siglos XVI y XVII. Durante dicho período hubo en Europa, con origen en España, una verdadera revolución de los precios. Precios que habían permanecido estables durante muchos años comenzaron a aumentar en forma alarmante. Este desconocido fenómeno coincidió con el gran flujo de oro y plata del nuevo mundo. Unir los dos hechos, aumento en la cantidad de dinero y aumento en los precios, fue obvio. Lo que no fue obvio fue construir una teoría sólida atando los dos fenómenos.

Es importante distinguir entre cambios en el *nivel* de precios y cambios en la *tasa* de inflación, porque esto es motivo de mucha confusión, aun en niveles de política. Por ejemplo, si entre el primero de enero y el 31 de diciembre de un mismo año, el nivel de precios aumentó podría ser que, durante esos meses la tasa de inflación fuera decreciente, creciente, constante o fluctuante. En otras palabras, es posible que el nivel de precios esté aumentando y la tasa de inflación esté disminuyendo. Lo que no sería posible es que la tasa de inflación disminuya y el nivel de precios también.

Los elementos clave de la teoría cuantitativa son dos: la oferta y la demanda de dinero. Cuando la demanda no cambia, es decir que la velocidad de circulación³² está fija, la relación entre inflación y oferta dinero es directa: si aumenta la tasa de emisión monetaria, se incrementa, en la misma proporción, el nivel de precios. Simétricamente, cuando la oferta de dinero está fija, los cambios en el nivel de precios dependerán solamente de cambios en la demanda.

Importantes investigaciones empíricas han mostrado que en la mayoría de los países la demanda de dinero (o la velocidad de circulación) es relativamente estable (que no es lo mismo que constante) y que, por lo tanto, la mayoría de los cambios en la inflación se explican por cambios en la emisión monetaria.

Esto es el corazón de la teoría cuantitativa moderna; si la demanda por dinero es estable, se puede estimar en cuánto cambiará en el futuro y con base en ello predecir la tasa de inflación solamente con base en el crecimiento esperado en la emisión monetaria.

La velocidad de circulación

La velocidad de circulación del dinero se definió primero como la división del valor de las transacciones en un país durante un período de tiempo entre la cantidad (*stock*) de dinero en un momento dado. Esto nos indica cuántas veces da vuelta el dinero en relación con el volumen de transacciones. Se definía como la velocidad transacción. El volumen de transacciones evolucionó hasta el volumen del ingreso. La división entre el ingreso (nominal) y la cantidad de dinero genera un número conocido como velocidad ingreso del dinero.

El enfoque de la velocidad transacción del dinero o de la velocidad ingreso llevan a una interpretación mecánica de los determinantes de la velocidad. Por ello los desarrollos

³² La inversa de la demanda por dinero es la velocidad de circulación.

basados en este enfoque, suponían que la velocidad de circulación estaba determinada por factores de tipo institucional, por ejemplo las costumbres respecto a los pagos, el desarrollo bancario etcétera. Este enfoque no hubiera podido explicar el gran aumento de la velocidad durante los períodos de alta inflación, pues los factores institucionales cambian lentamente, aun en épocas de gran inflación.

El modelo de velocidad se relaciona inmediatamente con el nombre del gran economista estadounidense Irving Fisher. Luego correspondió a las escuelas de Cambridge y de Chicago superarlo, creando todo un cuerpo de teoría distinto cambiando sólo de dividir el ingreso (nominal) entre la cantidad de dinero a dividir la cantidad de dinero entre el ingreso.

La velocidad nos habla de la “rotación” promedio del dinero en cambio. Al dividir dinero entre el ingreso sabemos cuánto dinero “mantiene” (sin rotar) la sociedad. Por ejemplo, con el enfoque velocidad, si el ingreso nacional es de 1000 millones de pesos por año y la cantidad de dinero, medido al 30 de junio, es de 100 millones de pesos, la velocidad nos diría que el dinero dio vueltas el equivalente de 10 veces el ingreso.

Por otro lado con los mismos valores anteriores, el enfoque de demanda de dinero nos da un valor 0.10 que significa que la cantidad de dinero que mantiene la sociedad es igual a 10% de su ingreso anual. En otras palabras si usted gana 8,000 pesos por mes y además mantiene un promedio de dinero en efectivo y cuentas corrientes por valor de 400 pesos significa que usted mantiene una cantidad real de dinero equivalente a 5% de su ingreso.

El costo de mantener dinero

Así como la demanda por papas depende del precio de las papas y del ingreso del consumidor, la demanda por dinero también depende de su precio y del ingreso de quién lo demanda. Usted dirá que el precio del dinero es la tasa de

interés (nominal). Usted puede estar en lo cierto o estar equivocado pues el precio depende de la definición de *dinero*. Así como existen papas de diferente calidad también existe dinero de calidad diferente. Los economistas definimos diferentes tipos de dinero, de la siguiente manera:

C : efectivo en poder del público (y las empresas)

M1 : C más depósitos en cuenta corriente (del sector privado)

M2 : M1 más depósitos en caja de ahorros

M3 : M2 más depósitos a plazo fijo

M4 : M3 más depósitos en moneda extranjera

El costo de mantener C o M1 esta dado por la tasa de inflación, ya que ni el efectivo ni los depósitos en cuenta corriente generan intereses, mientras que el costo de mantener cualquier otro tipo de dinero depende de la tasa de interés nominal. La tasa de interés nominal y la tasa de inflación están íntimamente ligadas ya que la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa (esperada) de inflación.

