

## Crisis y reestructuración financiera: el papel de la banca central

JOSEPH STIGLITZ

---

### Resumen

Bajo un régimen de dolarización existe un papel crucial para el Banco Central del Ecuador. A pesar de que la dolarización reduce una fuente de prima de riesgo que es la asociada con fluctuaciones del tipo de cambio, ésta no implica estabilidad económica perse, como lo demuestran las crisis financieras y fluctuaciones económicas que experimentó la economía mundial que operaba bajo el patrón oro en el siglo XIX e inicios del siglo XX. La macroeconomía se trata de procesos dinámicos y a veces inestables, rígidos, información incompleta y mercados imperfectos que muchas veces se comportan irracionalmente, lo cual hace necesaria la intervención gubernamental a fin de reducir la inestabilidad macroeconómica y generar dinámicas estables y deseadas en los mercados. En el caso específico del Banco Central, a fin de evitar shocks de oferta relacionados con la disponibilidad de crédito (dado que la oferta de crédito es un ingrediente esencial de las posibilidades de oferta de una economía), esta institución tiene un rol crítico que cumplir en lo que tiene que ver con asegurar que el crédito esté disponible y en condiciones razonables para toda la economía en general. El hecho de que no se conozca el stock exacto de dinero en la economía no debe constituirse en un problema. La política monetaria debe promover un crecimiento equitativo, sostenible y democrático, lo que solo puede lograrse con una adecuada disponibilidad de crédito, a tasas de interés positivas pero no de usura, tanto en el sector rural como el urbano de la economía; y los mercados por sí solos no crean las instituciones de crédito requeridas para que esto ocurra; el Banco Central podría jugar un rol crucial en la reestructuración tanto del sector financiero como del sector corporativo; y, aún cuando el Banco Central no sea el supervisor del sistema financiero, debería ayudar a concebir el esquema regulatorio más apropiado, dado que es responsable del esquema y financiamiento global del sistema de crédito; debería contribuir al debate económico y social en el país, como una institución independiente.

### Abstract

There exists a crucial role for the Central Bank to play under the dollarization regime in Ecuador. Even though dollarization reduces one source of risk premium, which is the one associated with exchange rate fluctuations, it doesn't imply economic stability, as the financial crises and economic fluctuations that the world economy experienced under the gold standard in the 19<sup>th</sup> and early 20th centuries show.

Macroeconomics is about dynamics, unstable processes, rigidities, incomplete information, and imperfect and often irrational markets, and these realities imply the need for the government to intervene in order to reduce macroeconomic instability and generate stable and desired dynamics in markets. In the specific case of the Central Bank, in order to avoid supply shocks related to the availability of credit, (given that the supply of credit is an essential ingredient of the supply side of any economy), the Central Bank has a critical role in making credit available and in reasonable terms to the economy in general. The fact of not knowing the exact amount of the money supply should not be a problem. The objective of monetary policy, is that of promoting equitable, sustainable and democratic growth, and that can only be accomplished with an adequate supply of credit, at positive but not usurious real interest rates, and that is available to all kinds of firms, in both the rural and urban sectors of the economy. Markets by themselves do not create the requisite credit institutions for this to happen.

The Central Bank should play an active role in institutions restructuring financial and corporate, providing incentives for a quick and just resolution, given the powers it has that could facilitate this important process. Even if the Central Bank is not the supervisor of the financial system, it should undertake the responsibility of helping to conceive what is the most appropriate regulatory framework, given it is responsible for the overall credit framework. Finally, the Central Bank should contribute substantially to the economic and social debate in the country, by talking about the overall macroeconomic framework as an independent institution.

Es un placer estar aquí y poder hablar de este tema tan interesante. Ayer, gran parte de la discusión se desarrolló sobre si el Ecuador debe dolarizarse y alguien comentó al final que esta discusión se está dando con un retraso de dos años. La discusión de hoy es sobre el papel del Banco Central bajo dolarización y es obviamente un tema muy importante para todos en Ecuador.

Déjenme ser muy claro en la respuesta que voy a dar a eso. Creo que el Banco Central tiene un papel absolutamente crítico en la política macroeconómica de aquí en adelante. De hecho, puedo sostener que solamente creyendo en dos cosas que son falaces se podría pensar que no existe un papel importante para el Banco Central. Solamente si se piensa que la inflación es la única preocupación del Banco Central; y, solo si se cree que la dolarización automáticamente soluciona el problema de la inflación. Estas dos proposiciones, yo pienso, representan una mala comprensión de la economía, una mala comprensión del papel de los bancos centrales en las sociedades modernas. Por ejemplo, en los Estados Unidos, el Banco Central tiene como función importante no solamente el combate de la inflación, sino la promoción del crecimiento, del empleo, y ese creo que es el papel más apropiado de un banco central en cualquier sociedad democrática.

