
Políticas monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles

••••• GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO*

La desregulación financiera mundial ha generado abundancia —aunque en extremo volátil— en las finanzas internacionales. Los países en desarrollo se enfrentan al reto de aprovechar esos recursos para acelerar su crecimiento y transformar sus economías.¹ Sin embargo, las políticas económicas aplicadas en México para arraigar al capital han conducido hasta ahora a un crecimiento fuertemente cíclico, regresivo en la distribución del ingreso y con altos costos en términos de endeudamiento público, pese a que el Estado ha equilibrado sus finanzas y retraído su participación en la economía.²

La estrategia, basada en el ofrecimiento de elevadas tasas reales de interés en condiciones de apertura externa y desregulación financiera, arroja dos efectos perniciosos. Por una parte, promueve una sobrevaluación del tipo de cambio, que deteriora la cuenta corriente de la balanza de pagos y expone al país a ataques especulativos contra su moneda;³ por otra, induce a los bancos a fondearse en el exterior, con lo que asumen mayores riesgos, erosionan su solvencia y debilitan el sistema de pagos.⁴ En México, esas desventajas se agravan por las imperfecciones

del mercado financiero que han conducido a un endeudamiento excesivo con fines de estabilización monetaria.⁵

En este trabajo se abunda en las oportunidades y los retos que presenta el actual marco institucional de los mercados financieros internacionales para que México crezca con mayor equidad y estabilidad. Sin desconocer los compromisos internacionales adquiridos por el país en lo tocante a apertura comercial y libre movimiento de capitales, se plantean algunos cambios necesarios en las políticas monetaria, cambiaria y fiscal para lograr aquel propósito. Asimismo, se esbozan las características de un sistema de crédito en especie, complementario del crédito bancario tradicional, que permitiría amortiguar la inestabilidad económica ocasionada por la volatilidad del financiamiento externo sin generar presiones en la cuenta corriente de la balanza de pagos.⁶ Este recurso se orientaría a reducir los riesgos sistémicos en el mercado financiero derivados de contracciones del ingreso y que resultan costosos al erario nacional, así como difíciles de revertir.

LIMITANTES EXTERNOS PARA UN CRECIMIENTO ESTABLE

En el último cuarto de siglo, la desmonetización del oro y la desregulación del crédito han conducido a una rápida expansión de los recursos financieros internacionales. De 1971 a 1996, los activos externos de los bancos comerciales de todo

1. J. Kregel, "Capital Flows, Globalization of Production and Financing Development", *UNCTAD Review*, Ginebra, 1994.

2. A. Huerta, *Carteras vencidas, inestabilidad financiera*, Editorial Diana, México, 1997.

3. J. Cambiaso, "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", *Monetaria*, enero-marzo de 1993.

4. E. Correa, "Apertura financiera y crisis bancaria", en G. Mántey y N. Levy (comps.), *Desorden monetario mundial y sus efectos en el sistema financiero mexicano*, ENEP Acatlán-UNAM, en prensa, 1998, y G. Kaminsky, S. Lizondo y C.M. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45, núm. 1, marzo de 1998.

5. G. Mántey, "Desregulación financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la producción", *Problemas del Desarrollo*, núm. 107, octubre-diciembre de 1996.

6. J. López y G. Mántey, *Employment Policies in an Open Semi-industrialized Economy: Reflexions on the Mexican Economy*, ponencia

el mundo pasaron de 149 a 8 300 billones de dólares, es decir, aumentaron 55 veces. La colocación anual de bonos internacionales, que en 1973 era de menos de nueve billones de dólares, en 1996 superó los 710 billones: se incrementó 78 veces. Desafortunadamente, la desregulación financiera y la desvinculación del sistema monetario internacional de un activo externo de reserva dieron lugar a un fuerte aumento de la variabilidad de los tipos de cambio y las tasas de interés, que estimulan la inversión especulativa en detrimento de la productiva.⁷

De 1973 a la fecha, el ritmo de crecimiento del ingreso en los países industrializados descendió a casi la mitad del registrado durante el decenio de los sesenta (de 4.9 a 2.6 por ciento anual), lo que dificulta la valorización de los activos financieros generados. Debido a ello y a las innovaciones tecnológicas que permiten la rápida y económica transferencia internacional de fondos, la movilidad del capital especulativo ha aumentado y se ha constituido en el principal factor desestabilizador de las balanzas de pagos, tanto en los países en desarrollo como en los industrializados.

Dado que las estructuras institucionales en que se apoyan las relaciones financieras internacionales son producto de los equilibrios de poder entre las naciones más industrializadas que difícilmente pueden modificar los países de menor desarrollo,⁸ éstos han de considerarlas como una restricción a su desarrollo en el corto y mediano plazos. Ello significa que sus estrategias de crecimiento han de construirse sobre la base de un ingreso de capital externo potencialmente abundante, pero muy volátil. La propuesta que se presenta en este ensayo busca adaptarse a este entorno institucional.

DEPENDENCIA DEL CAPITAL EXTERNO PARA EL DESARROLLO

Una estrategia de crecimiento con equidad implica necesariamente una política de generación de empleo. En México, al igual que en muchos otros países, el crecimiento de éste se vincula de manera estrecha con la acumulación de capital fijo (véase la gráfica 1). La inversión es el principal determinante del crecimiento del ingreso y también de la productividad de la mano de obra.

cia presentada en el Fifth Workshop on Post-Keynesian Economics, celebrado en Knoxville, Tennessee, del 25 de junio al 1 de julio de 1998.

7. E. Correa, *Desregulación financiera mundial y reformas al sistema monetario internacional*, ponencia presentada en el Encuentro sobre la Reforma al Sistema Monetario Internacional ante la Globalidad, auspiciado por el Centro Latinoamericano de la Globalidad, el Instituto de Investigaciones Económicas y la Facultad de Economía de la UNAM, en la Ciudad de México el 13 de octubre de 1997; J. Dillon, *Turning the Tide: Confronting the Money Traders*, Ecumenical Coalition for Economic Justice, Canadian Centre for Policy Alternatives, Ottawa, 1997, e I. Grabel, "Crossing Borders: A Case for Cooperation in International Financial Markets", en G. Epstein, J. Graham y J. Nembhard (eds.), Temple University Press, 1993.