Habiéndolo aburrido con todas estas definiciones, usted puede además estar confundido. Puede por ejemplo decir: ¿cómo es posible que la tasa de inflación dependa de la demanda de dinero pero que, a su vez, la demanda de dinero dependa de la tasa de inflación? Recuerde usted que en el capítulo de demanda vimos que la demanda *individual*, de cualquier persona por cualquier bien, dependía de su precio. Para usted, como individuo, el precio es dado, y usted está dispuesto a consumir más del bien, a medida que el precio baja. La demanda personal depende del precio del bien y es poco lo que puede hacer el individuo para cambiar el precio. Pero, sumando todas las demandas individuales, se obtiene la demanda del mercado y los cambios en la demanda del mercado afectarán a los precios. En otras palabras, la demanda individual depende de los precios pero, a

su vez, los precios dependen de la suma de demandas individuales.

De la misma manera, para cada individuo la tasa de inflación es un dato, y la cantidad de dinero que desea mantener depende de dicha tasa. Pero cuando sumamos las demandas por dinero de todos los individuos (y las empresas) esta demanda de mercado, juntamente con la oferta, determinan el nivel general de precios. Y, además, los cambios en la demanda y oferta de dinero determinan la tasa de inflación.

La teoría cuantitativa dice que en general la demanda por dinero tiene pocos cambios, que cuando hay estabilidad esa demanda es casi una constante, y por lo tanto la tasa de inflación es función directa de la tasa de emisión, de la oferta de dinero.

En la práctica aun, en casos de gran inestabilidad macroeconómica, por ejemplo hiperinflaciones, las investigaciones empíricas han demostrado que existió una demanda estable por dinero. En otras palabras, la velocidad de circulación (que como usted sabe es la inversa de la demanda de dinero) no fluctuaba erráticamente hacia cualquier lado, sino que sus fluctuaciones podían ser explicadas por cambios esperados en el costo de mantener dinero. Básicamente por las expectativas.

La teoría cuantitativa ha alcanzado gran sofisticación teórica y ha sido sometida con éxito a numerosas pruebas empíricas. Como todo en economía, no puede afirmarse que haya unanimidad entre los economistas, ni que esta es la “mejor” teoría. Si bien la polémica entre cuantitativistas y keynesianos (y su versión cepalina) ha disminuido, todavía hay muchos economistas que piensan que los aumentos pueden explicarse mejor por el empuje de los salarios que por aumentos en la cantidad de dinero.

Las críticas keynesianas

John Maynard Keynes es quizá el economista más famoso del mundo. Su fama se debe a sus aportaciones sobre el

porqué de la gran recesión mundial de los años treinta. Crítico de la teoría cuantitativa tuvo una enorme influencia, que continuó después de su muerte, ocurrida en 1946. Esta influencia superó al mismo Keynes ya que muchos economistas llamados keynesianos y que surgieron luego de su muerte, sostuvieron ideas que hubieran llevado a Keynes a declararse no keynesiano.

Keynes centró sus ataques a la teoría cuantitativa en la demanda de dinero. Según Keynes, en ciertas circunstancias muy particulares (como la existente en los años treinta) los especuladores tienen ideas muy firmes sobre la tasa de interés (la tasa de interés *esperada* es clave en este análisis). Esto hace que la demanda por dinero no sea estable y que la tasa de interés no pueda bajarse con política monetaria. Si la tasa de interés no se puede bajar, entonces no hay gasto ni inversión suficiente y, no se puede combatir la recesión con política monetaria.

Su hipótesis era que, cuando aumentaba la oferta de dinero, la gente mantenía ese dinero sin gastarlo, y cuando la oferta disminuía a la gente tampoco le importaba mantener una reserva de dinero menor. En otras palabras, la demanda de dinero era como un lago recibiendo agua: totalmente pasiva dependiente del volumen de agua regulada por el BC: cuando la oferta de dinero aumentaba, y esto bajaba un poco la tasa de interés, la gente inmediatamente demandaba todo ese dinero adicional (aumentaba el volumen del lago) y, la tasa dejaba de bajar.

Si la gente no gastaba, quien tenía que gastar era el gobierno. De allí su receta de que si era necesario el gobierno tendría que gastar en cavar y tapar la tierra. Para gastar el gobierno necesitaba imponer más impuestos pero esto no sería problema. Primero porque antes de poner impuestos el gobierno podía gastar su propio dinero (emitiendo) y segundo porque aun poniendo impuestos el efecto recesivo del impuesto era inferior al expansivo del gasto. Esto se conoció como el multiplicador del presupuesto balanceado.

La receta keynesiana ponía énfasis en el gasto gubernamental deficitario como una herramienta de *corto plazo* para enfrentar las recesiones. Pero a raíz de esto durante muchos años se dejó de hablar de política monetaria y se habló mucho más de política fiscal. Además, el corto plazo keynesiano dio lugar a políticas deficitarias de más largo plazo.

La depreciación del dinero como en la política económica y la “bendición” de los déficit fiscales llevó, luego de la Segunda Guerra Mundial, a que muchos países tuvieran inflación. Bajo los supuestos keynesianos de que cualquier aumento en la oferta de dinero era inmediatamente absorbido por un aumento en la demanda sería imposible observar inflación. Sin embargo la realidad era otra.

Dicha realidad más una teoría remozada y avalada por importantes estudios empíricos revivieron al monetarismo. La teoría, cuantitativa, fue mantenida viva, remozada y ampliada, en los seminarios y en la tradición oral de la Universidad de Chicago. Las contribuciones más importantes en este campo fueron, antes de la Guerra, Henry Simons, y después Milton Friedman y sus estudiantes. Entre estos últimos Philip Cagan realizó una contribución muy importante en su tesis doctoral.