Entonces, por el hecho de que ustedes hayan dolarizado no significa que no sea importante la promoción de estos otros objetivos de crecimiento y empleo. Es particularmente importante para las economías en niveles de desarrollo como el del Ecuador que los aspectos relativos al crecimiento tengan una mayor importancia, así como el desarrollo institucional, de suerte que la existencia de una fuerte institucionalidad del banco central pueda configurar la nueva política económica. Esto se torna absolutamente vital. Lo que yo quiero hacer esta mañana es desplegar el marco conceptual de por qué creo esto, así como el mecanismo a través del cual el Banco Central puede ejercer una importante influencia en el crecimiento, la estabilidad y el empleo en el Ecuador. Mis puntualizaciones se dividirán básicamente en dos partes. Primero, voy a intentar presentar todo el esquema de manera general, y luego, utilizaré este esquema para tratar algunos de los temas que podrían estar en la agenda -la agenda de política- para el Ecuador de los dos próximos años.

Algunas de las charlas del día de ayer abordaron el tema de las zonas monetarias óptimas; de que si el Ecuador es parte de una y de que si el Ecuador y los Estados Unidos son parte de una área monetaria óptima. Sobre esto, tengo dos observaciones. La primera se refiere a lo que muchos de ustedes saben: la literatura sobre zonas monetarias óptimas se desarrolló a partir del aporte de Bob Mundell, que ganó el Premio Nobel en parte, justamente por este trabajo.

Durante el año pasado, Bob Mundell y yo hemos estado en varios foros y él ahora aboga por llegar a una sola moneda mundial; es decir va más allá de que dos

países tengan una misma moneda. Un par de ocasiones le tomé el pelo sobre ello preguntándole si no ha leído "ese" famoso documento sobre zonas monetarias óptimas. Y me replicó indicando que repudia dicho documento aún cuando ganó el Premio Nobel con él; lo que es consistente con lo que ya es típico de los que ganan el Nobel; lo hacen luego de haber repudiado su trabajo; o una vez que este perdió su aceptación. Pero un aspecto muy importante a notar es que cuando él escribió su documento, los flujos de capitales eran mucho menos importantes de lo que lo han tratado. La liberalización del capital no se había llevado al punto que alcanzó en la última década, o incluso en el último cuarto de siglo.

Con la liberalización del mercado de capitales, muchas de las perturbaciones, quizás la mayoría de las perturbaciones son generadas por los flujos de capital, por los movimientos de dinero "caliente" que entran y salen de un país; al mismo tiempo que los defensores de un mercado libre y racional hablaban de este fenómeno como algo realmente importante; y de que estos flujos generarían la disciplina necesaria para los países; mientras que en realidad, ahora se generaliza el reconocimiento de la naturaleza irracional de estos mercados de capitales; y, ahí lo tienen, usando la frase famosa de Alan Greenspan: tienen una "exuberancia racional" y una "depresión irracional".

Ahora, en los Estados Unidos nos dirigimos a una "depresión irracional"; y, nadie puede mirar a la burbuja en los precios de las acciones en los Estados Unidos durante los dos últimos años y su posterior desplome sin dejar de creer en la existencia de la racionalidad de los mercados. Se tiene que reconocer entonces que existe un alto grado de irracionalidad en el mercado; y que esta se ha documentado suficientemente por gente como Bob Schiller de Yale; y se tiene que enfrentar las consecuencias de esta evidencia. Si se opta por liberalización del mercado de capitales y si se produjeron discusiones en el pasado sobre su conveniencia o no es algo sobre lo que yo no quiero discutir; pienso, en general, que para la mayoría de los países en desarrollo, esto ha sido un gran error y ha causado inmensos costos. Pero lo que sí está claro es que si se tiene este tipo de liberalización de los mercados de capitales, donde el dinero "caliente" puede entrar y salir, se deben enfrentar las consecuencias. Esto significa que si se da por hecho que el capital puede entrar y salir, la política monetaria debe enfrentar el problema tratando de acomodar esto; lo que implica el que las tasas de interés tiendan a subir y bajar tratando de mantener al tipo de cambio de tal suerte que se enfrente esta tensión entre inestabilidad cambiaria e inestabilidad de tasa de interés. La consecuencia, es que la inestabilidad económica ha imperado en país tras país, con elevados costos. Altos costos, y particularmente, costos para los pobres porque una de las cosas que nuestra investigación demuestra fehacientemente es que los pobres cargan con una parte desproporcionada del costo de las fluctuaciones económicas. Entonces, la dolarización representa, yo pienso, un intento de enfrentar parte de esta volatilidad, de reducir una de las fuentes de esta inestabilidad; la que viene de las fluctuaciones

del tipo de cambio; también hay el planteamiento de que la dolarización reduce el riesgo aun más que una caja de conversión; y la discusión se centra en cual de estos dos instrumentos es más efectivo en reducir el riesgo atado a la volatilidad. En todo caso en uno y otro caso un país soberano renuncia completamente a la discrecionalidad; esto significa que, siempre es posible incluso aún cuando se haya dolarizado, desdolarizar.