8. A. Buirra, *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*, CEMLA Estudios, México, 1994.

G R Á F I C A 1

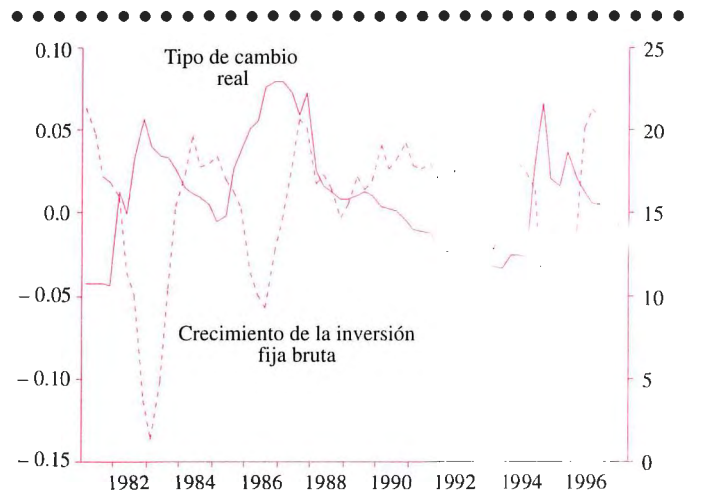
VARIACIÓN MEDIA DE LOS TRABAJADORES AFILIADOS AL IMSS Y CRECIMIENTO MEDIO DE LA INVERSIÓN FIJA BRUTA ANUAL, 1981-1996



El fomento de la acumulación de capital productivo en economías en desarrollo abiertas y financieramente desreguladas como la mexicana plantea un conflicto de objetivos de política económica por varias razones. En primer lugar, porque este gasto se ve alentado cuando otras formas de inversión ofrecen bajos rendimientos, en particular cuando la adquisición de activos financieros en moneda extranjera genera pocas ganancias; esto sucede cuando el tipo de cambio real tiende a bajar (por ejemplo, la moneda interna se aprecia respecto a la extranjera), como se observa en la gráfica 2.

G R Á F I C A 2

TIPO DE CAMBIO REAL Y CRECIMIENTO MEDIO DE LA INVERSIÓN FIJA BRUTA, 1981-1996



En segundo lugar, porque una caída en el tipo de cambio real deteriora de manera inevitable la cuenta corriente de la balanza de pagos, al restar competitividad a las exportaciones y abaratar las importaciones. En tercer lugar, porque dado que el contenido importado del gasto de inversión es superior al promedio de la demanda final, un aumento del gasto de inversión hace que el deterioro de la cuenta corriente sea aún más rápido. Por tanto, es preciso que una política de fomento de la inversión en condiciones de apertura comercial y financiera vaya acompañada de incentivos al ingreso de capital externo a fin de financiar el desequilibrio comercial que habrá de generar.

VOLATILIDAD DEL CAPITAL EXTERNO Y POLÍTICAS PARA ARRAIGARLO

La desregulación financiera, en escalas internacional y nacional, ha conducido a un acortamiento de los plazos de los instrumentos de deuda que dificulta el fondeo de la inversión productiva.⁹ La variabilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio desincentiva el financiamiento de largo plazo¹⁰ y obliga a los países en desarrollo a asumir los riesgos de la elevada movilidad del capital internacional que se materializan en crisis cambiarias y financieras.

Para arraigar al capital foráneo, los países en desarrollo de ingresos medios han adoptado un conjunto de políticas que siguen los lineamientos de los organismos multilaterales de financiamiento y los gobiernos de las economías más avanzadas. Esta estrategia para el desarrollo muestra las siguientes características: elevadas tasas reales de interés; inflación controlada y estabilidad cambiaria; desregulación económica, en especial de los servicios financieros; finanzas públicas equilibradas; amplios programas de privatización de empresas y servicios públicos, y protección fiscal a la reserva de divisas mediante la colocación de montos elevados de deuda gubernamental titulada.

Dado que la inflación en países en desarrollo se encuentra muy vinculada a la evolución del tipo de cambio,¹¹ y considerando que la estabilidad cambiaria es un requisito indispensable para

atraer capital externo, la sobrevaluación de la moneda ha formado una parte esencial de esta estrategia de crecimiento,¹² aunque no siempre se reconoce de manera explícita.

Las políticas monetarias restrictivas, aplicadas al tiempo que se desregulan los mercados de crédito y valores, han conducido a un mayor endeudamiento público por varios motivos: han elevado las tasas reales de interés, y con ellas el servicio de la deuda pública interna, y la excesiva creación de dinero bancario privado se ha tenido que esterilizar con colocación de valores gubernamentales con atractivos rendimientos. Al caso mexicano se agrega que la estructura oligopólica del mercado bancario ha permitido que los bancos mantengan tasas de interés sobre depósitos por abajo de las tasas de equilibrio del mercado (por ejemplo, las tasas de los Cetes), lo que obliga al gobierno a realizar un mayor esfuerzo para arraigar al capital foráneo.¹³

A corto plazo, esta estrategia para captar recursos externos ha sido muy exitosa. En países como México, los altos rendimientos reales pagados por valores gubernamentales, la austeridad en el gasto público, la estabilidad cambiaria y la apertura de sectores estratégicos de la economía (banca, seguros, infraestructura, telecomunicaciones) a la inversión extranjera han atraído capitales en volumen suficiente para financiar los desequilibrios de la cuenta corriente e incluso permitir una importante acumulación de activos internacionales. Esta última ha contribuido, a su vez, a infundir confianza entre los inversionistas extranjeros, aunque sólo por breve tiempo, pues el endeudamiento de corto plazo para solventar el deterioro de la cuenta corriente ha alcanzado con rapidez el nivel de las reservas e inducido ataques especulativos contra la moneda.

Este modelo de crecimiento, basado en el aprovechamiento del abundante pero volátil financiamiento internacional que caracteriza a la época posterior a Bretton Woods, muestra una clara inviabilidad a mediano plazo. En lo tocante al equilibrio de la balanza de pagos, la sobrevaluación cambiaria, en la que se apoya la contención de la inflación, ocasiona el deterioro de la cuenta corriente, sin que sea posible evadir este resultado con medidas tendientes a desviar el gasto en importaciones, pues la liberalización comercial es parte fundamental de esta estrategia.

Por otra parte, el endeudamiento público puede tornarse excesivo, en particular cuando la moneda se enfrenta a ataques especulativos recurrentes, y el sistema de pagos requiere apoyo gubernamental.