Los análisis empíricos se concentraron en poner a prueba la estabilidad de la demanda de dinero aun en situaciones de gran inestabilidad como las grandes inflaciones pues, recordemos que el gran desafío de Keynes era su hipótesis de que la demanda por dinero era inestable. Él proponía como una función más estable la función consumo, diciendo que existía una relación estable entre el consumo nominal y el ingreso nominal. También decía que la propensión marginal a consumir era, en circunstancias como las de Estados Unidos en los años treinta, muy pequeña y por lo tanto el estado tenía que gastar para aumentar la propensión al gasto de la economía en total.

Luego de muchas controversias se ha llegado a una mezcla donde las teorías modernas toman en cuenta el dinero y

su demanda,³³ pero no ignoran la política fiscal ni la importancia del gasto público. Cuando hay inflación los países se acuerdan de Friedman y cuando hay recesión se acuerdan de Keynes y, cuando la situación es más o menos normal, los economistas juegan en el medio campo.

LA NUEVA MONEDA DE EUROPA: EL EURO

El 30 de Junio de 1998 se creó el Banco Central Europeo (BCE) sucediendo al Instituto Monetario Europeo (IME). Este banco se encarga de la política monetaria europea, que no será independiente de los deseos de los bancos centrales de los países miembros, pues tendrán una representación muy importante en el directorio del BCE.

Después de mucho forcejeo, donde Francia quería la presidencia del Banco para un francés, (argumentando que si el BCE tiene su sede en Alemania, la presidencia debería corresponder a un francés) fue elegido presidente un holandés, el señor Willem F. Duisenberg que era el presidente del IME. Los franceses no salieron del todo perdedores ya que el holandés renunció al período de 8 años pre-anunciando su renuncia para dentro de 4 años. Luego, le seguiría el francés Jean-Claude Trichet, actual presidente del BC de Francia, terminando el mandato de 8 años.

La economía política de la dirección del BCE es un elemento muy interesante. Si, por ejemplo, se agravan en Francia o España los problemas de alta desocupación, querrán una política monetaria menos rígida. Pero, al Presidente holandés del Banco le podrían preocupar más otras consecuencias de esa política, como la posible depreciación del euro frente al dólar.

A partir del primero de enero de 1999 el euro es la moneda oficial de los once países. El tipo de cambio entre las

³³ Todavía se critica al enfoque de la velocidad de circulación porque en algunos países ese número ha mostrado gran variabilidad, ignorando que lo importante es la estabilidad relativa de la velocidad como función.

monedas locales y el euro se fijó irrevocablemente el día anterior con un nivel de precisión de seis dígitos. Toda la deuda de los países miembros se emite en euros y todas las operaciones de cambio extranjero se definen también en euros. Sin embargo, los ciudadanos de esos países todavía tendrán que esperar hasta el primero de enero del 2002 para tener un billete o moneda euro en sus manos. Mientras tanto la población podrá elegir el tener sus cuentas bancarias en euros. También los precios en los comercios e industrias se cotizan tanto en la moneda local, como en euros.

Los 11 países que comenzaron con el nuevo sistema del euro en 1999 son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal. El Reino Unido, Suecia y Dinamarca, resolvieron no entrar, al menos por el momento, y Grecia no pudo entrar por no haber cumplido con los “criterios de Maastricht”, aunque puede hacerlo más adelante si cumple con dichos criterios.

Los criterios de Maastricht

El Tratado de Maastricht establece varios criterios que los países de la Unión Europea deben cumplir para poder acceder al sistema de moneda común. Los criterios se refieren a los siguientes indicadores:

- La inflación de precios al consumidor no debe exceder a la inflación promedio de los tres países con menor inflación por más de 1.5 puntos porcentuales.
- El déficit fiscal no debe ser superior a 3% del PIB, y la deuda del gobierno tampoco debe superar 60% del PIB.
- Las tasas de interés deben haber mostrado convergencia. Las tasas de interés nominales de largo plazo no deben exceder en más de 2 puntos porcentuales a las tasas de interés de los tres miembros que hayan tenido más estabilidad de precios.

- Membresía exitosa en el Sistema Monetario Europeo. Para calificar el país tiene que haber tenido, por lo menos dos años, su moneda dentro de los límites fijados por el mecanismo del tipo de cambio fijado por el Sistema Económico Europeo, es decir sin devaluación más allá de las bandas permitidas por este sistema.

A continuación presentamos los valores promedios para los 15 países miembros de la Unión Europea. Estos datos son de mayo de 1998.

Inflación (anual)	1.6%
Déficit/PIB	2.4%
Deuda/PIB	72.0%
Tasas de interés	6.1%

¿Por qué el Euro? ¡Muera el fascismo, viva el socialismo!

Primero, el euro es la culminación de un proceso que se inicia con la típica visión universalista del socialismo. El socialismo es liberal en lo político, intervencionista en lo económico y universalista en su concepción del mundo.

En segundo lugar, esa visión, se engarza en una realidad dada por el triunfo de los partidos socialistas en Europa, después de la segunda guerra mundial, donde la España de Franco es la única excepción anacrónica. El Reino Unido y casi todos los países europeos adoptan gobiernos de corte socialista. La derrota del nazi-fascismo se identifica como el triunfo del socialismo a la europea. De esta manera se relega la contribución del liberalismo conservador del Reino Unido de Churchill y de Estados Unidos de Roosevelt. Esta contribución que, aparte del esfuerzo bélico, incluye la ayuda masiva del plan Marshall, y el ejemplo del “milagro” alemán, logrado a través de la desregulación y el mercado no sirven para detener la euforia socialista. Así, se ponen en marcha el sindicalismo socialista inglés y otros gobiernos socialistas.