Aunque, al estado de Texas puede no gustarle lo que sucede con la política monetaria dirigida desde Washington; Texas no puede desdolarizarse; mientras que el Ecuador, por ser un país independiente, si lo puede hacer. No es posible tener la seguridad de cómo los mercados tomarían la decisión de desdolarización en los países dolarizados; pero el hecho es de que, los costos de transacción de desdolarizar son significativamente superiores a aquellos derivados del abandono de una caja de conversión, por lo tanto se puede concluir que este tipo de compromiso es mucho mayor, por lo que creo que si los mercados responden apropiadamente a la dolarización, entonces si debe reducir el nivel de riesgo asociado con las fluctuaciones cambiarias. Sin embargo se debe aclarar que la dolarización no elimina el nivel de riesgo asociado con el país y otras fuentes de riesgo, aunque si elimina al menos una fuente de volatilidad; por tanto, esto deberá permitir al país tener acceso al capital a un menor costo.

Me parece, que en la actualidad en que existe un alto nivel de liberalización de los mercados de capitales, y que por tanto hay alto grado de flujos inestables de capital; la dolarización representa una aproximación razonable a la solución de un problema muy difícil. Pero una vez dicho esto; la pregunta es qué es lo que esto implica hacia el futuro en lo referente al papel y a las funciones del Banco Central.

En este contexto tenemos que quedar claros en que la dolarización no resuelve el problema de la inestabilidad económica. Una manera de pensar en esto; aunque no es idéntico, es que la dolarización es como volver a un patrón oro; y si nos remontamos hacia el siglo diecinueve, el patrón oro no eliminó las fluctuaciones económicas. Existían crisis financieras, y de hecho, si se mira a las crisis financieras y fluctuaciones económicas de fines del siglo diecinueve y principios del veinte, eran más profundas y más largas de lo que han sido desde la Segunda Guerra Mundial. Entonces, irse a un patrón oro o salirse de él no resuelve el tema de la volatilidad económica el que se tiene que enfrentar de todas formas.

La discusión de ayer sobre el caso de Argentina resaltó la naturaleza del hecho de que la caja de conversión argentina, no solucionó los problemas que este país enfrentaba y de hecho, como la mayoría de ustedes saben, Argentina tiene un nivel de desempleo de dos dígitos desde 1995 y ahora está enfrentando otra vez una crisis. Esto se produce a pesar de que existe un grado muy elevado de flexibilidad en el mercado laboral argentino. Aproximadamente el 50% de la economía se ha dirigido

hacia el sector informal donde existe un alto grado de flexibilidad y todavía se presentan niveles de desempleo de dos dígitos. El punto es que y a pesar de ello el riesgo país se mantiene, aunque un aspecto interesante a este respecto es que el riesgo país pueda ser en principio diversificable, por lo que no debería existir una prima de riesgo real asociado con ese riesgo país. Lo importante es que en el Ecuador existe posiblemente, para usar un término técnico, un beta positivo en su relación con el resto del mundo por las circunstancias bajo las cuales el Ecuador puede llegar a tener problemas. Esto es, cuando el precio del petróleo se reduce, en circunstancias en las que la economía mundial se deteriora, el nivel del premio por el riesgo país para Ecuador se mantiene en un nivel relativamente significativo.

