

# Régimen cambiario: un debate actual

DAVID IBARRA Y JUAN CARLOS MORENO-BRID\*

Sin duda, el mundo, después de borrar las fronteras comerciales, se encamina a eliminar las separaciones monetarias. El proceso ya está en marcha y parece que nos tomará de nueva cuenta impreparados. El acicate es la inestabilidad propia o contagiada del mundo que tiene agobiados, abrumados con incertidumbres, a los gobiernos y agentes económicos insertos en los mercados mexicano o latinoamericano. Incertidumbres que se han agudizado en los años recientes por la rápida e irrestricta movilidad del capital financiero mundial en montos que superan, por mucho, las reservas internacionales de la mayoría de países de la región. Y ante las respuestas insatisfactorias, contradictorias o utópicas de economistas y expertos, hay escapes a la irracionalidad o a curas milagrosas esperanzadoras.

En las circunstancias presentes, fijar por ley la paridad cambiaria suele expresar también una postura ideológica: la desconfianza cerval en las capacidades o en la buena fe de los gobiernos y la fe inquebrantable en las capacidades autocorrectivas y maximizadoras de los mercados. Ambos extremos son falsos. Existen intervenciones y regulaciones estatales indispensables, como hay desajustes peligrosos de mercados, ejemplificados en las múltiples crisis financieras de ayer y de hoy.

Los apologistas del mundo sin fronteras ven a la vuelta de la esquina la formación de una zona de integración monetaria entre los miembros del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Y todavía más sencilla consideran la creación de una junta monetaria, que elimine por siempre toda variación entre el peso y el dólar. El costo de ceder la soberanía monetaria se juzga pe-

queño. De ese modo, se sostiene, se cancelaría de tajo la inflación, las tasas de interés bajarían hasta situarse en niveles del Primer Mundo, la inseguridad sobre el tipo de cambio dejaría de empañar las decisiones de inversión, se abatirían los costos de transacción del comercio exterior y se sanearía, por fin, el debilitado sistema bancario.

Los casos de la moneda única europea y de la West African Monetary Union,<sup>1</sup> de las juntas monetarias de países como Bosnia, Brunei, Djibouti, Hong Kong, Estonia, Bulgaria, Lituania o Argentina,<sup>2</sup> se usan como pruebas contundentes de la viabilidad intrínseca de las propuestas de reforma monetaria, sin referencia alguna a las especificidades de cada caso. Lo que se deja de lado, sea por candidez, ignorancia o conveniencia, son los requisitos por llenar, los costos por pagar, a fin de asegurar de manera mínima el éxito de las propuestas.<sup>3</sup>

1. Creada en 1912 por las antiguas colonias británicas de Nigeria, Ghana, Sierra Leona y Gambia, fue por mucho tiempo modelo para el establecimiento de uniones monetarias. Éstas, hacia la década de los treinta, habían proliferado en colonias británicas en Asia, el Caribe y las islas del Pacífico. K. Schuler, "Should Developing Countries Have Central Banks?: Currency Quality and Monetary Systems in 155 Countries", *Research Monograph*, núm. 52, Institute of Economic Affairs, Londres, 1996.

2. S.H. Hanke *et al.*, *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform*, Routledge, Londres, 1993; S.H. Hanke, y K. Schuler, "Currency Boards and Their Relevance for Latin America", *World Bank Discussion Papers*, núm. 207, Banco Mundial, Washington, 1993, pp. 13-21; FMI, *World Economic Outlook*, Washington, 1997, y O.F. Humpage, y J.M. McIntire, "An Introduction to Currency Boards", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, 1995, pp. 2-11.

3. Véase el apéndice "Fluctuaciones económicas y régimen cambiario en Argentina".

\* Los autores son, respectivamente, decano del Comité Editorial de Comercio Exterior e investigador asociado del David Rockefeller Center for Latin American Studies, Universidad de Harvard <brid@fas.harvard.edu>.

Se comienza por analizar el caso de la junta monetaria o *currency board*. Su característica central es la obligación legal por parte de la autoridad monetaria de mantener reservas internacionales por encima del monto equivalente al total de monedas y billetes en circulación. Es decir, se trata de un sistema que desplaza y estrecha las funciones tradicionales de la banca central, hasta transformarla en simple caja de conversión, obligada a redimir sin límite cualquier pasivo monetario a la tasa de cambio estipulada y a prescindir de las funciones de prestamista de última instancia más allá de los límites impuestos por la cuantía de las reservas de divisas. Quiérase o no, es una forma radical, extrema, de volver al patrón oro, esto es, de congelar el tipo de cambio nominal cancelando su uso como instrumento de ajuste de los desequilibrios externos.<sup>4</sup> Dicha reorientación de la política cambiaria hacia la consecución exclusiva de la meta de estabilización interna ha probado, sin duda, ser eficaz para abatir la inflación, pero su éxito irremediamente se acompaña de pérdida progresiva de competitividad internacional de los productos exportables que, más temprano que tarde, estalla en una crisis de balanza de pagos. Por desmemoriados, en México hemos experimentado varias veces con la fijación del tipo de cambio nominal. En efecto, en los últimos 40 años, la evolución de la economía mexicana ha estado marcada por episodios en que la política macroeconómica tomó como objetivo prioritario — y a veces casi único — la eliminación absoluta de la inflación. Y en ese empeño, se fijó el tipo de cambio nominal peso-dólar en niveles que gradualmente fueron minando la capacidad de expansión del sector productor de bienes transables y, con ello, frenando el ritmo de crecimiento de la economía mexicana. En esos episodios la meta de crecimiento económico se vio perennemente subordinada a bajar la inflación anual a niveles de un dígito; estabilización que, además, no se logró más que de manera transitoria. A la postre, los resultados han sido desastrosos, al pasarse por alto la existencia de serios desequilibrios estructurales que, en vez de resolverse, se han agudizado y han tornado más difícil la inserción de la economía mexicana en una senda de alto y sostenido crecimiento.