En Alemania un enorme complejo de culpa los lleva a una apertura a la inmigración, un socialismo distributivo y una posición abierta a la idea de un único país europeo. Los franceses se sienten humillados por la derrota inicial, por su rescate por parte de los *ugly americans* y la lenta, pero inexorable, declinación en su liderazgo cultural y político. También influyó desde los cincuenta hasta los setenta, la presencia de intelectuales de izquierda como Albert Camus, Jean-Paul Sartre, Simone de Beauvoir, Jean-Luc Godard y otros. Todo esto lleva a los franceses a ser también abanderados del eurocentrismo.

Italia, al igual que Alemania es una gran derrotada de la Segunda Guerra Mundial. En este país también, la derrota del nazi-fascismo representa el triunfo del socialismo. Después de la guerra, desarrolla el partido comunista más grande de Europa y uno de los más grandes del mundo. Italia también se abre al eurocentrismo.

El resto de los países europeos se adhiere al liderazgo eurocentrista de los grandes. España, lo hace con el entusiasmo propio de los iniciados, de los que fueron fascistas hasta veinte años después de la derrota del fascismo. Pero, más importante que ese fenómeno es la necesidad española de sentirse europeo después de que la Europa nórdica, la hizo sentir siempre más cerca de África que de Francia.

A todo lo anterior se suma un tercer elemento de gran importancia, la presencia omnipotente de Estados Unidos y la resistencia europea a su hegemonía. Además, el resultado de la unidad europea, sería una comunidad hermanada que evitaría las guerras sangrientas que los envolvieron durante casi todo el origen de la civilización europea.

Se inicia en Europa el proceso de unificación, con diversos mecanismos de colaboración económica. Se continúa con el mercado común y el sistema monetario hasta llegar al euro: la utopía socialista hecha realidad. Hay un cuarto elemento no ya de orden político y social sino de orden económico muy importante.

Del golpe político al golpe económico

Se trata de un paso político, un reto a la hegemonía del dólar ya que sólo un país del tamaño y el poderío de toda Europa puede desafiar al “coloso del norte”, pero también es un desafío económico. Estados Unidos ha producido un bien de suma importancia y con una gran ventaja comparativa: el dólar. La moneda común europea es un intento de ganar *economías de escala* para exportarla.

La dolarización

Gran parte de América Latina se ha ido dolarizando. Por ejemplo en Argentina, Perú, Bolivia y Paraguay los depósitos en dólares superan a los en moneda local y prácticamente todas las transacciones de envergadura se realizan en dólares mientras que el menudeo continúa en moneda local. Una excepción a este fenómeno han sido países como Brasil y Chile donde el uso de índices para ajustar por inflación jugó un rol importante para evitar la dolarización. El dólar es sinónimo de estabilidad en su valor y por ello, más la importancia de la economía de Estados Unidos, es moneda de reserva. Es moneda de reserva tanto para un público que quiere tranquilidad para sus ahorros financieros como para los bancos centrales, pues es una de las pocas monedas de liquidez y circulación internacional.³⁴

Dicha dolarización implica que Estados Unidos exporta dólares a cambio de bienes y servicios. Esto genera una gran renta de *señoreaje* (acepción que viene del hecho de que había señores feudales que cobraran su “comisión” por poner su sello en las monedas garantizando su pureza u origen). Se considera que una cantidad igual a la reserva de dólares emitidos por la reserva federal esta fuera de las fronteras de Estados Unidos. Esa reserva indica el valor de lo obtenido por Estados Unidos en su negocio de exporta-

³⁴ En realidad muchos bancos centrales del mundo invierten esos dólares en bonos del Tesoro Norteamericano, obteniendo una cierta rentabilidad

ción de dólares. El flujo, es decir los nuevos dólares comprados cada año por otros países, indica la exportación anual de dólares.

Hacia octubre de 1998 la Reserva Federal había emitido, en efectivo, aproximadamente 460,000 millones de dólares. Si esta misma cantidad estuviese fuera de sus fronteras, querría decir que cada año Estados Unidos obtiene en concepto de exportaciones de dólares aproximadamente 32,800 millones de dólares. Este monto surge de aplicar 3.5% de inflación en dólares y 3.5% de crecimiento del ingreso.³⁵ A diferencia de otro tipo de exportación los costos envueltos en imprimir los dólares no son demasiado grandes. En otras palabras, la exportación de “papeles impresos” es un gran negocio.

Por todo lo anterior, no es sorpresa que los europeos hayan estado ansiosos de competir con los estadounidenses en este negocio.

Quienes apoyan la adopción del dólar (o del euro) como moneda local arguyen que la moneda es una mercancía como cualquier otra. Por lo tanto hay países que, de acuerdo con su historia, tienen ventajas comparativas para producir una moneda “buena”. De allí se seguiría que el resto de los países, siguiendo el principio de la ventaja comparativa, tendrían que importar esa moneda lo mismo que se importan automóviles en lugar de producirlos en casa. Esto parece ser particularmente válido en países que ya tienen Caja de Conversión. Esos países pagan todos los costos de tener un tipo de cambio fijado institucionalmente pero no obtienen todos los beneficios. La adopción del dólar solo les agregaría el costo del *señoreaje* pero aumentaría substancialmente los beneficios.