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y FRAGILIDAD BANCARIA

La desregulación y las innovaciones financieras, no sólo en los países en desarrollo sino también en los industrializados, han tendido a generar fragilidad en los intermediarios bancarios. Los nuevos productos financieros ocultan los riesgos que

9. N. Levy, "Efectos de la desregulación financiera sobre el fondeo de la inversión productiva en México: del crecimiento a la inestabilidad", en G. Mántey y N. Levy (comps.), *Desorden...*, op. cit.

10. I. Grabel, "Fast Money Noisy Growth: A Noise-led Theory of Development", *Review of Radical Political Economics*, vol. 25, núm. 3, 1993.

11. D. Felix, "Suggestions for International Collaboration to Reduce Destabilizing Effects of International Capital Mobility", *Working Paper*, núm. 13, Washington University in St. Louis, Department of Economics, febrero de 1993; L. Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Books Inc., Nueva York, 1983; N. Lustig, "Del estructuralismo al neo-estructuralismo: la búsqueda de un paradigma heterodoxo", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 23, marzo de 1988, y J.L. Alberro y D. Ibarra, "Programas heterodoxos de estabilización: presentación", *Estudios Económicos*, número extraordinario, octubre de 1987.

12. J. Cambiaso, op. cit.

13. G. Mántey, "Desregulación financiera...", op. cit.

entrañan¹⁴ y las actividades de supervisión se adaptan con retraso, a menudo después de experiencias negativas.¹⁵

En condiciones de apertura al exterior, la desregulación financiera implica que los bancos tienen libertad para gestionar sus activos y sus pasivos dentro y fuera de las fronteras nacionales. La transición de un sistema bancario regulado a otro liberalizado se suele manifestar en un incremento rápido del multiplicador del crédito y en un mayor fondeo de los bancos en el exterior. La gráfica 3 muestra estas dos tendencias en el caso mexicano.

Estos dos fenómenos aumentan los riesgos cambiario y sistémico que asumen los bancos. Una depreciación cambiaria imprevista, cuando la exposición en moneda extranjera es elevada, precipita una crisis de iliquidez y puede llevar al intermediario hasta la insolvencia. Los ejemplos abundan en las recientes crisis financieras del Sudeste Asiático¹⁶ y en la mexicana de 1994.¹⁷

No obstante lo grave que puede llegar a ser el riesgo cambiario asumido por un banco, sus efectos destructivos no son comparables a los del riesgo sistémico que sigue a la devaluación monetaria. Los efectos recesivos de ésta destruyen la capacidad de pago de los deudores y el valor de mercado de los activos dados como colateral de los préstamos; esto sucede al tiempo que los pasivos bancarios se incrementan por efecto de la depreciación cambiaria.

Ambos procesos consumen en poco tiempo el capital contable de las instituciones monetarias, que suele ser muy pequeño con relación al valor nominal de los activos que administran (menor a la décima parte).

Las cifras sobre los efectos de la crisis cambiaria mexicana de 1994 ilustran la magnitud relativa de estos dos riesgos: en tanto la exposición en moneda extranjera de los bancos comerciales era de 23 000 millones de dólares al finalizar ese año y las pérdidas cambiarias significaron aproximadamente 63 000 millones de pesos, la reducción acumulada del valor de su cartera —que no se ha podido detener a pesar de los programas de saneamiento emprendidos— representa actualmente una cifra superior a 500 000 millones de pesos.

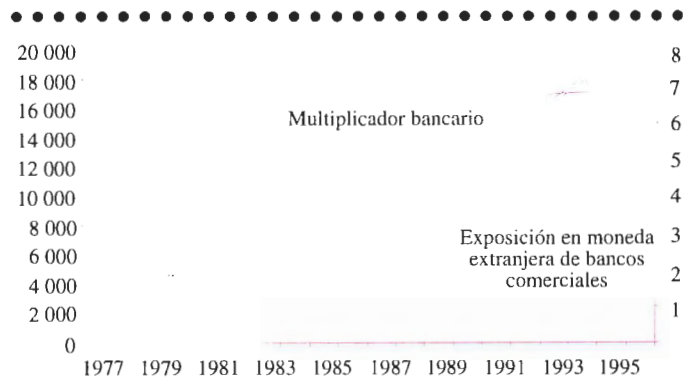
14. J. Kregel, *Derivatives and Global Capital Flows: Applications to Asia*, ponencia presentada en el Seminario Internacional sobre Reforma Financiera, Crecimiento Económico y Globalización: México en la Perspectiva Internacional, organizado por la Universidad Autónoma Metropolitana, en la Ciudad de México del 6 al 8 de abril de 1998.

15. R.J. Phillips, "Rethinking Bank Examinations: a Minsky Approach", *Journal of Economic Issues*, vol. XXXI, núm. 2, junio de 1997.

16. R. Wade y F. Veneroso, "The Asian Crisis: the High Debt Model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex", *New Left Review*, núm. 228, marzo-abril de 1998; M. Feldstein, "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, marzo-abril de 1998; Ch. Sussangkarn, "Thailand's Debt Crisis and Economic Outlook", Thailand Development Research Institute, Internet, mayo de 1998, y J. Kregel, *Derivatives and Global...*, op. cit.

17. I. Manrique, "Banca universal en México", en G. Mántey y N. Levy (comps.), *Desorden...*, op. cit.

G R Á F I C A 3 EXPOSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA¹ DE LOS BANCOS COMERCIALES Y MULTIPLICADOR BANCARIO, 1981-1997 (MILLONES DE DÓLARES)



1. Pasivos menos activos en moneda extranjera.

FINANZAS PÚBLICAS EQUILIBRADAS Y ENDEUDAMIENTO GUBERNAMENTAL

Pese a que descansa en un saneamiento inicial de las finanzas públicas, el modelo de crecimiento descrito conduce a elevados niveles de endeudamiento gubernamental. En primer lugar, la deuda pública interna tiende a crecer por las operaciones de esterilización que lleva a cabo el banco central para estabilizar la balanza de pagos. Más adelante, cuando la inestabilidad cambiaria empieza a manifestarse, el endeudamiento público externo aumenta por las garantías gubernamentales que exige la banca internacional para sostener las líneas de crédito interbancarias. Por último, cuando la crisis cambiaria se presenta y el riesgo sistémico se materializa en el crecimiento incontenible de la cartera vencida, la deuda pública alcanza su máximo incremento como resultado del rescate bancario.