La primera condición para crear y sostener una junta monetaria es contar con suficientes reservas en divisas para hacer frente a los compromisos de convertibilidad y ganar la necesaria credibilidad interna y externa.<sup>5</sup> El requisito no se llena fácilmente, si además del M-1 se añaden otros sustitutos cercanos de la moneda.<sup>6</sup> Más importante que lo anterior es el compromiso

4. De la misma manera que no existe flotación libre del tipo de cambio enteramente limpia, tampoco las cajas de conversión dejan por entero las funciones de prestamista de última instancia de la banca central (véase el apéndice).

5. Uno de los análisis recientes en torno a la conveniencia de renunciar explícitamente al uso futuro de ciertos instrumentos de política económica en aras de ganar credibilidad se encuentra en F. Giavazzi y M. Pagano, "The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility", *European Economic Review*, vol.32, junio de 1988, pp. 1055-1082.

6. El M-3 que incluye billetes, cuentas de cheques e instrumentos bancarios y no bancarios de corto plazo, ascendía a alrededor de

implícito, no sólo de ceder la autonomía monetaria, sino de subordinar la política fiscal al sostenimiento de la paridad fija que se convierte en el objetivo económico dominante. Dicho de otra manera, habría que subordinarlo todo a la fijación del tipo de cambio. Y si esto fue posible en los primeros años de vida del patrón oro, ello obedeció a la marginación política de buena parte de la población de la época y a la falta de esclarecimiento de las relaciones entre las reglas monetarias, de un lado, y el empleo y la actividad económica, de otro. Una vez que esas condiciones fueron desapareciendo, el patrón oro acabó quebrándose ante las tensiones emanadas de desequilibrios estructurales en los flujos de comercio internacional o de tensiones sociales internas.

En ese sistema, dependiendo de acontecimientos externos favorables o desfavorables, el gobierno tendría que expandir o contraer gastos e impuestos y modificar el nivel de actividad productiva a fin de conservar sin alteración el tipo de cambio nominal. A la vez, fácilmente podrían quedar contrapuestas la estrategia de crecimiento exportador o las demandas ya aplazadas de la población con respecto a los compromisos derivados del establecimiento de la junta monetaria.

Los márgenes de maniobra de la política económica gubernamental se angostaron cuando se desprendió de los instrumentos del proteccionismo, y lo hicieron aun más con la liberalización y la desregulación financiera, el debilitamiento de la banca de desarrollo y la eliminación de prácticamente toda política de fomento industrial.<sup>7</sup> En contraste, se debió atender simultáneamente a las múltiples metas sociales y a los complejíssimos problemas del tránsito entre la liberación económica y el proteccionismo intervencionista anterior. Hoy por hoy, buena parte del instrumental de acción estatal en materia de ajuste externo se reduce a la flotación más o menos libre del tipo de cambio o al uso de la tasa de interés que, por otro lado, también se quiere dejar en manos del mercado. Al fijar el tipo de cambio, la manipulación de la tasa de interés quedaría como el instrumento principal, casi único, del acomodo de las cuentas externas. En tal caso, la manipulación de los réditos en función de otros fines —facilitar el acomodo microeconómico de las empresas o sectores al régimen de competencia externa— resultaría frecuentemente imposible o incongruente.<sup>8</sup> Por eso, en la práctica se tiene que recurrir a la política fiscal o al uso de instrumentos casi proscritos como el encaje legal o los llamados cortos del Banco de México. En los hechos, el acomodo recaería en estos últimos instrumentos, ya que el uso de la política fiscal con fines de estabilización macroeconómica de corto plazo se ha vuelto particularmente difícil en México debido a la reducida participación del gasto

1.15 billones de pesos a diciembre de 1998, es decir, unos 110 000 millones de dólares.

7. David Ibarra, "¿Es aconsejable una política industrial en México?" *Examen*, núm. 66, noviembre de 1994, y F. Clavijo y J. Casar (eds.), "La industria mexicana en el mercado mundial: elementos para una política industrial", Serie Lecturas, *El Trimestre Económico*, núm. 80, Fondo de Cultura Económica, México, 1994.

8. Recuérdese aquí el viejo principio de Tinbergen: cada instrumento de política ha de estar asociado al cumplimiento de una y sólo una meta.

público en la actividad económica y los impedimentos estructurales para elevar la baja carga fiscal.<sup>9</sup>

La lógica de combatir la inflación mediante la apreciación del valor externo de la moneda y del alza de las tasas de interés, para atraer capitales con los cuales cerrar la brecha resultante de pagos foráneos, condujo a dejar en la indefensión a la banca y a la pequeña y mediana industria o agricultura. La baja en los precios —que no en todos sus costos— provocada por la brusca apertura externa, hizo imposible que muchos productores, sobre todo de bienes y servicios comerciables, honraran el servicio de sus préstamos. Las carteras de los bancos se deterioraron y la renovación de los créditos quedó suspendida.

Entre defender la paridad y defender a bancos y empresas, la política gubernamental optó por el primer camino hasta provocar la crisis de 1994-1995, cuando ninguna tasa de interés bastó al propósito de atraer el flujo necesario de ahorros externos. Esa línea de política transfirió y transferirá parte importante de los costos del acomodo estructural a la banca y a sus deudores, a la par de restar competitividad a los productores nacionales de bienes comerciables para exportación o para el mercado interno, esto es, contradecir el meollo de la estrategia de crecimiento hacia afuera. De hecho, las recientes crisis de divisas en Brasil, Ecuador y algunas de las economías asiáticas han puesto de relieve la futilidad —y los elevados costos sociales y económicos que entraña— de insistir en elevar tasas de interés internas en aras de defender paridades cambiarias sobrevaluadas; estas alzas a fin de cuentas agravan la pérdida de reservas internacionales, profundizan la recesión, postergan el ajuste de los precios relativos internos y, con ello, la reasignación de recursos hacia la producción de bienes comerciables. Y, finalmente, desembocan en depreciaciones cambiarias más drásticas de las inicialmente necesarias para corregir el desequilibrio de la balanza de pagos.