Quienes se oponen a la dolarización opinan que la emisión de moneda es parte de la soberanía de un país. Además, dicen, se quedaría a merced de la política monetaria de

³⁵ Esto supone una elasticidad ingreso unitaria. Los cálculos son para dar una idea del orden de magnitud de este señoreaje.

Estados Unidos sin posibilidad de hacer política monetaria propia.

Los beneficios de adoptar el dólar como moneda serían una disminución de las tasas de interés sobre los préstamos. Estas tasas caerían por dos efectos. Un efecto se debe a una disminución del riesgo país. El riesgo país se mide por la diferencia entre las tasas de interés sobre depósitos en dólares en determinado país vis-à-vis las tasas en dólares en Estados Unidos. Un segundo efecto sería eliminar riesgo de devaluación. Ese riesgo puede medirse por la diferencia entre las tasas de interés en la moneda local y las tasas de interés en dólares. Ambos efectos podrían producir una substancial baja en las tasas de interés reales y por lo tanto se produciría un beneficio importante en la economía. Para obtener el beneficio neto habría que compararlo con el pago de *señoreaje* (y los argumentos políticos de soberanía).

La convertibilidad en Argentina

La experiencia de la convertibilidad (en Argentina) ha sido una de las más exitosas de la historia económica contemporánea. Distintos indicadores macroeconómicos dan acabada muestra de ello, pero sólo mencionaremos dos: la inflación durante los últimos tres años ha sido 0.3% anual, un séptimo de la inflación estadounidense en ese mismo período; mientras que para igual período, la tasa de crecimiento anual del producto ha sido, 6% contra un crecimiento de 3.8% en Estados Unidos. La convertibilidad ha sido exitosa no sólo en términos de los valores de las variables económicas más importantes, sino, que también ha posibilitado la creación de nuevas instituciones que permiten asegurar el crecimiento sostenido de la economía argentina en el futuro, sobre la base de un mayor y mejor aprovechamiento de sus abundantes recursos naturales y de su altamente capacitada fuerza laboral, aunque con las limitaciones que mencionaremos más adelante. Entre las instituciones más importantes que se han desarrollado, podemos mencionar: (1) en lo macroeconómico, la creación de una nueva cultura fiscal, (2) en lo microeconómico, la creación de una cultura de la productividad (3) un sistema de incentivos y la flexibilidad de precios tal que permite prescindir del tipo de cambio como herramienta de ajuste a los choques externos.

Otro hecho destacado de este período es la ausencia de una política, monetaria propia. Hemos adoptado la política de Estados Unidos, y hemos tenido un éxito considerable en lograr la estabilidad de precios y el crecimiento sostenido, del producto bruto. Para quienes argumentan que, en función de la teoría de las Áreas monetarias óptimas (AMO), Argentina no cumple con las condiciones necesarias para integrar una AMO con Estados Unidos, la realidad debiera servirles de suficiente evidencia e imponerse. Llevamos ocho años sin política monetaria, y no ha sido este un período en el que no hayan existido choques reales que permitieran someter a prueba lo adecuado

de nuestra política. Por el contrario, han ocurrido choques muy severos que no han tenido sin embargo un impacto significativo sobre la economía argentina. Durante estos años hemos estado sujetos a fuertes cambios en los términos de intercambio, en los precios de nuestra moneda vis-a-vis la de algunos de nuestros principales socios comerciales (Brasil, Europa, Asia), en el nivel de actividad de Brasil (que de recesión ha pasado a expansión y vuelta a recesión), para citar sólo los más importantes. Sin embargo, estos choques reales no han tenido mayor impacto sobre la tasa de crecimiento argentina.

Reconocidos los méritos de la convertibilidad, quiero analizar ahora los problemas que presenta. Sin embargo, antes de hacerlo debemos aclarar que no todos los problemas que enfrenta la economía argentina están originados en el propio régimen de convertibilidad, por lo que la solución que hemos de proponer no es la solución a todos los problemas sino sólo a aquellos relacionados con la convertibilidad.

Argentina posee hoy una moneda muy particular, pues de las tres funciones básicas de una moneda: medio de cambio; unidad de cuenta, y reserva de valor. La moneda argentina cumple con las dos primeras, pero no es una reserva de valor en el largo plazo. Esto se comprueba analizando los contratos a mediano y largo plazo que - en su mayoría - están denominados en dólares. Esto es así pese a su pleno respaldo en la moneda americana. De ello nos vemos forzados a concluir que no existe una confianza plena en que este esquema se mantendría en el tiempo, y que por ello no puede ser en el largo plazo una reserva de valor. Esto de ninguna manera significa que se haya fracasado en proveer una moneda estable con la cual efectuar transacciones (recordemos que la inflación en Argentina para los últimos tres años es un séptimo de la de Estados Unidos), sino que no hay plena confianza en el mantenimiento del régimen de convertibilidad, debido fundamentalmente a la pobre historia monetaria argentina. Esta ausencia de moneda (como unidad de reserva) en el largo plazo, fenómeno común a la totalidad de los países emergentes, es la que da lugar al problema de los dos descálces, que tiene consecuencias financieras muy negativas. Dado que no existe credibilidad en la moneda nacional en el largo plazo, las empresas y el gobierno enfrentan la disyuntiva de financiar sus proyectos de inversión en moneda local, pero a corto plazo, o hacerlo a largo plazo en moneda extranjera.

Pedro Pou, Presidente del Banco Central de la República Argentina.

Apéndice I

Valeriano F. García

LOS BLOQUES COMERCIALES³⁷

Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC)

Miembros: América: Canadá, Chile, México; Asia: Brunei Darussalam, China, Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Singapur, Taiwán-China, Tailandia; Australasia: Australia, Nueva Zelanda y Papua Nueva Guinea.