No obstante los altos costos fiscales y sociales que esta secuencia de eventos ocasiona, no existe en la estrategia un elemento estabilizador que pudiera evitar su recurrencia. Por el contrario, la actual inestabilidad financiera en México, con la repetición de condiciones de fragilidad en el sector externo, la elevada exposición en moneda extranjera de los bancos en el corto plazo¹⁸ y un problema no resuelto de cartera vencida, indica que el proceso de debilitamiento de las estructuras financieras tiende a profundizarse.

Es obvio que la acumulación de deuda pública en cada crisis financiera limita la capacidad del gobierno para enfrentar la siguiente, es decir, para inducir la recuperación que pudiera reducir el riesgo sistémico resultante de la contracción en la actividad económica.

18. De acuerdo con cifras del FMI, los pasivos en moneda extranjera de los bancos comerciales mexicanos a principios de 1998 excedían por 10 400 millones de dólares a sus activos externos, lo que equivalía a 36% de la reserva de divisas del país.

IMPERFECCIONES DEL MERCADO FINANCIERO MEXICANO

Una parte del endeudamiento en que ha incurrido el gobierno mexicano con este modelo de desarrollo se debe a la segmentación del mercado financiero nacional, que permite a los intermediarios bancarios pagar a los depositantes tasas de interés inferiores a las de un mercado competitivo.

En México, como se sabe, la colocación de valores gubernamentales se hace en un mercado mayorista donde sólo participan los intermediarios financieros, quienes los adquieren por subasta. El público en general sólo puede poseerlos por medio de inversiones institucionales administradas por los intermediarios. Esto, evidentemente, presenta barreras a una sana competencia en la captación de recursos del público.

La segmentación del mercado de valores gubernamentales respecto al mercado de depósitos bancarios ha permitido que, tras la liberalización de las tasas de interés en 1988, las correspondientes a los depósitos en la banca comercial hayan disminuido respecto a las de otros instrumentos de ahorro como los Cetes y el papel comercial (véase la gráfica 4), contra el supuesto de la teoría de la desregulación.¹⁹

La resistencia de los bancos a pagar rendimientos competitivos a los ahorradores ha podido permanecer no sólo por la segmentación del mercado de valores gubernamentales, sino por la desregulación del movimiento internacional de capitales que ha provocado que estos intermediarios se fondeen en el exterior a bajas tasas de interés. Esta práctica ha permitido a la banca comercial evadir las restricciones que establece el banco central mediante la tasa de fondeo interno y le ha proporcionado elevados rendimientos, al prestar los recursos en el mercado interno con amplios márgenes de intermediación.

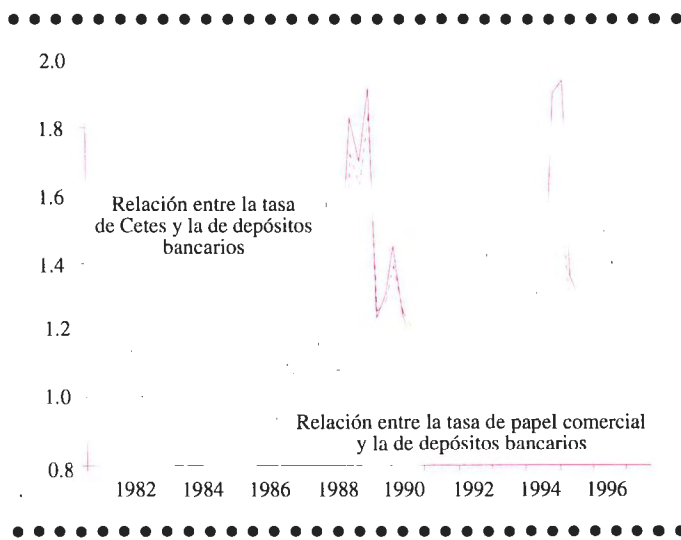
El ingreso de intermediarios externos al mercado bancario nacional no ha contribuido a corregir la distorsión de las tasas de interés. Las filiales de bancos extranjeros han desistido de competir con los bancos mexicanos ofreciendo tasas de interés más atractivas en préstamos y depósitos y han preferido competir desde el mercado interbancario interno de divisas, donde tienen capacidad de liderazgo al disponer de líneas de crédito de sus matrices.

Las imperfecciones en el mercado financiero mexicano han tenido severas consecuencias en el costo fiscal (y social) de la estrategia de crecimiento. La falta de competitividad de la banca comercial ha sido un obstáculo para atraer ahorro interno al sistema financiero institucional, lo que conduce inevitablemente a compras de activos financieros denominados en moneda extranjera. Los recursos reales captados por la banca comercial están en declive desde 1995 (véase la gráfica 5). El esfuerzo para retener los capitales en el país ha correspondido al gobierno mediante la colocación de valores, aun cuando sus finanzas son

19. R.I. McKinnon, *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA Estudios, México, 1974; M.J. Fry, "Models of Financially Repressed Developing Economies", *World Development*, vol. 10, núm. 9, 1982, y J.G. Gurley y E.S. Shaw, "Financial Aspects of Development", *American Economic Review*, septiembre de 1955.

G R Á F I C A 4

RELACION ENTRE LAS TASAS DE LOS CETES Y EL PAPEL COMERCIAL Y LOS DEPÓSITOS BANCARIOS, 1981-1997

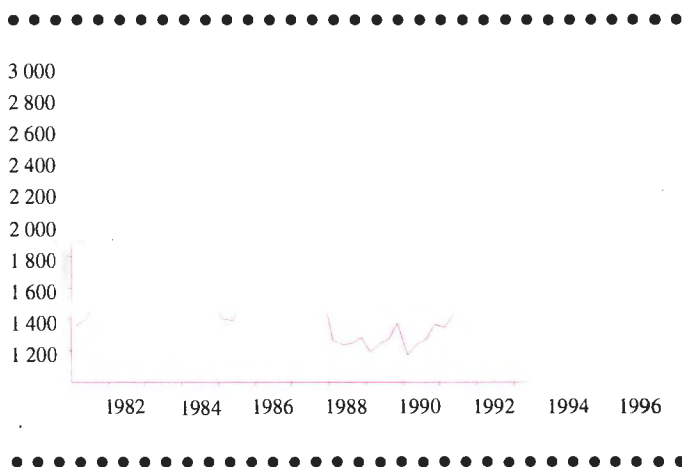


saludables. El costo fiscal de los recursos captados por estas operaciones —las cuales, al depositarse en el banco central, crean un crédito interno neto negativo— constituye un subsidio virtual a la acumulación de reservas internacionales.