Ahora, el patrón oro, o irse a la dolarización, no solucionará los problemas macroeconómicos. Quiero hablar un poco sobre cómo se debe pensar la macroeconomía. La macroeconomía se refiere a la dinámica; trata sobre los procesos de ajuste, sobre las rigideces, sobre las imperfecciones de la información, sobre mercados incompletos. Los modelos de equilibrio son útiles cuando más, como referencias generales; por tanto, se debe tener cuidado al utilizar los modelos simplistas para tratar de determinar prescripciones de política. Solo para mencionar dos ejemplos; el primero permite demostrar la existencia de evidencia, por ejemplo, de que muchas veces pueden coexistir un sistema de tipo de cambio fijo con una dinámica inestable. Esto se ha visto muy claramente en Tailandia donde uno de esos períodos de exuberancia irracional ocurrió a principios de los noventa en que el capital empezó a fluir hacia el país. Entonces, el país respondió intentando prevenir la inflación a través del incremento de las tasas de interés. Con esto, atrajo más capital al país exacerbando el problema, por lo que algunos de los procesos de ajuste natural fueron inestables. La alternativa propuesta algunas veces fue la de utilizar la política fiscal. Pero su aplicación fue totalmente inapropiada porque el país vivía un superávit fiscal. Sus necesidades eran las de construir más escuelas, más autopistas; de construir más infraestructura. Si se hubiesen cortado los gastos en estas necesidades sociales básicas, efectivamente se habría permitido que los inversionistas extranjeros ingresen y construyan edificios de oficinas vacíos, desplazando la inversión básica que se necesitaban para el crecimiento de la economía. Lo que necesitaban era un proceso de ajuste microeconómico mucho más sutil y no tengo tiempo de explicarlo, pero quiero enfatizar la naturaleza inestable de la dinámica macro. Permítanme darles otro ejemplo de cómo la macroeconomía estándar puede ser engañosa. De acuerdo a los modelos de mercados perfectos; para las economías abiertas y pequeñas nunca deberían darse problemas en la demanda agregada. Se modifica apenas el tipo de cambio, se reducen los precios y se puede alcanzar una curva de demanda perfectamente horizontal para los bienes. Entonces, cualquier país con tipo de cambio flexible nunca tendría problemas de demanda agregada. Los precios se ajustan, el tipo de cambio se ajusta tanto como se requiera en los mercados mundiales. Bueno, eso no es cierto. ¿Cuáles son los efectos de ello? Que los países presenten curvas de demanda con pendiente negativa. Esto también

implica que al observar la naturaleza de las perturbaciones al equilibrio macroeconómico se empieza a reconocer la importancia de la oferta. Eso se vio claramente en el caso del este de Asia donde también se observó la relación interactiva entre demanda y oferta.

Originalmente un shock de demanda, inducido por flujos de capital provocó un shock de oferta. Esto causó tal perturbación en la economía que las empresas exportadoras no pudieron obtener el capital para producir los bienes para exportar. Entonces, se experimentó originalmente un shock de demanda que se tradujo en uno de oferta y evidentemente, si las firmas no pueden obtener el capital, no pueden contratar trabajadores y la tasa de desempleo se disparó.

Pero lo que es interesante es que el shock de oferta se tradujo en uno de demanda debido a la acción de los compradores externos. Mirando el caso de Indonesia, por ejemplo, el tipo de cambio se había caído de la azotea con lo que se hubiera podido pensar que eso podría generar una enorme demanda a los exportadores. La respuesta es que no. ¿Por qué?. Porque si ustedes adquirirían textiles de Indonesia para revender en la temporada navideña en los Estados Unidos durante noviembre y diciembre, no sería conveniente enterarse en septiembre que la compañía se fue a la quiebra y buscarse enseguida otra empresa que provea dichos bienes. Se perdería toda una temporada y ustedes podrían quebrar también. Entonces, el shock de oferta derivó en una falta de confianza hacia los productores, lo que llevó a una falta de demanda de los bienes indonesios.

Entonces, los shocks de oferta pueden trasladarse a shocks de demanda. La forma en que los economistas típicamente los separan puede ser muy engañosa. Se ha visto en Ecuador algunos aspectos de la dinámica del ajuste bajo dolarización. Algunos pensaron que la dolarización terminaría con la inflación, pero ahora pueden tener todavía inflación con dolarización, al menos por un tiempo, y las diapositivas que fueron expuestas ayer para Argentina mostraron con claridad cómo los precios relativos, particularmente los del sector de no transables, podían incrementarse aún bajo dolarización.

La dolarización, en principio, eventualmente va a fijar los precios de los bienes transables, pero los no transables pueden obviamente tener precios que no estén definidos por los términos internacionales. Por otra parte, los precios que enfrentan los consumidores involucran siempre un componente relativo a bienes transables y no transables porque tienen que obtenerlos de tiendas al por menor y aquellas tiendas son parte del sector no transable. Entonces, el punto importante que siempre enfatizo es que la dolarización no soluciona los problemas macroeconómicos y lo que también quiero enfatizar ahora es que esos problemas macroeconómicos tienen que verse tanto del lado de la demanda como de la oferta. Y, que un ingrediente esencial del lado de la oferta es la oferta de crédito, y la oferta de crédito es una de las funciones básicas de un banco central.