Sede: Singapur

Establecida en noviembre de 1989 en Canberra, Australia, durante una reunión de Ministros y funcionarios de nivel ministerial sobre mayor cooperación económica en la región. Tiene el propósito de servir como fórum para discusiones regulares sobre asuntos de comercio regional y cooperación económica; sostener el crecimiento y desarrollo de la región para el bien de sus pueblos y contribuir al crecimiento y desarrollo de la economía mundial; destacar avances positivos tanto para la región como para la economía mundial, resultantes de la mayor interdependencia económica incluyendo la promoción del flujo de bienes, servicios, capital y tecnología; desarrollar y fortalecer el sistema abierto de comercio multilateral en el interés de Asia-Pacífico y de todas las demás economías; reducir barreras al comercio de bienes y servicios entre participantes de una manera consistente con los principios del GATT donde sean aplicables y sin perjuicio para otras economías.

En noviembre de 1996 se adoptó el Plan de Acción de Manila (MAPA) y se inició su aplicación en enero de 1997. Es-

³⁷ La información que se menciona a continuación se obtuvo del *Yearbook of International Organizations*, vol. I, 1998/99, publicado por K. G. Saur, Munchen. La traducción es del autor.

te incluye planes de acción individuales y colectivos, e informes de progreso, sobre actividades conjuntas de las economías de APEC para lograr los objetivos de Bongor, comercio e inversión libres y abiertas en la región hasta el 2010 y 2020, así como acciones conjuntas entre miembros dentro la Parte II de la Agenda de Acción de Osaka. MAPA se ocupa de 6 temas, mayor acceso de mercado para los bienes, mejor acceso de mercado para los servicios, un régimen abierto de inversión, menor costo de negocios, una infraestructura abierta y eficiente, cooperación económica y técnica fortalecida.

Comunidad del Caribe (CARICOM)

Miembros: Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Montserrat, San Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y Granadinas, Suriname, y Trinidad y Tabago.

Asociados: Islas Vírgenes (UK) y Turcos y Caicos.

Sede: Georgetown, Guyana.

Establecida en julio de 1973 en Trinidad con la firma del Tratado de Chaguaramas. CARICOM reemplaza y amplía el trabajo de la Asociación de Libre Comercio del Caribe (CARIFTA) que fue establecida en diciembre de 1965 en Dickenson Bay (Antigua y Barbuda). CARICOM propone el establecimiento de un solo mercado y una sola economía, razón por la cual también se conoce como Mercado Común del Caribe. En febrero y junio de 1997 se acordó un protocolo en Montego Bay, durante la VIII reunión de la Conferencia de Jefes de Estado, con el cual se enmendó el Acuerdo de Chaguaramas. El propósito es establecer un arancel externo común y una política protectora común de comercio para los países de ultramar, adoptar un esquema para la armonización de incentivos fiscales para la industria en resguardo de una doble tributación, coordinar políticas económicas y la planificación del desarrollo, y establecer un régimen especial para los países menos desarrollados de la Comunidad.

Mercado Común Andino

Miembros: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela

Sede: Lima, Perú

Establecido en octubre de 1992 como "Zona de Libre Comercio", después de la Declaración de Caracas, del 18 de mayo de 1991, formulada por los 5 Presidentes de los países miembros y como un seguimiento al Acuerdo de Cartagena del 26 de mayo de 1969. El 4 de marzo de 1993, la Comisión del Acuerdo de Cartagena aprobó un arancel externo común. El Mercado Común es precursor del establecimiento de una Comunidad Andina. Tiene como propósito promover y acelerar la integración y la cooperación económica y social, con miras hacia un desarrollo equilibrado y armonioso de los países miembros en iguales condiciones; crear oportunidades de empleo; facilitar la participación en el proceso de integración regional hacia el siglo XXI estableciendo normas y procedimientos que permitan crear gradualmente un Mercado Común Latinoamericano.

Mercado Común Centroamericano (MERCOMUN)

Miembros: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua.

Sede: Guatemala, Guatemala.

Propuesto en 1991 para remplazar el mercado común de la misma denominación, constituido en 1960 bajo los auspicios de la Organización de Estados de Centro América y que colapsó en 1969. También se lo conoce como Integración Económica Centro Americana. El Tratado debía expirar en 1981, pero las partes interesadas acordaron que continuase en vigencia en tanto se alcanzaba un acuerdo sobre un nuevo esquema de integración. Conforme el Protocolo de Tegucigalpa de diciembre de 1991 se estableció el Sistema de Integración Centro Americana (SICA) que permitirá la creación de MERCOMUN. El propósito es esta-

blecer un mercado común que contribuya a la aceleración del crecimiento económico de los países miembros y facilitar la diversificación de sus bases de producción hacia la manufactura; superar los problemas inherentes a los mercados domésticos reducidos; y facilitar el proceso de industrialización.

Mercado Común del Sur (MERCOSUR)

Miembros: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Asociados: Bolivia, Chile.

Sede: Montevideo, Uruguay.

Establecido en marzo de 1991 en Asunción, Paraguay, con la suscripción del Tratado de Asunción. Se origina en acuerdos bilaterales de comercio suscritos entre Argentina y Brasil en 1986, ampliados en julio de 1990 para conformar una zona de libre comercio, la misma que entró en vigencia en enero de 1995, cuando MERCOSUR entró en operación. Posteriormente se suscribieron acuerdos de área de libre comercio con Bolivia y Chile. Tiene el propósito de reducir gradualmente las tarifas entre los miembros de Latinoamérica con el propósito de conformar un mercado común; adoptar políticas comerciales regionales; mancomunar recursos; dar a la región mayor presencia en foros de comercio; y actuar como precursor en el desarrollo de una zona de libre comercio en el hemisferio occidental.