Al estar limitada la captación de recursos internos por el bajo nivel de las tasas de depósitos, la banca comercial ha tenido que sostener su rentabilidad con la elevación del multiplicador del crédito, la ampliación de los márgenes de intermediación y la asunción de riesgos cambiarios por su fondeo en el exterior. Los bancos han compensado parcialmente estos elementos, que tienden a generar fragilidad financiera, mediante las tenencias de valores gubernamentales en sus carteras, lo cual les permite ob-

G R Á F I C A 5

RECURSOS REALES CAPTADOS POR LA BANCA COMERCIAL, 1981-1996



tener un ingreso neto sin riesgo, como efecto de los diferenciales entre las tasas de rendimiento que reciben de aquéllos y las tasas que pagan a sus clientes por los depósitos.

Así, la competencia oligopólica en el mercado bancario ha llevado a una desintermediación financiera. La recuperación de la actividad económica, tras la crisis de 1994, se ha realizado a pesar del sistema bancario, no con su ayuda. Actualmente, la acumulación de capital fijo por las grandes empresas, de acuerdo con datos de la Bolsa Mexicana de Valores, se lleva a cabo fundamentalmente con recursos propios.

EL FOBAPROA Y EL FUTURO DE LA BANCA COMERCIAL EN MÉXICO

Resulta difícil anticipar cuál será el resultado del rescate bancario por medio de la transformación de los activos del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) en deuda pública; son impredecibles en particular los cambios institucionales que este delicado asunto puede inducir como resultado de las fuerzas políticas que influyen en su solución. No obstante, es posible afirmar que, al margen de la fórmula negociada que surja para normalizar la operación bancaria, la continuidad en la práctica desregulada de las instituciones monetarias, de acuerdo con la normatividad vigente, agravaría la fragilidad que ya muestran éstas y ocasionaría un mayor deterioro de la deficitaria cuenta corriente de la balanza de pagos.

La sustitución de bonos gubernamentales no negociables por títulos negociables inyectaría liquidez a los bancos e incrementaría el crédito. Éste sin duda estimularía la actividad económica, pero tendría dos desventajas en las actuales condiciones de la economía: acentuaría el desequilibrio de la balanza comercial, al incrementar la demanda de importaciones, y contribuiría a la fuga de capitales, al no haber tasas de interés competitivas en el sistema bancario capaces de retener los nuevos ahorros generados.

En lo que sigue se presenta una propuesta para sustituir la estrategia de crecimiento seguida por el gobierno mexicano durante el último decenio. Aprovechando las oportunidades que brinda la acelerada expansión del financiamiento internacional, pese a su acentuada volatilidad, la alternativa que se propone se orienta a impulsar un crecimiento sostenido del ingreso. Las políticas que la integran son compatibles con los compromisos internacionales asumidos por el país en lo tocante a la apertura comercial y al libre movimiento de capitales.

UNA ESTRATEGIA ALTERNATIVA DE CRECIMIENTO CON FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO VOLÁTILES

La aguda inestabilidad financiera, experimentada en los noventa tanto en los países en desarrollo como en los industrializados, ha estimulado la investigación sobre los determinantes de las crisis cambiarias y la posibilidad de anticiparlas a fin de aplicar medidas correctivas de manera oportuna.

Los estudios empíricos indican, con acusada consistencia, que entre las variables que con mayor antelación y precisión permiten pronosticar una crisis cambiaria figuran la sobrevaluación del tipo de cambio y el incremento del multiplicador del crédito.²⁰ La desregulación financiera, se reconoce en varios de esos estudios, es un importante indicador de riesgo, lo mismo que el incremento en la participación del endeudamiento público externo en el endeudamiento externo total del país.²¹

A la luz de estos trabajos, queda claro que algunos elementos de la estrategia de crecimiento utilizada por el gobierno mexicano durante el último decenio son inadecuados. Los ejemplos más notables son el control de la inflación mediante la sobrevaluación cambiaria, la desregulación del crédito y el endeudamiento público externo con fines de estabilización monetaria, que fueron piezas fundamentales del modelo de desarrollo.

La política alternativa de desarrollo se basa en los siguientes principios rectores:

i) Establecer un tipo de cambio que asegure la competitividad del país en el comercio internacional.

ii) Realizar los cambios institucionales necesarios para que el Banco de México ejerza plenamente su autonomía, sin depender de la protección gubernamental a su reserva de divisas.

iii) Construir un marco institucional que mantenga la fortaleza del sistema financiero ante vaivenes en el financiamiento externo de corto plazo.

iv) Mantener los compromisos internacionales adquiridos respecto a la apertura comercial y al libre movimiento internacional de capitales.

v) Instrumentar una política de desarrollo industrial orientada al fortalecimiento del sector externo, que aproveche los incentivos que ofrecerá el modelo institucional que se propone en el sector financiero.

Mantenimiento de un tipo de cambio competitivo

El compromiso de mantener un tipo de cambio competitivo tiene dos propósitos importantes: a) evitar los ciclos especulativos que se generan ante el deterioro de la cuenta corriente y conducen de manera inevitable a crisis cambiarias, con sus secuelas de recesión, fragilidad de las instituciones financieras y sobreendeudamiento público,²² y b) generar un estímulo permanen-

20. G. Kaminsky, S. Lizondo y C.M. Reinhart, *op. cit.*

21. J.A. Frankel y A.K. Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41, noviembre de 1996.

22. C. Díaz-Alejandro, "Adiós represión financiera. ¡Qué tal, crac financiero!", en L. Bendesky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, CEMLA-Banco de España, México, 1991; R. Dornbusch, "Stabilization Policies in Developing Countries: What Have we Learned?", *World Development*, vol. 10, núm. 9, 1982, y J.C.R. Dow, "Proceso financiero e incertidumbre, y consecuencias para el poder del banco central", en L. Bendesky (comp.), *op. cit.*

te al fortalecimiento de las exportaciones y la sustitución de importaciones. El sostenimiento de un tipo de cambio competitivo, como una política de Estado, eliminaría una parte importante de la incertidumbre en proyectos de inversión orientados a generar ahorros de divisas.