Tradicionalmente pensamos que la inflación es un problema de demanda agregada, pero la inflación puede también estar afectada por la oferta. Puede incrementarse la oferta de bienes y eso reduciría las presiones inflacionarias, entonces habría que preguntarse cuáles son los factores que afectan la oferta agregada. Uno de los factores claves que afectan la oferta agregada es el crédito, la disponibilidad de crédito y los términos bajo los que el crédito está disponible. Una política monetaria ajustada y altas tasas de interés, pueden ser inflacionarias porque el impacto en la oferta puede exceder el impacto de la demanda y esto puede ser cierto tanto en economías competitivas como en no competitivas; en las economías no competitivas donde los costos adicionales pueden pasarse por alto, y en las economías competitivas donde el impacto se siente a través de un desplazamiento de la curva de oferta agregada. Entonces, el punto esencial que quiero recalcar aquí es que mientras una economía sea auto ajustable, esto es, que no exista un mecanismo de equilibrio inmediato que opere de manera automática, entonces existe un papel importante para la política monetaria y fiscal.

Ahora quiero hablar más específicamente de aspectos de política monetaria y luego voy a hablarles sobre aspectos de política fiscal ya que ambas son importantes ahora en el Ecuador.

Hoy día cualquier discusión sobre los requerimientos de la política monetaria debe partir por la comprensión de cuáles son los mecanismos a través de los cuales la política monetaria afecta la economía. Existen muchas teorías anticuadas que todavía se enseñan en textos anticuados y con esto me refiero principalmente a la mayoría de los textos que hablan de la demanda de dinero transaccional como el mecanismo determinante a través del cual la política monetaria afecta a la economía. Pero cada vez más se reconoce que el mecanismo, el principal mecanismo a través del cual la política monetaria afecta la economía es el crédito. En el pasado los dos mecanismos estuvieron muy estrechamente relacionados, de hecho tan cercanamente relacionados, que los trabajos empíricos enfocados en lo monetario, por el lado de las transacciones, no hicieron una mala tarea tanto en pronosticar como en la definición de políticas.

Pero con el tiempo y más recientemente nos hemos vuelto analítica y empíricamente en términos de política más cuidadosa de las consecuencias desastrosas que pueden surgir cuando el enfoque antiguo de las transacciones es utilizando en vez del enfoque del crédito. En los Estados Unidos se vivió esto muy claramente en un debate que se dio en 1991 cuando los Estados Unidos estaban encaminándose a una recesión y una escuela del pensamiento encabezada por Alan Greenspan que, en el marco del modelo estándar de la curva L M, justificó que la reducción de la tasa de interés que estaba requiriendo era la suficiente para reactivar la economía. Otra escuela del pensamiento, liderada por el vicepresidente David Lomans, sostuvo que era la disponibilidad de crédito la variable crítica; y, que los

Estados Unidos atravesaban un mal momento porque nuestras instituciones financieras estaban muy débiles. Recuerden que en 1989 tuvimos la crisis de ahorro y crédito, no solo las asociaciones de ahorros y crédito quebraron, sino que muchos de nuestros bancos se volvieron muy débiles y esta debilidad en las instituciones bancarias significó que una situación en la que el crédito que había estado disponible cambió dramáticamente; este se contrajo y en forma significativa estaba provocando el deterioro económico.

Las relaciones de forma reducida, los mecanismos usuales y las relaciones entre oferta de dinero y crédito habían cambiado. David Lomans propuso, en este contexto, una reducción más agresiva de las tasas de interés con lo que esta política incrementaría la disponibilidad de crédito. En la Reserva Federal de los Estados Unidos, Greenspan tiene el 51% de los votos y ganó el debate pero perdió el argumento porque al final estuvo muy claro que se equivocó. La economía norteamericana entró en recesión y, en términos de su crecimiento potencial, es posible que haya sido la recesión más profunda como promedio de las recesiones del período de posguerra.

Fue en 1993 cuando la economía de los Estados Unidos salió de la recesión que Greenspan reconoció su error. El cambio producido en las instituciones financieras que no había sido capturado por el modelo estándar. El modelo estándar, que se centra en la demanda de dinero por transacciones, no consideró al crédito por lo que falló.

En el este de Asia, los que utilizaron el modelo simple de dinero para transacciones fueron responsables de los malos pronósticos que llevaron a la recesión y depresión que diezmaron esta región. Utilizaron el modelo equivocado y con él llegaron a resultados equivocados, y con ellos se aplicaron las políticas equivocadas y con ellas se provocó la recesión.

Si uno reconoce al crédito como un mecanismo de transmisión entonces debe aceptar que un banco central tiene un papel absolutamente esencial. He tenido interesantes discusiones con gente de aquí que han dicho: bueno, ¿cómo vamos a conducir ahora la política monetaria? Va a ser más difícil manejar la política monetaria en tanto ahora ni siquiera sabemos cuánto es la oferta monetaria. De hecho, uno de los aspectos interesantes de la dolarización es que la oferta monetaria es irrelevante.