Los graves efectos que puede tener la elevada movilidad de los capitales internacionales ha llevado a analistas connotados, incluido el Fondo Monetario Internacional (FMI), a aceptar que algunas economías en desarrollo pueden beneficiarse con medidas que graven o restrinjan temporalmente la entrada de capitales financieros de corto plazo.<sup>10</sup> La experiencia chilena merece especial atención, pues mediante el establecimiento de medidas para gravar la entrada de capitales extranjeros de corto plazo lograron alterar la composición de dichos flujos sin necesariamente reducir su monto, así como aminorar de manera considerable el impacto negativo del llamado efecto tequila detonado por la crisis de balanza de pagos de la economía mexicana en 1994-1995. China ha controlado aun de manera más

estricta su cuenta de capitales, lo que le ha permitido aislarse bastante más de los efectos negativos de la volatilidad de los capitales externos que asolaron a las economías vecinas. Estas políticas y restricciones son casi el extremo opuesto al establecimiento de juntas y uniones monetarias, hoy vistas por otros como garantía de la estabilidad y el crecimiento económicos.

Puesto en términos distintos, condición subsidiaria del éxito de una caja de conversión es la de disponer de un sector bancario robusto —capaz, además, de no recurrir al banco central o al gobierno como prestamistas de última instancia— y de un segmento mayoritariamente sano de empresas que, en conjunto, absorban cargas y den credibilidad a la propuesta de cambio de las responsabilidades de la banca central. Piénsese por un momento si esos requisitos se satisfacen en el caso de México. ¿Habremos olvidado los episodios de 1976, 1982, 1994, cuando las crisis hacen erupción al tornarse imposible sostener una paridad cambiaria por no haberse creado las condiciones que le diesen permanencia, o los más recientes del salvamento bancario (Fobaproa)?<sup>11</sup>

Fijar el tipo de cambio equivale a descargar en el manejo de las tasas de interés parte de esa multiplicidad de funciones. Eso exigiría de precios y salarios flexibles, esto es, cualquier *shock* adverso en la balanza de pagos, que llevase a reducir el gasto interno, se acomodaría bajando precios y salarios a fin de mantener inalterada la paridad cambiaria nominal. Dadas las inercias en nuestros mercados laborales y las dinámicas de competencia monopólica en buena parte de los mercados de bienes, conseguir la reducción indispensable en los niveles de precios y salarios para asimilar el *shock* externo seguramente obligaría a una caída más severa y duradera en los niveles de producción y de empleo de la que hubiese sido necesaria en un régimen de flotación cambiaria. En consecuencia, la junta monetaria supondría mayores sacrificios de los trabajadores o de las pequeñas y medianas empresas —por la vía de baja de los precios y la cesión del acrecentamiento de su productividad—, es decir, equivaldría a poner un peso aún más injusto de los sacrificios de los acomodos macroeconómicos en esos dos segmentos de la economía y la población.

Obsérvese, además, que hoy en día tampoco se satisfacen otras dos exigencias vertebrales para la fijación del tipo de cambio. La primera se asocia al desequilibrio no resuelto, sino más bien agudizado, en las cuentas externas.<sup>12</sup> La liberación del comercio internacional, junto a ventajas innegables, ha tenido el defecto de debilitar los nexos interindustriales internos y, por consiguiente, acrecienta la propensión a importar insumos, bie-

9. Entre los miembros de la OCDE, la economía mexicana se caracteriza por tener una de las más bajas cargas tributarias como proporción del PIB. OCDE, *OECD Economic Surveys 1997-98: Mexico*, París, 1998.

10. P. Krugman, "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune Investor*, 7 de septiembre de 1998, y M. Ul-Haq, I. Kaul y I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Oxford, 1996.

11. No está por demás recordar que Argentina, no obstante su junta monetaria, hubo de recurrir al apoyo del Banco Mundial a fin de evitar el colapso de buena parte de su sistema bancario a raíz del llamado efecto tequila.

12. J.C. Moreno-Brid, "México: crecimiento económico y restricción de la balanza de pagos", *Comercio Exterior*, vol. 48, núm. 6, pp. 478-486, México, junio de 1998, y *Trade Liberalization and Import Demand in Mexico*, mimeo., David Rockefeller Center for Latin American Studies, Universidad de Harvard, 1998.

nes de capital y artículos de consumo. El alza de dicha propensión a importar es preocupante, pues no obstante el notable empuje exportador de diversas ramas de la industria de transformación —favorecida por el TLCAN—, se sigue siendo incapaz de generar las divisas necesarias para financiar el crecimiento robusto y sostenido de la economía mexicana sin presionar la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por eso, el estrangulamiento de pagos, mal endémico de la economía mexicana, ha resucitado con fuerza inusitada. Así lo demuestra el hecho de que las compras foráneas se expandan en términos reales a un ritmo que casi triplica el ascenso del producto, poniendo un límite estrecho (3-4 por ciento anual) a la tasa sostenible de crecimiento de la economía. Y crecer a 3 o 4 por ciento no resuelve el problema de absorción de la fuerza excedente de trabajo, ni haría compatible el crecimiento de la productividad con la difusión de los beneficios del desarrollo. Entonces, una vez descartados los instrumentos del proteccionismo, sólo queda adoptar el sistema de paridades flexibles o usar (con los riesgos mencionados) la tasa de interés para corregir los desajustes crecientes de la balanza de pagos, aunque haya costos expresados en la mayor variabilidad de los precios.<sup>13</sup>