Sostener un tipo de cambio competitivo puede llegar a ser incompatible con el objetivo de mantener una inflación de un dígito pues, como ya se ha visto, en México el nivel de precios se vincula estrechamente a la evolución del tipo de cambio nominal. En este sentido, la estrategia propuesta difiere de los modelos convencionales de política monetaria en que asigna al abatimiento de la inflación una menor ponderación y otorga mayor peso a otros objetivos, como el mantenimiento de una balanza comercial sana y un sistema financiero solvente.

Lo anterior no significa que el banco central abandone su objetivo de controlar la inflación; lo que se pretende es que impida que los instrumentos empleados para abatirla lesionen los otros dos objetivos señalados, como suele suceder cuando el instrumento usado es el tipo de cambio nominal. Al respecto, es preciso apuntar que, en las actuales condiciones de excesivo crecimiento del financiamiento internacional, el régimen de flotación no garantiza un tipo de cambio de equilibrio para la cuenta corriente, como se ha podido observar en México desde 1995.

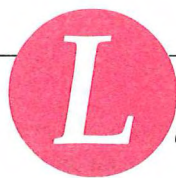
Integración del mercado de valores gubernamentales y plena autonomía del Banco de México

Remover los obstáculos a una sana competencia en la banca comercial entraña abrir el mercado de valores gubernamentales al pequeño inversionista y retirar la protección fiscal a la reserva de divisas del Banco de México.²³ La apertura de un mercado minorista de valores gubernamentales induciría a los intermediarios bancarios a ofrecer rendimientos competitivos por los depósitos que reciben del público y reorientar sus actividades en busca de mayores volúmenes de operación, en lugar de apoyar su rentabilidad en la ampliación de márgenes.

La demanda minorista de títulos del gobierno tendería a elevar sus precios, por lo que se reducirían las tasas de rendimiento y se generarían ahorros fiscales en el servicio de la deuda pública interna.

El aumento de las tasas de interés sobre depósitos bancarios, por su parte, reduciría la presión sobre el banco central para colocar deuda gubernamental con fines de estabilización monetaria por dos razones: a) el sistema bancario sería capaz de retener una parte mayor de ahorro interno y externo, y b) los intermediarios financieros exigirían menor cantidad de títulos gubernamentales como reservas secundarias, una vez que los diferenciales entre los rendimientos de éstos y las tasas de depósitos se redujeran.

La apertura del mercado de valores gubernamentales reduciría el monto y el servicio de la deuda pública interna, pero tam-



*La aguda inestabilidad
financiera,
experimentada en los
noventa tanto en los
países en desarrollo
como en los
industrializados, ha
estimulado la
investigación sobre los
determinantes de las
crisis cambiarias*

bién mermaría la eficacia del principal instrumento de regulación monetaria que ha empleado el Banco de México en la última década. En su lugar, el banco central tendría que utilizar con mayor autonomía la tasa interbancaria y el sistema de "cortos" o bien volver a modelos de control cuantitativo, como el encaje legal.

Dado que la transición a un sistema bancario más competitivo podría dar lugar a fuertes fluctuaciones de las tasas de interés internas, con sus efectos desestabilizadores en el mercado cambiario y la demanda interna, la estrategia que se propone opta por restablecer ciertas medidas de regulación cuantitativa y cualitativa del crédito que fueron exitosas en México en el pasado.

Un punto esencial de la nueva política monetaria, sin embargo, sería lograr la plena autonomía del banco central. Esto implica que al igual que se prohíbe a este instituto financiar al gobierno federal por encima de cierto límite, también se prohíba a éste otorgar financiamiento especial a aquél (por encima de los depósitos constituidos con fines de regulación monetaria) a fin de sostener de manera artificial un nivel adecuado de reservas internacionales. Por tanto, el crédito neto del banco central al gobierno podría llegar a ser negativo sólo en casos excepcionales.

23. G. Mántey, "Desregulación financiera...", *op. cit.*

Re-regulación del crédito

La costosa experiencia mexicana con la desregulación del crédito iniciada a mediados del decenio pasado, en particular la elevada tenencia de valores gubernamentales que registra actualmente la banca comercial, como resultado de los programas de saneamiento de cartera, lleva a suponer que un funcionamiento adecuado de los intermediarios monetarios requiere cierto grado de limitación a la expansión del crédito.

Se sabe que el manejo de las tasas de interés por medio de operaciones de mercado abierto puede ser insuficiente para controlar la creación de dinero bancario, pues existen categorías de préstamos (hipotecarios, tarjetas de crédito) cuyas demandas son considerablemente inelásticas a las tasas de interés.²⁴ Por otra parte, los márgenes tan amplios de intermediación con que operan los bancos mexicanos (resultantes de las referidas imperfecciones de mercado), junto con los problemas de selección adversa y riesgo moral asociados a las altas tasas de interés activas, hacen que ese instrumento de la política monetaria sea poco eficaz para regular la liquidez interna.

El acelerado crecimiento del multiplicador del crédito, que se asocia a los programas de desregulación de los servicios financieros, se reconoce como un importante indicador de la aproximación de crisis cambiarias.²⁵ Este hallazgo, sin embargo, difícilmente puede emplearse para tomar medidas preventivas cuando un banco central ha renunciado a utilizar los instrumentos tradicionales de la política bancaria (redescuento, encajes, fijación de algunas tasas de interés) y descansa exclusivamente en el ejercicio de la política monetaria por medio de mecanismos de mercado.²⁶

Las operaciones de mercado abierto, aun cuando se lleven a cabo en mercados bancarios competitivos, tienen la desventaja de que proporcionan un remedio muy general, y cuando una crisis de liquidez comienza a manifestarse en algún sector específico del mercado financiero, la medicina de carácter general puede ser insuficiente para aliviar la situación del intermediario o los intermediarios afectados.²⁷ En estas condiciones, otros instrumentos de regulación del crédito son más eficaces y menos costosos en términos de los objetivos que persigue el banco central. En concreto, los encajes y el redescuento permi-

ten aplicar correctivos en las áreas precisas donde se inicia el problema de liquidez; este tipo de medidas y cierta discrecionalidad de la autoridad monetaria en la fijación de algunas tasas de interés han mostrado cualidades que protegen a los sistemas bancarios de la selección adversa y el riesgo moral.²⁸

En la situación actual del sistema bancario mexicano, el retorno a un régimen de encaje legal tendría varias ventajas. En primer lugar, impediría que volviera a presentarse un sobreendeudamiento de las empresas y los hogares, sobre todo cuando el problema del Fobaproa quedara resuelto y los bancos incrementarían su liquidez con la sustitución de los actuales bonos gubernamentales (no negociables) por valores negociables. En segundo lugar, permitiría que una parte de la cartera restructurable del Fobaproa permaneciera como reserva legal durante un tiempo prudente, lo que contribuiría a revalorizar esos activos financieros y reduciría el costo fiscal del rescate bancario.