Lo que es relevante es el crédito, entonces ustedes estarían observando en la oferta monetaria a la variable equivocada. Pero está bien que no puedan determinar la variable equivocada. Es una ventaja que tengan sus manos atadas porque ahí pueden empezar a centrarse en las variables correctas. El resto del mundo puede preocuparse de las variables equivocadas, ustedes ahora no tienen elección, sino la de enfocarse en las variables correctas.

Y lo que realmente importa no es solamente la cantidad total de crédito, sino también quién va a recibir el crédito. Hay una gran diferencia entre el crédito al consumo y el crédito que va a las empresas. Una diferencia muy grande es la que se da entre el crédito que va a las nuevas empresas y el que se pierde por los agujeros, esto es, el que se va del país. Entonces ustedes querrán no solamente mirar a la oferta de crédito pero también a la composición del crédito: quién está recibiendo el crédito. Tienen que romper el agregado y mirar la microeconomía de lo que está sucediendo.

Ahora, luego de haber dicho que la atención de la política económica debería centrarse en la variable “crédito”, permítanme hablar un poco sobre algunos de los principios generales que veo y las implicaciones que esto tiene para la conducción de la política monetaria en el Ecuador. Quisiera empezar con un precepto muy importante que es el que se debe mantener la vista en el objetivo y no confundir los medios con los fines. Puede sonar a banalidad, pero desafortunadamente con mucha frecuencia estas banalidades son ignoradas. ¿Cuál es el objetivo de la política monetaria? El objetivo de la política monetaria de un banco central debe ser la promoción del bienestar, en este caso, en el Ecuador, el bienestar económico del Ecuador, y particularmente la promoción del crecimiento, la promoción de un crecimiento equitativo, sustentable y democrático. Lo que quiero hacer es mirar varios ejemplos en los que se pueden observar cuáles son los objetivos. Ustedes así evitarán algunos de los errores en los que pueden caer inducidos por otras personas.

Me queda absolutamente claro que para el crecimiento se necesita crédito disponible y en condiciones accesibles. Esto significa tasas de interés reales positivas pero no de usura. Las tasas de interés reales negativas consumen dinero y ustedes no van a conseguir buenas asignaciones de recursos sin perder dinero. Tasas de interés reales positivas son importantes. Las tasas de interés reales de usura dan lugar a malas asignaciones de recursos y mal desempeño; conducen a la toma de riesgos mayores. Solo las personas que planean no pagar, van a endeudarse a tasas de interés de usura, entonces hay tantos incentivos adversos como efectos de selección adversa al cargar tasas de interés de usura y existe una extensa literatura que documenta estos conceptos.

Cuando se dice que lo que se necesita es contar con crédito disponible y en términos accesibles sin perder su atención en el objetivo de desarrollo equitativo; esto significa que se tiene que hacer que el crédito esté disponible no solamente para los grandes negocios, sino también para los pequeños y para la gente del sector rural. Tienen que hacerlo ampliamente disponible.

Muy bien, con esto como esquema básico, déjenme enfatizar sobre el segundo punto. Los mercados no crean automáticamente las instituciones de crédito que se requieren. Esto es cierto en los países industrializados avanzados y es más cierto en

los países en desarrollo. Si miran a los Estados Unidos, allá el crédito es muy importante. Fue más importante todavía en décadas anteriores, cuando tenía niveles comparables al de su desarrollo. Miren al mercado de viviendas en los Estados Unidos, hay una institución dominante que proporciona hipotecas. Estas son instituciones públicas. Ahora se están desplazando hacia el sector privado pero fue iniciativa del gobierno el crearlas, y estas instituciones han tenido un enorme impacto en la vida en América y han hecho de América el país con la mayor proporción de población con vivienda propia. Esto ha cambiado la estabilidad social de manera muy importante. Sobre ello podemos volver a conversar más luego, pero la propiedad de la vivienda es una política social esencial. Entonces, existió una falla de mercado, el mercado no proporcionaba crédito para vivienda. El gobierno vino y creó una institución y lo hizo bien, lo hizo tan bien y ahora el sector privado puede hacerse cargo. Préstamos para negocios pequeños, el sector privado ha sido reticente a ellos. El gobierno también tiene un programa muy amplio de administración de créditos para pequeños negocios con garantías reducidas. Por un tiempo los pequeños negocios estuvieron sujetos a muchos tipos de programas y quiero enfatizar que muchas veces los programas de crédito tienen problemas. Están sujetos a corrupción, están sujetos a favoritismos y por ello y se necesitan salvaguardias; y se deben crear los mecanismos para obtener esas salvaguardias. No tengo tiempo para explicar todos los detalles pero mientras ustedes estén al tanto de que pueden existir abusos y que de hecho existen abusos en muchos países en desarrollo, es suficiente. Pero los programas de crédito también pueden ser una fuerza muy poderosa. Algunos de los principales negocios en los Estados Unidos se iniciaron con un crédito para negocios pequeños. Nadie se imagina al Federal Express como un negocio pequeño, pero de hecho que un negocio muy grande se inicia en uno pequeño y Federal Express lo hizo. Hay muchas historias de estas que podría contarles. Si miran a otros países que han tenido éxito en el desarrollo, el este de Asia creció en gran parte por dirigir el crédito a las exportaciones. Entonces, el punto que quiero resaltar es que los mercados por sí solos no crean los requisitos para las instituciones de crédito y que aquí hay una tarea muy importante por hacerse y pienso que el Banco Central debería ayudar a promover, crear; enfocar su atención en la creación de este tipo de instituciones.