Acéptese o no, aliviar de verdad el estrangulamiento externo supone emprender el fortalecimiento de los componentes nacionales en la producción. No basta el crecimiento de las exportaciones; hay que sustituir con eficiencia dosis crecientes de compras foráneas a fin de sanear las cuentas externas y hacer que la estrategia de crecimiento hacia afuera sea la locomotora de la economía y del empleo nacionales. No se trata de plantear utopías. Japón y los tigres asiáticos, sin perjuicio de su inserción externa, lograron por décadas y por esa vía el equilibrio de sus cuentas externas e incluso acumular enormes reservas de divisas. El desempeño de la economía de China, apoyado en políticas similares, ha logrado sistemáticamente elevadas tasas de inversión y de expansión de la actividad productiva.

El segundo requisito, también difícil de cumplir, consiste en igualar la inflación interna a la de nuestros principales socios comerciales.<sup>14</sup> Aunque el establecimiento de una junta monetaria podría ayudar indirectamente a ese propósito —al crear expectativas favorables—, se quedaría corta en resolver de raíz el problema. México se enfrenta a deficiencias que tornan escabroso reducir el alza de precios por vertientes distintas a las del bajo crecimiento económico o el desempleo.<sup>15</sup> No sólo es que hay

13. Aghevi *et al.*, *Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues*, FMI, Occasional Paper, núm. 78, Washington, 1991; M. Obstfeld, "International Currency Experience New Lessons and Lessons Relearned", *Brookings Papers in Economic Activity*, núm. 1, 1995, pp. 119-220, y P. Garber y L. Svensson, "The Operation and Collapse of Fixed Exchange Rate Regimes", en G. Grossman y K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. III, Elsevier Science B.V., 1995, pp. 1865-1912.

14. En 1998 la inflación en México resultó alrededor de 10 veces superior a la de Estados Unidos.

15. En Argentina, si bien bajaron inicialmente las tasas de interés, quedaron en un nivel elevado (11% en términos reales en el segundo semestre de 1998), en tanto que el déficit comercial asciende

inflexibilidades en los mercados de trabajo o de productos, o que la fabricación de artículos no comercializables internacionalmente tienda a registrar productividades menores y precios mayores —con respecto al sector sujeto a la competencia externa— que empujan al alza la inflación. Por igual, la transición hacia una estrategia de crecimiento hacia afuera supone enormes transferencias de recursos y empleo de los sectores decadentes a las nuevas actividades dinámicas de la economía, la exportación, esencialmente. Esa misma estrategia somete a las empresas a una inmisericorde disciplina de competencia que las obliga a abatir costos, empleo y remuneraciones o invertir en equipo moderno, y obliga a los trabajadores a aceptar mayor inestabilidad en los empleos o ceder privilegios adquiridos. Todo ello no se logra de manera instantánea, toma tiempo en concretarse, enfrenta rigideces y entraña la aparición de actitudes defensivas de sectores, empresas, sindicatos o trabajadores que pierden en la mudanza del modelo. Las alzas en los tipos de cambio, en las tasas de interés, la supresión de subsidios o, en general, la alteración de los precios relativos que acompañan inevitablemente a los cambios en marcha, suelen encontrar resistencias, a la par de traducirse en movimientos dispares de precios y remuneraciones que alteran de manera significativa la distribución del ingreso.<sup>16</sup> Por eso, uno de los lubricantes de la transición económica reside en aceptar tasas inflacionarias algo mayores a un dígito que transfieren poco a poco ingresos entre sectores y agentes económicos, suavizando las tensiones sociales y productivas subyacentes.

En virtud de los conflictos entre objetivos y de esas fallas estructurales o transicionales en un mundo donde pueden desplazarse casi instantáneamente enormes masas de recursos líquidos, son de dudar las capacidades nacionales de fijar de modo permanente el tipo de cambio nominal. Los bancos centrales no sólo resienten el desmoronamiento de su credibilidad en cuanto a su disciplina para combatir la inflación, sino también sobre su capacidad de resistir las presiones desestabilizadoras de los flujos externos de capitales.<sup>17</sup> Establecer, entonces, una caja de conversión invita a ataques especulativos semejantes al que afectó a la economía mexicana en 1994-1995 o al que deprime a Brasil en los momentos actuales.<sup>18</sup> Por lo demás, esa misma decisión equivale a ponerse una camisa de fuerza: el costo de volver atrás

a más de 6 000 millones de dólares. CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, 1998. Resguardar la paridad ciertamente exigiría en el año en curso reducir de modo significativo la tasa de desarrollo, mientras se acrecienta la deuda externa.

16. David Ibarra, *¿Transición o crisis?*, Aguilar, México, 1996.

17. Aquí cabe recordar que uno de los elementos torales en el establecimiento de los tipos de cambio ligados a una moneda principal (*pegged exchange rates*) del sistema de Bretton Woods es la existencia generalizada de controles a los movimientos de capitales. La liberación financiera ha cambiado radicalmente esa situación y explica el crecimiento del número de países que adoptan el sistema de flotación libre de los tipos de cambio.

18. B. Eichengreen *et al.*, *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates*, University of California, Berkeley, 1994; P. Krugman, *Cu-*

o de alterar la paridad con posterioridad sube exponencialmente al trastocar de raíz esperanzas fundadas o infundadas de los agentes económicos.