Por último, habría que considerar la conveniencia de sustituir los bonos gubernamentales no negociables por depósitos en el banco central. Dado que dichos bonos —que actualmente posee la banca comercial como resultado de la cesión de cartera al Fobaproa— representan una proporción de sus activos totales muy parecida a la de sus tenencias de valores gubernamentales en el régimen de encaje legal a fines de los setenta, el regreso a este sistema de regulación podría evitar el compromiso de amortizar una parte de esa deuda gubernamental.

Con base en las anteriores consideraciones, la estrategia para el crecimiento estable que se propone prevé tres medidas de política monetaria: a) restablecimiento del sistema de encaje legal; b) ampliación del redescuento a un mayor número de títulos privados, y c) fijación de tasas de interés a algunos instrumentos bancarios en caso de que las medidas para eliminar las barreras a la entrada al mercado de valores gubernamentales no bastaran para elevar las tasas de depósitos bancarios a niveles competitivos.

La ampliación del redescuento ofrecería a los bancos una fuente de liquidez rápida y económica y los induciría a apoyar actividades prioritarias, condicionando su acceso a este recurso. En este punto, la política monetaria se vincularía con una política de desarrollo industrial orientada al ahorro de divisas. Las facilidades del redescuento se extenderían para incluir las deudas y las participaciones de capital de empresas cuyas actividades generen una balanza de divisas superavitaria. Los márgenes de intermediación y los plazos de los préstamos a estas entidades también podrían flexibilizarse con base en el logro de metas cuantificables de exportación o de sustitución de importaciones.

Un aspecto importante de la nueva estrategia es la regulación del fondeo externo de los bancos y de su exposición en moneda

24. J. Toporowski, *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash*, Edward Elgar, Aldershot, 1993, e I. Grabel, "Fast Money...", *op. cit.*

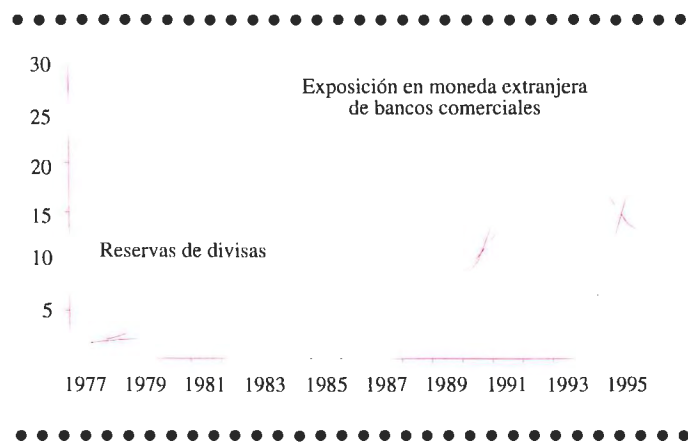
25. G. Kaminsky, S. Lizondo y C.M. Reinhart, *op. cit.*

26. M.G. Goodfriend y G. King, "Desregulación financiera, política monetaria y banca central", en L. Bendesky (comp.), *op. cit.*

27. H.P. Minsky, *Central Banking and Money Market Changes: A Reprise*, ponencia presentada en las reuniones de la American Economic Association, en Dallas, del 28 al 30 de diciembre de 1984; F.S. Mishkin, "Preventing Financial Crises: an International Perspective", *The Manchester School*, vol. LXII, suplemento, 1994, y J. Kregel, "Minsky's 'Two Price'. Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting versus Open Market Intervention", en S. Fazzari y B. Papadimitriou (eds.), *Essays in Honour of Hyman Minsky*, E. Sharpe, Armonk, 1992.

28. P. Arestis y P. Demetriades, "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", *The Economic Journal*, núm. 107, mayo de 1997, y V. Galbis, *Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo*, CEMLA Ensayos, México, 1981.

G R Á F I C A 6

RESERVAS DE DIVISAS Y EXPOSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA DE LOS BANCOS COMERCIALES, 1977-1996¹ (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

extranjera. Durante el último decenio las instituciones monetarias han tendido a evadir las medidas restrictivas de la política monetaria interna y fondearse en los mercados internacionales. Al prestar estos recursos en moneda nacional, los bancos han ampliado sus márgenes de intermediación, pero a costa de un elevado riesgo cambiario, como se aprecia en la gráfica 6.

La regulación del fondeo externo de los bancos residentes no sólo permitirá retener el control del sistema nacional de pagos, sino que generará bases más sanas para la competencia entre intermediarios nacionales y extranjeros.²⁹

DESARROLLO DE UN SISTEMA DE CRÉDITOS EN ESPECIE

En México, como se señaló, la contracción de la actividad económica que siguió a la crisis cambiaria de 1994 fue la causa más importante del deterioro de los activos de los intermediarios financieros. Este riesgo sistémico generó pérdidas en el sistema bancario muy superiores a las asociadas directamente con la devaluación del peso, como podrían ser el incremento en moneda nacional de los pasivos externos netos de los bancos o el agotamiento de la reserva de divisas del Banco de México.

Si bien el mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo reduce la probabilidad de que se presente un ataque especulativo contra la moneda, hay otras causas por las cuales el país se puede someter a violentas salidas de capital. Entre ellas, la propia inestabilidad de los mercados internacionales de crédito, el contagio de crisis financieras en otros países, los riesgos sistémicos que pueda enfrentar la economía mundial, etcétera.

Ante una fuga de capitales, el banco central se ve obligado a restringir el crédito bancario, pues de lo contrario la presión sobre el mercado de cambios iría en aumento. Desafortunadamente,

esta política repercute en el nivel de la actividad económica y genera fragilidad financiera, al margen de que los indicadores macroeconómicos sean saludables.