El tercer punto sobre el que quiero hablar es sobre el tema clave ahora en el Ecuador. Es el de la reestructuración de las instituciones financieras, y ese es un problema reciente en muchos otros países. Quiero comentarles muy brevemente algunos de los ingredientes claves de ello. Previamente déjenme hacer una observación general en relación con las tasas de interés en el contexto de un proceso de reestructuración de la política monetaria. Las altas tasas de interés fueron una de las principales causas de la ruptura financiera. En Estados Unidos en la crisis del ahorro y crédito ocurrida en 1989; fue luego de la subida de las tasas de interés de Volcker en los ochenta. Esas tasas de interés devastaron al sistema bancario y al proceso ahorro y crédito. En el caso de Corea, la reestructuración monetaria

financiera, fue extremadamente difícil por las altas tasas de interés. Las políticas de altas tasas de interés en el este asiático resultaron o contribuyeron para que el 75% de las empresas zozobren en Indonesia. Desde un punto de vista teórico; si hubieran tenido buenos mercados, hubieran podido contar con contratos con seguro de contingencia que podrían haberse estructurado de manera diferente. Pero la realidad es que no tenemos esos mercados ni siquiera en los países industrializados, entonces el hecho de que las altas tasas de interés hayan sido tanto la causa del problema y la complicación para la reestructuración, debe tenerse muy en cuenta. No se puede separar la política de tasas de interés de la de reestructuración del sistema financiero.

En términos de una estrategia de reestructuración existen dos enfoques. Uno es el llamado "de mercado" y el otro involucra un mayor control gubernamental. Tailandia adoptó el enfoque de mercado, Corea y Malasia hicieron mucho más, se fueron por una mayor participación del gobierno y reforzaron el proceso de reestructuración. Ahora sabemos el resultado de esas dos estrategias. Tailandia, dos o tres años después de la crisis que inició el 2 de julio de 1997, todavía mantenía un 30 o 40% de sus créditos vencidos. La economía apenas está alcanzando el nivel que tenía en 1997 y el gobierno fue derrocado. Cuando estuve en el Banco Mundial siempre preguntaba cuándo empezaría a dar resultados la estrategia de mercado. Esto lo hacía cada seis o tres meses y siempre me contestaban que ya mismo. Y así me repetían cada tres meses una y otra vez. Entonces les pedí que me pongan por escrito que si en un año o hasta en dieciocho meses no ocurre nada, entonces se comprometen a abandonar la estrategia y considerarla un fracaso. Ellos se negaron; pero siempre decían que estaba a punto de resultar; y que ya mismo va a suceder.

Corea tuvo un accionar mucho más activo y tuvo éxito en el proceso de reestructuración, y nos dio una muy buena razón del por qué y cuando hay perturbaciones de este tipo, el gobierno debe tener un papel activo. Esto ilustra una proposición muy importante que sabíamos enseñar en el primer capítulo de nuestros libros de texto en economía y se denominaba "la falacia de la agregación". No hay que confundirse entre lo que sucede en las empresas con lo que sucede en la economía como un todo. Si una empresa quiebra, no es nada. Se deja que las fuerzas del mercado hagan lo suyo; no se debe interferir. Yo estoy de acuerdo con eso, pero cuando 25, 30, 50, 75% de las empresas de un país están en la quiebra, entonces hay consecuencias diferentes.

Cada persona piensa, bueno tal vez si se espera un poco podría llegar a un mejor acuerdo, y cuando todos piensan de la misma manera, la sociedad en su conjunto pierde. Esa es la dificultad particular en un contexto político en el que todos están esperando un rescate garantizado y no hay manera de que el diálogo político se modifique en la dirección de que hay que atarse las manos y asegurarse de que no venga este rescate. Sin embargo; siempre habrá alguien que piense que habrá un nuevo gobierno que puede ser elegido y que piense que ya se ha tenido suficiente de esto y simplemente defina la salida. Pero si ese es el caso, el estancamiento cuesta.