En el mejor de los casos, congelar la tasa de cambio generaría ganancias temporales al reducir incertidumbre, tasas de interés o ritmos de inflación. Pero a la larga, mientras no maduren curas a los desequilibrios estructurales, será ilusorio y costoso pretender el anclaje radical de la paridad cambiaria en una caja de conversión. En aras de esa pseudoestabilidad es muy posible que se sacrifiquen crecimiento y empleo a la espera de que los aumentos de productividad logren el saneamiento de las cuentas externas y la reconstrucción del sector productivo nacional.<sup>19</sup> Ése sería un camino lento, escabroso, acaso inviable, por cuanto multiplicaría las pérdidas de ingreso y de producciones, mientras se acelerarían con certeza los procesos de marginación e ingobernabilidad y a la postre se caería con alta probabilidad en nuevas crisis de pagos.

Es lamentable que sean inasequibles curas milagrosas o soluciones inmediatas a las inestabilidades que plagan las relaciones económicas con el exterior y que obstaculizan el proceso fluido de formación de capital. Los descuidos en la transición al patrón globalizado de desarrollo del país nos enfrentan a una enorme tarea aplazada: la reconstrucción productiva e institucional que está lejos de haberse finiquitado. Y, de otra parte, también hacen falta regulaciones de alcance internacional o nacional a los flujos desestabilizadores de capitales de corto plazo que magnifican las crisis financieras recientes. Las insuficiencias del marco institucional legado de Bretton Woods que sustenta —pues dista de regular— la dinámica de los flujos comerciales y financieros mundiales han polarizado los enfoques en materia de política cambiaria que han de seguir las economías en desarrollo. Por un lado, se sostiene que el régimen de flotación libre —o administrada flexiblemente— es la única opción compatible con la enorme volatilidad de los flujos financieros internacionales. Desde esta óptica se reconoce que la variabilidad del tipo de cambio no es una situación ideal para economía alguna pero se estima que, en el sistema internacional de pagos vigente, las opciones carecen de viabilidad e implican imponer costos sociales y económicos demasiado onerosos a la población en caso de *shocks* externos adversos.

En el lado opuesto están quienes, como se dijo, ven en la inestabilidad cambiaria el obstáculo principal al desarrollo económico y consideran que su superación bien vale la pérdida de independencia monetaria y cambiaria. Así, recomiendan establecer una junta monetaria o de manera más extrema emprender una unión monetaria que conduzca al uso irrestricto del dólar como moneda única en la región. Escudriñar esa posibilidad todavía más radical de establecer una zona de integración monetaria con

Estados Unidos y acaso Canadá conduce de inmediato a considerar la viabilidad y las exigencias preparatorias de semejante objetivo, aparte de hacer imperativo corregir los desequilibrios estructurales ya mencionados.<sup>20</sup>

Sin duda la economía mexicana ha ido conformando una creciente integración en sus transacciones comerciales y financieras con Estados Unidos. Más de 80% de las exportaciones e importaciones se realiza con el vecino del norte. Asimismo, una vasta proporción de la inversión extranjera directa procede de allá. A la vez, las reformas macroeconómicas instrumentadas en México a partir de 1985, en parte motivadas por la crisis internacional de la deuda y el colapso del mercado petrolero mundial, han ensanchado su plataforma exportadora de manera considerable. De depender casi en exclusiva de los hidrocarburos, ahora el ingreso de divisas proviene fundamentalmente de las exportaciones de manufacturas. Este éxito exportador se extiende a casi todas las ramas de actividad de las manufacturas mexicanas.

Si bien hay terreno por avanzar en el sentido de que el grueso de las exportaciones se concentra en relativamente pocas empresas y ramas, la reinserción dinámica de la economía mexicana en los mercados globales es innegable e irreversible. La internacionalización se refleja, también, en el mayor contenido importado en la producción manufacturera nacional. El coeficiente de importaciones en el consumo aparente del mercado mexicano ha aumentado en todas las ramas industriales, sobre todo los mayores insumos y productos terminados provenientes de Estados Unidos. La creciente interacción comercial y financiera entre ambas economías es el elemento que algunos grandes empresarios exportadores ya subrayan como criterio suficiente para proceder de inmediato a establecer una unión monetaria con Estados Unidos. Sin embargo, tal conclusión se apoya en bases endeble. La conformación de tal proyecto viable exigiría alcanzar mayor armonía y concordancia en las dinámicas de funcionamiento de las dos economías. Prerrequisitos que, de no darse, acabarían convirtiéndola en un ejercicio fallido y costoso.

Acaso convenga tomar a título ilustrativo el proceso de formación de la Unión Monetaria Europea. Ahí el objetivo medular, quizás no siempre explicitado pero bien reconocido, ha sido el de formar los cimientos de una comunidad política de naciones que volviese a colocar a Europa en la cima económica del mundo. En América del Norte, tal *desideratum* no ha estado presente o al menos no se ha establecido como marco político de referencia por ninguna de las partes.

En lo que toca al manejo monetario y de los tipos de cambio, durante muchos años (desde fines del decenio de los setenta)

*rences and Crises*, MIT Press, Cambridge, 1992, y P. Agenor y P.R. Flood, "Macroeconomic Policy, Speculative Attacks and Balance of Payments Crises", en F.van der Ploeg (ed.), *The Handbook of International Macroeconomics*, Basil Blackwell, Oxford, 1994.

19. O. Blanchard, y P. Muet, "Competitiveness, Through Disinflation", *Economic Policy*, núm. 10, 1993, pp. 11-56.

20. Sobre el caso de una eventual unión monetaria binacional México-Estados Unidos y las repercusiones que tendría en la economía mexicana, Gary Becker y James Tobin —ambos premios Nobel de economía— tienen posiciones radicalmente encontradas. El primero considera decididamente que su efecto sería favorable y el segundo señala que "tener una tasa de cambio fija, especialmente en países pequeños, es uno de los más grandes y ridículos errores". *Milenio*, México, 8 de febrero de 1999, p. 44.