El Tratado de Asunción prevé el libre movimiento de capital, bienes, servicios y personas, una política de comercio externa y tarifas comunes, y la coordinación de políticas macro económicas. El Acuerdo del MERCOSUR, que permite el comercio exento de tarifas entre los miembros para el 85% de los productos y un arancel externo común, pero con periodo de gracia de 4 años para informática y equipo de telecomunicaciones, tiene el potencial de duplicar el comercio entre sus miembros en un período de 5 a 6 años.

Unión Europea (UE)

Miembros: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido, Suecia. (Cualquier Estado de Europa puede solicitar al Consejo ser miembro de la Unión, quien actúa en forma unánime después de efectuar las consultas del caso y de obtener la aprobación del Parlamento Europeo. Actualmente los Estados que han solicitado ser miembros son: Chipre, Hungría, Malta, Polonia y Turquía.)

Sede: Bruselas, Bélgica.

Establecida en noviembre de 1993, una vez que entró en efecto el Tratado de la Unión Europea, mejor conocido como Tratado de Maastricht de 1992. La Unión Europea siempre fue el objeto de procesos de integración iniciados por los Tratados de la Comunidad Europea y resultantes en el establecimiento de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero, la Comunidad Económica Europea y Euratom. Desde el Tratado de Maastricht, la Comunidad Económica Europea es conocida como Unión Europea. El Tratado de Maastricht marca una nueva etapa en la creación de una más estrecha unión entre los pueblos de Europa, basada en las comunidades europeas y suplementada por políticas adicionales y formas de cooperación, sirviendo como un solo marco institucional, asegurando consistencia y continuidad de actividades mientras se respetaba y construía sobre el "*acquis communautaire*".

De acuerdo con el Artículo B del Tratado de Maastricht, la Unión deberá fijarse los objetivos siguientes:

- a) la promoción económica y progreso social equilibrado y sostenible, particularmente a través de un área sin fronteras internas, con el fortalecimiento de la cohesión económica y social y a través del establecimiento de una unión monetaria, incluyendo últimamente una sola moneda de acuerdo con los artículos del Tratado;

- b) afirmar su identidad en el escenario internacional, particularmente a través de la implementación de una política exterior y de seguridad común incluyendo el eventual diseño de una política de defensa común, la cual pueda en el tiempo llevar a una defensa común;
- c) fortalecer la protección de los derechos e intereses de los nacionales de sus Estados Miembros con la introducción de una ciudadanía de la Unión;
- d) desarrollar cooperación estrecha en justicia y asuntos domésticos; mantener invariable el "*acquis communautaire*" y sobre esta base construir considerando hasta que punto las políticas y formas introducidas por el Tratado tendrán que ser revisadas con el propósito de asegurar la efectividad de los mecanismos e instituciones de la Comunidad. Los objetivos de la Unión deberán alcanzar así como se establece en el Tratado y de acuerdo con el calendario fijado y con respeto al principio de la subsidiaridad. El Artículo C indica que la Unión asegurará en particular la consistencia de sus actividades externas en su totalidad en el contexto de las relaciones externas, seguridad interna y políticas económicas y de desarrollo.

El Tratado de Amsterdam que se superpone al Tratado de Maastricht, incorpora una serie de cambios, particularmente presentando progreso en los derechos de individuos y ciudadanos. Sus 4 objetivos principales son:

- a) ubicar empleo y los derechos ciudadanos en el corazón de la Unión;
- b) alejar los obstáculos remanentes a las libertades de movimiento y al fortalecimiento de seguridad;
- c) dar a Europa una voz más fuerte en los asuntos mundiales;
- d) hacer la estructura institucional de la Unión más eficiente con la mira de expandir la Unión mediante la inclusión de nuevos Estados miembros.

Apéndice II

Valeriano F. García

EL MODELO ARITMÉTICO DE BASE Y MULTIPLICADOR

Las ideas expuestas anteriormente pueden entenderse también como un simple modelo aritmético.

Definimos:

$$\mathbf{B} = \text{Base monetaria} = \mathbf{C} + \mathbf{R}$$

$$\mathbf{C} = \text{Efectivo en poder del público}$$

$$\mathbf{R} = \text{Reserva de los bancos en el banco central}$$

$$\mathbf{D} = \text{Depósitos del público en los bancos}$$

$$\mathbf{M} = \text{Cantidad de dinero}$$

$$\mathbf{r} = \text{Coeficiente de reservas fraccionarias}$$

$$\mathbf{c} = \text{Coeficiente de efectivo a depósitos}$$

$$(1) \quad \mathbf{M} = \mathbf{C} + \mathbf{D}$$

$$(2) \quad \mathbf{M}/\mathbf{B} = (\mathbf{C} + \mathbf{D}) / (\mathbf{C} + \mathbf{R})$$

Dividimos entre \mathbf{C} numerador y denominador de la parte derecha de (2) y obtenemos la ecuación que señalamos a continuación:

$$(3) \quad \mathbf{M}/\mathbf{B} = (\mathbf{c} + \mathbf{1}) / (\mathbf{c} + \mathbf{r})$$

denominando \mathbf{m} (multiplicador) a la segunda parte de (3) se tiene:

$$(4) \quad \mathbf{M}/\mathbf{B} = \mathbf{m}$$

Multiplicando ambos miembros de (4) por \mathbf{B} obtenemos la siguiente ecuación:

$$(5) \quad \mathbf{M} = \mathbf{B} \mathbf{m}$$

La ecuación (5) refleja la reserva de dinero como una función de la Base (\mathbf{B}) y el multiplicador (\mathbf{m}).