Una forma de impedir que la alta volatilidad de los flujos de capital internacionales se transforme en inestabilidad de la actividad económica interna y cause fragilidad financiera, es establecer un sistema de crédito cooperativo en especie, que opere a modo de sostener el flujo circular de los ingresos entre empresas no financieras, familias y gobierno.³⁰ Las deudas que se contrajeran por medio de este programa podrían usarse para adquirir bienes y servicios de una amplia gama, cuya característica común sería que tuvieran un mínimo componente importado. El crédito que se otorgaran entre sí los agentes económicos, en este modelo, permitiría pagar una parte de la nómina de salarios, impuestos al gobierno, insumos para la producción, bienes de consumo, bienes de capital producidos internamente, etcétera, pero no podría emplearse para realizar transferencias internacionales ni para adquirir bienes y servicios fuera de los autorizados.

Este sistema coexistiría con el crédito bancario tradicional y los mismos bancos comerciales podrían administrarlo con base en una comisión. El crédito en especie operaría como una tarjeta de crédito ordinaria, sólo que sujeta a ciertas limitaciones respecto a su aceptabilidad; su uso no violaría los acuerdos internacionales suscritos por el país, que lo obligan a permitir el libre movimiento transfronterizo de mercancías y de capitales.

Este sistema crediticio dual permitiría sostener la actividad económica interna sin presiones en la balanza de pagos cuando el país se enfrentara a una insuficiencia de recursos externos. En estas circunstancias, el banco central aplicaría restricciones cuantitativas al crédito bancario que es libremente convertible en divisas, pero daría facilidades a los intermediarios financieros para que apoyaran de modo voluntario el sistema crediticio en especie.

En el marco institucional propuesto, el banco central incrementaría el encaje legal, mantendría inalterada la base monetaria y autorizaría a los bancos comerciales a ampliar los sobregiros permitidos a los participantes del modelo de crédito en especie a lo largo del período en el que éstos deban realizar la compensación.

Un mecanismo de este tipo permitiría a la economía nacional adaptarse a una reducción repentina del flujo de capital externo, sin contraer el ingreso y sin generar presiones en la balanza en cuenta corriente. La continuidad del crecimiento disiparía parte de los efectos indeseables de la volatilidad del capital externo, en especial los que se derivan de cambios bruscos en las expectativas de rentabilidad de la inversión interna y que inducen mayores salidas de capital.

El establecimiento de un mecanismo de crédito en especie, que coexistiera con el crédito convencional en períodos de

29. E. Correa, "Apertura financiera...", *op. cit.*

30. W. Mosler, "Full Employment and Price Stability", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 20, núm. 2, invierno de 1998; J. Dillon, *op. cit.*, y J. López y G. Mántey, *op. cit.*



La desregulación en los mercados financieros internacionales, así como la desvinculación del sistema monetario internacional de un activo externo de reserva, han incrementado en forma espectacular los recursos financieros internacionales, pero también su volatilidad

afluencia de financiamiento internacional, generaría condiciones más sanas de competencia en la banca comercial, lo que no se ha logrado con la llegada de intermediarios extranjeros.

El modelo regulatorio propuesto y esta estructura dual del mercado de crédito inducirían a los bancos a elevar su rentabilidad mediante un mayor volumen de operaciones, captando recursos del público en términos más competitivos y reduciendo los márgenes financieros. La continuidad en el crecimiento del ingreso, al hacer disminuir la incertidumbre de los inversionistas, estimularía la acumulación de capital productivo en lugar de la especulación, lo que redundaría en menores problemas de selección adversa y riesgo moral en las carteras de crédito bancario.

CONCLUSIONES

La desregulación en los mercados financieros internacionales, así como la desvinculación del sistema monetario internacional de un activo externo de reserva, han incrementado en forma espectacular los recursos financieros internacionales, pero también su volatilidad. Los países en desarrollo que requieren capital externo para expandir su capacidad productiva y dar empleo a su abundante mano de obra, deben adaptarse a este entorno institucional y aprender a crecer con inestabilidad en su cuenta de capital de la balanza de pagos.³¹

Las políticas para arraigar al capital externo, aplicadas en México y en muchos otros países en desarrollo durante la última década, tienden a sobrevaluar los tipos de cambio, lo que conduce al deterioro cíclico de su balanza en cuenta corriente, ataques especulativos contra sus monedas, fragilidad de sus sistemas bancarios y sobreendeudamiento gubernamental con fines de estabilización monetaria. Estos fenómenos se han agravado por otras medidas tendientes a liberalizar los mercados financieros nacionales. La estrategia alternativa de desarrollo que se propone en este ensayo busca minimizar la inestabilidad del crecimiento, que suele ser un importante factor causal de fragilidad financiera, manteniendo la apertura comercial y el libre movimiento internacional de capitales.

El programa se basa en las siguientes modificaciones a las políticas cambiaria, monetaria y fiscal:

1) El establecimiento de un tipo de cambio real que equilibre la balanza comercial y no dependa de los flujos internacionales de capital especulativo.


2) El replanteamiento de los objetivos del banco central autónomo, dando igual ponderación al abatimiento de la inflación, la competitividad del país en el comercio exterior y la solidez del sistema bancario.

3) El restablecimiento de requisitos de reserva legal para el control del crédito con amplias facilidades para el redescuento de títulos privados, que permita instrumentar una política de desarrollo industrial orientada al ahorro de divisas.

4) La eliminación de barreras de entrada al mercado de títulos gubernamentales.

5) La fijación discrecional de tasas de interés sobre depósitos bancarios por la autoridad monetaria, en caso de que la mayor integración del mercado de valores gubernamentales no elimine las actuales imperfecciones del mercado bancario.

6) Plena autonomía del Banco de México, eliminando su dependencia del apoyo fiscal a la reserva de divisas.

Por último, la estrategia prevé el establecimiento de un sistema cooperativo de crédito en especie, que ampliaría la capacidad de compra de bienes y servicios con bajo contenido importado, así como la contratación de mano de obra. Esta facilidad financiera buscaría sostener el flujo circular del ingreso, sin generar presiones en la balanza comercial, ante contracciones del financiamiento internacional.³² 

31. J. Kregel, "Capital Flows...", *op. cit.*

32. J. López y G. Mántey, *op. cit.*