Europa ha ensayado sistemas de coordinación de políticas, concretados en la creación del Sistema Monetario Europeo y del Mecanismo de Tasas de Cambio.<sup>21</sup> La siguiente fase consistió en precisar, negociar y establecer criterios estrictos de convergencia en las políticas económicas que hicieran factible constituir una zona de integración monetaria con una moneda común, así como construir las necesarias instituciones colectivas que asumirían las funciones de la banca central en una comunidad de naciones.

En 1990, se dio el primer paso de suprimir todas las restricciones todavía en vigor a los movimientos de capitales entre los países de la comunidad. En 1994 se creó el Instituto Monetario Europeo como embrión del banco central comunitario. A comienzos de 1999 quedaron fijas las paridades externas de los países y comenzó la vida de la moneda común y del Sistema Europeo de Bancos Centrales.<sup>22</sup>

Las reformas institucionales señaladas se acompañaron de enormes esfuerzos de armonización en las estrategias económicas que también tardaron años en fructificar. El primer criterio estipula que los índices de precios al consumidor no deben exceder de 1.5 puntos porcentuales del promedio de los tres países de menor inflación (entre México y Estados Unidos ese diferencial alcanzó 17 puntos en 1998). En segundo término, la tasa de interés del papel gubernamental de largo plazo no debe ser superior a dos puntos del promedio de esos tres mejores países europeos (la comparación México-Estados Unidos arrojaría discrepancias enormes: mayores a 20 puntos en el caso de las tasas activas). Mejor posición se observa al comparar los criterios europeos sobre el déficit fiscal (no más de 3% del producto) y los de México (1.5% en 1998) o Estados Unidos (superávit). En cuarto lugar, la deuda bruta total de los gobiernos europeos no ha de exceder de 60% del producto, criterio que por lo pronto satisfaría México aun incorporando los pasivos del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (en total, alrededor de 50% del producto). Por último, los países han de mantener el tipo de cambio dentro de las bandas del Sistema Europeo de Cambios por lo menos durante dos años, previos a la Unión, sin incurrir en devaluación.

A lo anterior, se añaden normas comunitarias que aseguran —ya se dijo— la libre movilidad de los capitales, facilitan en mayor grado la de la mano de obra y una carta común de derechos sociales. El propio Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento donde se sintetizan las disposiciones señaladas adiciona mecanismos de supervisión y vigilancia de las políticas de convergencia con señalamiento de sanciones.<sup>23</sup>

21. Por supuesto, las acciones encaminadas a la formación de la zona europea de integración tienen casi medio siglo de haberse comenzado a impulsar. En el terreno monetario baste recordar la creación en 1950 de la Unión Europea de Pagos.

22. D. Begg, *The Design of EMU*, Working Paper 97/99 del Fondo Monetario Internacional, Washington, 1997. Véanse, además, B. Eichengreen y J. Frieden (eds.), *Forging an Integrated Europe*, University of Michigan Press, 1998, y M. Obstfeld, "Europe's Gamble", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, 1997, pp. 241-300.

23. Apenas iniciada la vida de la moneda única ya se perfilan nuevas exigencias de coordinación de políticas. Una se refiere a atender

Por simple comparación, es fácil concluir que todavía está lejos la posibilidad de instaurar una zona monetaria con Estados Unidos, por cuanto no están especificados ni negociados los objetivos, los pasos a dar, los tiempos necesarios para satisfacer las metas que se establezcan, ni los arreglos institucionales necesarios. En la práctica, acercar rápidamente y sin preparación los parámetros de la economía mexicana a los estándares que privan en Estados Unidos supondría tal vez caer en otro doloroso proceso de ajuste que se sumaría a los experimentados en los últimos dos decenios.

En una zona de integración monetaria que abarque a varios países, el empleo y el ritmo de la producción de las economías deficitarias depende de la voluntad de las economías superavitarias a inflar; de otra suerte, el ajuste tendría que hacerse bajando producción y ocupación en las economías deficitarias.<sup>24</sup> De aquí se infiere que sólo un verdadero milagro haría subir *ex profeso* los precios norteamericanos hasta lograr un equilibrio estable de la balanza de pagos mexicana, incluidas las transacciones con terceros países.

Además, no hay garantía alguna de que, en caso de alcanzarse la equiparación de las tasas de inflación de México y Estados Unidos, el logro no fuese simplemente temporal. En efecto, los procesos inflacionarios en economías en desarrollo suelen tener causas profundas que van más allá de la mera influencia de los precios externos ajustados por las modificaciones del tipo de cambio. Entre ellas cabe señalar las pugnas distributivas, los desequilibrios fiscales, el comportamiento diferencial en la evolución de la productividad en distintas ramas de actividad, así como inercias en las prácticas de fijación de precios y tarifas. Esos factores pueden impedir el sostenimiento de tasas de inflación convergentes en una unión monetaria, aun suponiendo que se pudiese partir de plataformas inflacionarias similares. De persistir el encarecimiento de los productos mexicanos a un ritmo más acelerado que el de los competidores, una cotización fija peso-dólar obligada por la unión monetaria agudizaría el desequilibrio comercial y terminaría detonando una crisis de divisas. En tales circunstancias, la unión monetaria sería un lastre para el sector productor de bienes comerciables y llevaría a ampliar el desempleo y subempleo, así como el cierre de muchas empresas en el país.

Ojalá se hubiesen anticipado los costos de la brusca apertura externa o de la liberación financiera, no para rehusar la incorporación al nuevo orden económico mundial, sino para habernos preparado mejor, con mayor cuidado y sin una distribución monstruosamente desigual de los costos del cambio. Ojalá se haya

las divergencias de los países en su posición cíclica. Aquí la baja en las tasas de interés puede ayudar a algunos países, pero sobrecalentar las economías de otros. De aquí se infiere la dificultad de que las políticas fiscales en escala nacional puedan actuar contracíclicamente y a la vez guardar los otros criterios de convergencia. De la misma manera, surgen apremios por flexibilizar los mercados de trabajo a fin de facilitar la creación de empleos, pero se enfrentan resistencias opuestas al debilitamiento de los estados benefactores nacionales.