La ecuación anterior puede ponerse con los factores determinantes de la base y el multiplicador:

$$(6) \quad \mathbf{M} = \mathbf{B}(\mathbf{G}, \mathbf{P}, \mathbf{F}) \mathbf{m}(\mathbf{r}, \mathbf{c})$$

La ecuación (6) indica que la base es función de los sectores público (G), privado (P) y externo (F) y que el multiplicador es función del coeficiente de reservas fraccionarias (r) y del coeficiente de efectivo a depósitos que el público mantiene en los bancos (c).

Si bien hemos dicho que los cambios en la base monetaria dependen del sector público, privado y externo, en un sentido más sofisticado la base sólo depende del sector público. Esto porque, aparte de determinar el déficit fiscal, es el sector público el que decide si dará o no redescuento al sector privado y si operará con un sistema cambiario que afectará a la base monetaria en función del sector externo. En otras palabras, el sector público es el único responsable por los movimientos de la base monetaria.

Bibliografia

Valeriano F. García

- Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo económico mundial 1999/2000*, Washington, D. C., 1999.
- Bauer, Peter, *Reality and Rethoric, Studies in Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press, 1984.
- Becker, Gary S., "Crime and Punishment: An Economic Approach", *Journal of Political Economy* 76, marzo-abril de 1968, pp. 169-217.
- Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, "Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva", en *Boletín de Supervisión y Fiscalización Bancaria del CEMLA*, mayo-agosto de 1997, pp. 26-46.
- Demsetz, Harold, "Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy", *Journal of Law and Economics*, 16, 1973.
- Demsetz, Harold, *Efficiency, Competition and Policy*, Blackwell, Cambridge, 1989.
- Eichengreen, Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen Inc., Nueva York, 1985.
- Fama, Eugene, "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, 1970.
- Foguel, Robert W., "Three Phases of Cliometric Research on Slavery and its Aftermath", *American Economic Review*, 65 (2), mayo de 1975.
- Foguel, Robert W., y Engerman, Stanley, "The Relative Efficiency of Slavery: A Comparison of Northern and Southern Agriculture in 1860", *Explorations in Economic History*, 8 (3), 1971.
- Friedman, Milton, "The Methodology in Positive Economics", en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953, pp. 3-43.
- García, Valeriano, y Álvaro Saieh, *Dinero, precios y política monetaria*, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1983.

- García, Valeriano, *El ABC (y la Z) de la economía*, El Cronista Comercial, Buenos Aires, 1986.
- García, Valeriano, y Suman Bery (eds.), "Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America", Washington, 1996, Banco Mundial, *Discussion Paper 360*.
- Giorgio, Luis Alberto, Banking Distress, *Crisis: Lessons From Selected Experiences in Latin America*, The World Bank, Washington, D. C., 1995.
- Greenaway, David; Bleaney, Michael e Ian Stewart (eds.), *A Guide to Modern Economics*, Routledge, Londres, 1996.
- Iannacone, Laurence R., "Introduction to the Economics of Religion", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVI, septiembre de 1998, pp. 1465-96.
- Miller, Merton H., *Financial Innovations and Market Volatility*, Blackwell, Cambridge, 1993.
- Leftwich, Richard, *Sistema de precios y asignación de recursos*, Editorial Interamericana, México, 1976.
- Ocampo, José Antonio, *El desafío de la transformación productiva con equidad*, Documento preparado para el seminario "Modelo y políticas de desarrollo: un tributo a Aníbal Pinto", Río de Janeiro, 22 de junio de 1998.
- Papageorgiou, D., A. Choksi y M. Michaely, *Liberalizing Foreign Trade in Developing Countries*, Banco Mundial, Washington, 1990.
- Pierce, Douglas, "Challenges to the Concept of Stock Market Efficiency", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, septiembre-octubre de 1987.
- Schultz, Theodore W., "The Value of Children: An Economic Perspective", *Journal of Political Economy*, vol. 81 n^o 2, marzo-abril de 1973.
- Seymour, Richard Arthur, *Un Poblador de las Pampas*, Córdoba, Argentina, 1995.
- Stigler, George Joseph, *The Theory of Price*, cuarta edición, The MacMillan, Co., 1987.

Este libro se terminó de imprimir durante marzo de 2000, en los talleres de Editorial y Comunicación, Río Sena nº 41-202, México, D. F., 06500. Se tiraron 1 000 ejemplares.

Valeriano F. García
Correo electrónico:
vgarcia@worldbank.org

Valeriano F. García se desempeña actualmente como Director Ejecutivo en el Banco Mundial.

Realizó estudios de postgrado en la Universidad de Chicago, donde obtuvo su doctorado en 1973. Fue profesor de economía e investigador en universidades de Argentina, Chile y en el CEMLA. Es experto en problemas de desarrollo de mercados de capitales y en las interrelaciones entre crisis bancarias y políticas macroeconómicas.

Es autor de numerosos ensayos y publicaciones relativos a regímenes cambiarios, mercados de capitales, estabilidad macroeconómica y reformas bancarias. Entre sus libros más destacados se cuentan "Dinero, precios y política monetaria" con Alvaro Saieh, (Buenos Aires, 1984), y el "El ABC (y la Z) de la economía" (Buenos Aires, 1988)

Desde 1987 reside en Washington con su esposa y sus cuatro hijos.