24. Por lo demás la adopción del dólar como signo monetario implicaría una pérdida fiscal en México.

aprendido la lección para no tropezar con la misma piedra en materia monetaria. Adviértase que los desequilibrios que surgirán después de la formación de la unión postulada resultarían más difíciles de corregir por la renuncia a usar los instrumentos de la política monetaria interna y externa (tipo de cambio) y por acotaciones severas a los márgenes de maniobra de la política fiscal.

Esas últimas consideraciones obligan a subrayar profundas diferencias entre las economías estadounidense y mexicana. La más obvia es la del tamaño económico y la del peso político. De ahí se sigue que los acomodos institucionales habrían de tener lugar no en el lado norteamericano, sino al sur de la frontera. Es ilusorio pensar en que la Reserva Federal modificase sus enfoques para dar prelación a los problemas específicos de México.<sup>25</sup> En particular, parece irrealista formar un régimen de libre movilidad de mano de obra en la zona de integración monetaria a fin de facilitar el equilibrio en los mercados de trabajo y los ajustes regionales ante diversos fenómenos económicos (como se tienen en la Comunidad Económica Europea y entre las distintas regiones de Estados Unidos).

Conviene recalcar que ninguna economía en desarrollo —al margen de su política monetaria y cambiaria— está aislada del efecto de cambios bruscos en el entorno internacional que modifiquen, repentina y sustancialmente, la demanda por sus productos de exportación o su acceso al mercado de capitales internacionales. En consecuencia, por más creíble que resultase una futura unión monetaria binacional, su establecimiento no garantiza que la economía mexicana dejará de enfrentar *shocks* externos que la obligarán a corregir tan rápido como sea posible los precios relativos de los bienes comerciables *versus* los no comerciables. El tipo de *shocks* externos que se enfrenten y la eficacia en modificar los precios relativos (en esencia el tipo de cambio real) afectarán los niveles de actividad productiva y empleo nacionales. Y, eso mismo, sería prueba de la viabilidad y de la fortaleza de las instituciones de la unión monetaria.

En efecto, desde Mundell se sabe que la absorción de los choques externos se facilita cuando tienen efectos simétricos en todas las regiones de la zona de integración monetaria.<sup>26</sup> De ser éstos divergentes, hay riesgo de rompimiento de la unión o diferencias notorias en la distribución de los costos de los acomodos resultantes. Entre México y Estados Unidos abundan las asimetrías que tornarían arduo formar una zona de moneda única.<sup>27</sup> Mientras el dólar sea la principal moneda de reserva, Estados Unidos cuenta con un financiamiento permanente y automático de sus déficit comerciales que lo liberan de la obligación de equilibrar sus cuentas externas. El resto del mundo se ve for-

zado a absorber esos diferenciales, sea acrecentando sus tenencias de moneda estadounidense o acomodando expansivamente su política económica. El ajuste en el caso mexicano tendría que lograrse sea con endeudamiento externo —dentro de márgenes acotados— o reduciendo crecimiento y empleo, o mediante una combinación de ambos caminos, sobre todo ante las imperfecciones en la integración de los mercados de capitales, mercaderías y de trabajo entre ambos países.

No se trata de la única asimetría; hay muchas más. Una alteración brusca en las cotizaciones internacionales del petróleo afecta de modo casi inverso a las economías de México y Estados Unidos. En el primero, produce menores ingresos fiscales<sup>28</sup> y en divisas que se traducen en acotar el crecimiento asequible y en inducir políticas deflacionistas, mientras en el segundo los efectos serían prácticamente los contrarios. Y otro tanto podría afirmarse de las repercusiones de las depreciaciones recientes del Sudeste Asiático sobre el comercio y los flujos financieros hacia México *vis a vis* Estados Unidos. En nuestro país, el costo de estos acomodos, que en sí mismos tienden a deteriorar el bienestar de la gran mayoría de la población, podría potenciarse por las rigideces que la unión monetaria impondría *a fortiori* en la modificación de los precios relativos de los bienes comerciables y no comerciables.

Junto a la movilidad de los factores de la producción en Estados Unidos, hay otros medios compensatorios que tienden a reducir el efecto de fenómenos depresivos sean de orden regional o nacional. Ésa es la función de los seguros de desempleo, los mecanismos fiscales, la cobertura de los sistemas de protección a la salud o de otros sistemas específicos de ayuda a zonas deprimidas o afectadas por circunstancias adversas. En Europa no sólo existen disposiciones todavía más avanzadas, sino que hay vías comunitarias de apoyo a regiones atrasadas o deprimidas dentro de la zona de integración. En México se carece de esos regímenes compensatorios, y el grueso de los sistemas de seguridad social apenas amparan al grupo minoritario de los trabajadores del sector moderno de la economía.

El debate inesperadamente amplio que han provocado las propuestas sobre la unión monetaria de América del Norte o la creación de una junta monetaria, más que la solidez de los argumentos, refleja, como se dijo, dogmatismos ideológicos o simplemente la desesperación de empresarios, banqueros y hasta trabajadores por encontrar remedios pronto a la inestabilidad financiera y de precios de la economía mexicana. Las realidades son, sin embargo, tercas. Si se quiere alcanzar ese objetivo —cuestión en sí misma debatible frente a otras prioridades nacionales—, habría que trabajar, crear las condiciones consensuales para lograrlo, en vez de sentarse a la espera de un milagro, contentarse con acciones de relumbrón insostenibles al corto andar o ensayar copias extralógicas de otros países. Hoy por hoy, el sistema de flotación del tipo de cambio no parece enfrentar alternativa mejor, menos costosa. Sin duda, la cuantía y la enorme


25. Greenspan señaló hace poco que la Reserva Federal sirve exclusivamente a Estados Unidos.

26. R. Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, septiembre de 1961, pp. 657-664, y P. Kenen, "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en R. Mundell y A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.

27. C. Monticelli y L. Papi, *European Integration, Monetary Coordination and Demand for Money*, Clarendon Press, Oxford, Inglaterra, 1996.

28. La asimetría de un choque petrolero es aguda dada la fuerte dependencia de los ingresos del sector público mexicano de los impuestos a los hidrocarburos.

movilidad de los flujos de capital en el mundo sin fronteras explica los múltiples intentos fallidos en reconstruir un sistema

estable de tipos de cambio, sujetos sólo a ajustes discontinuos por razones de índole estructural. 

## APÉNDICE

### Fluctuaciones económicas y régimen cambiario en Argentina

**T**odavía no es claro si el régimen cambiario argentino ha sido útil para cancelar un proceso inflacionario agudo o si representa una vía para asegurar el crecimiento sostenido. El punto de partida del establecimiento de la caja de conversión monetaria en Argentina fue en extremo favorable. Por un lado, se apoyaba en un consenso social amplísimo en cuanto a abatir la hiperinflación. Por otro, el grado inicial de monetización de la economía resultaba anormalmente bajo, es decir, establecía exigencias reducidas en materia de reservas en divisas.

Los primeros resultados (1991-1994) fueron muy favorables. La inflación se abatió de 1 300% a menos de 4%; el producto creció a razón de 7% anual; las tasas de interés (reales) activas se redujeron de 43 a 17 por ciento, pero siguieron siendo muy altas. Sin embargo, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos varió de un saldo negativo de 650 millones a otro mayor a 10 000 millones de dólares; asimismo, la notable expansión de los créditos y depósitos del sistema bancario (desregulación financiera) se apoyó en el flujo de ahorros volátiles de corto plazo del exterior que a la postre provocó el deterioro de la calidad de las carteras de las instituciones de crédito.

En 1995, ante las repercusiones de la crisis mexicana, el panorama se alteró en profundidad. El producto cayó 5%, la tasa de desempleo subió alrededor de 50% (17.5% de la fuerza de trabajo) con respecto al año anterior; se contrajeron más de 90% los ingresos de capitales foráneos, ocasionando pérdidas de reservas de casi un tercio y serios problemas de iliquidez bancaria.

El régimen cambiario argentino apenas resistió el embate de la crisis de 1995 y tuvo que recurrir a muchos de los viejos expedientes de la banca central. Al efecto, se reinstaló un sistema de seguros a los depósitos, el Banco Central ejerció funciones de prestamista de última instancia —impropias de una caja de conversión— y se redujeron los encajes legales y los intereses penales a los bancos incumplidos. El gobierno y el Banco Central tomaron préstamos en el exterior por 7 300 millones de dólares con el fin de reconstituir reservas y apoyar a la banca. Aun así, el sistema financiero acrecentó las deudas morosas, debiendo cerrar sus puertas alrededor de 25% de las instituciones bancarias.

Así se configura un régimen de convertibilidad sucia, alejado del publicitado ajuste automático de los sistemas de caja

de conversión cuando se enfrentaron riesgos mayores de desplome de la economía y singularmente de la quiebra del sistema bancario.

Las recuperaciones económicas de 1991-1994 y de 1996-1998 se explican en función de los siguientes factores: estabilización de precios; acrecentamiento de la inversión —apoyada en el flujo de capitales externos—, y expansión del comercio exterior, principalmente al mercado del Cono Sur. Sin embargo, la economía argentina no ha ganado inmunidad ante los *shocks* externos, ni resuelto las fallas estructurales básicas que provocan los procesos repetitivos de *stop and go*, característicos de los países latinoamericanos. Más específicamente, el estrangulamiento externo parece haberse acentuado en los últimos años, financiándose los déficit con endeudamiento externo creciente. La disponibilidad de crédito foráneo (en 1997 los ingresos netos de capitales alcanzaron la cifra sin precedente de 13 000 millones de dólares) facilitó la reactivación económica reciente (tasa de crecimiento de 5.6% anual). Con todo, un nuevo ciclo recesivo y de problemas financieros se inició en el segundo semestre de 1998 y dominará el panorama económico del año en curso debido a las repercusiones de la reciente crisis brasileña. Como en 1995, los pronósticos señalan otro ejercicio de desarrollo negativo de la economía argentina, con dificultades para obtener financiamiento externo suficiente, deterioro del sistema financiero y tensiones políticas en ascenso.

En síntesis, la convertibilidad cambiaria en Argentina está lejos de haber resuelto por sí misma los ciclos desestabilizadores de las economías emergentes o las fallas estructurales del sistema económico nacional. Ante *shocks* externos, las autoridades inducen mecánicas de ajuste que afectan sobre todo a las variables reales —producción, empleo, ingreso— y que luego inducen cambios en la estructura y el nivel de los precios, según la flexibilidad de los diversos mercados.

El ciclo de origen interno nace de las desviaciones entre la tasa real de crecimiento y la tasa sostenible determinada por el juego del acrecentamiento de las exportaciones frente a la elasticidad-ingreso importadora, atenuado o acentuado por el mayor o menor acceso al financiamiento externo. La combinación de las perturbaciones de origen externo o interno se traduce en fenómenos que suelen producirse de manera procíclica sin que el régimen de tipo de cambio fijo altere medularmente los factores causales fundamentales, por más que en el corto plazo fortalezca la confianza, al subrayar la decisión del gobierno en sostener a cualquier costo la convertibilidad monetaria.