En la crisis del este de Asia, los Estados Unidos hizo un mal papel porque sostuvieron que se debía crear un fondo para facilitar el rescate financiero, entonces todos dijeron: vayamos lento y veamos si podemos tener acceso a un pedazo de ese pastel; mientras que por otro lado en Corea y Malasia pensaban que no se podía esperar tanto.

Existen formas para inducir, creando los incentivos necesarios, una solución rápida. No voy a entrar en los detalles de esto pero, por ejemplo se podrían estructurar mecanismos swaps de deuda por patrimonio; aunque dada la información que tengo de acá podría preferir preferentemente, y yo lo sugiero a varias naciones que lo hagan, se conoce como la diferenciación entre acciones preferentes y acciones ordinarias; y, más tarde se podría discutir el rol del gobierno.

El caso del Ecuador es una situación afortunada. Una gran parte de su deuda está en manos de poca gente. Entonces, si van tras de los grandes acreedores y deudores, las ochenta o cien familias que tienen grandes cantidades de dinero, es un trabajo posible y, sin importar cual sea el resultado, se facilitará grandemente la reestructuración del sector financiero y corporativo.

Será también, y es un punto sobre el cual quiero hablar luego, contribuir a la cohesión social. Ya que es un problema en muchas sociedades, por ejemplo en Bangladesh, donde uno mira a través de los datos que la tasa de recuperación de los créditos entre los pobres alcanza el 97% mientras que la tasa entre los ricos es del 3%. Esto parece injusto, que los pobres paguen los créditos y los ricos no. Mientras este sea el caso, habrá tensión social en nuestras sociedades porque es fundamentalmente injusto.

La segunda observación que quiero hacer sobre la reestructuración, es que existen mecanismos para reducir el costo de reestructurar bancos; por ejemplo requerir que los bancos mantengan bonos del gobierno a tasas de interés bajas; aunque existen algunas desventajas en ello; pero esta es la estrategia que aplicaron Malasia y otros pocos países y que les proporcionó cierto éxito en reducir los costos de los programas de reestructuración.

Hay una objeción que a veces oigo sobre esta propuesta particular en que las tasas de interés no se determinen por las fuerzas del mercado. Déjenme hacer una observación general sobre ello y volveré sobre este tema otra vez más. Cada precio tiene un efecto distributivo y uno de asignación. El efecto de asignación de las tasas de interés, en muchos casos es limitado, y de hecho, en muchos casos existen efectos de asignación adversos: cuando se elevan demasiado las tasas de interés; por ejemplo, se genera un incentivo adverso, riesgo adverso, la posibilidad de que los agentes asuman un riesgo excesivo y esto tiene efectos de selección adversa. Pero en cualquier caso, estos créditos son inframarginales, no marginales, por ello no van

a tener necesariamente efectos de asignación significativos en la economía como un todo. Sin entrar en los detalles de este punto; solamente diré que los efectos de asignación de los créditos a bajos intereses son esencialmente nulos. Más aún, y este es otro punto importante en el que se debe pensar con cuidado; y es sobre el marco contable que se utiliza para su registro. Algunas veces las personas hablan de los costos de reestructuración como un porcentaje del PIB; y estos costos pueden ser completamente diferentes de los costos que efectivamente se registran presupuestariamente y no se debe confundir.

Cuando se gasta dinero, por decir, en la provisión de servicios de salud, construcción de carreteras, se utilizan recursos y realmente no se puede disponer de ellos nunca más. Cuando se recapitaliza un banco, se está tomando dinero de un bolsillo, de los pagadores de impuestos, y poniéndolo en otro; a veces en el del gobierno y otras en el de un banco. A veces puede ser de la mano de los depositantes, pero en cualquier caso es simplemente una transferencia; y, en cierto sentido cuando se recapitaliza al sistema bancario realmente se debe echar mano del capital presupuestado y no del flujo de caja presupuestado. Sin embargo, se tienen los marcos contables apropiados y, desafortunadamente, muchas veces no son bien entendidos llevando a establecer directrices de política erradas.

En este punto entonces solo quiero advertirles que no se confundan cuando vean que los costos presupuestados son muy grandes. Sí, es cierto, se debe tratar de minimizarlos, y hay que trabajar muy duro en ello; no se debe confundir entre los costos presupuestados de este tipo y los costos presupuestados convencionales; esta diferenciación permitirá pensar en mejor forma en como manejar esos costos presupuestados.

En el largo plazo, el Ecuador necesitará de una mejor ley de bancarrota. Las leyes de bancarrota son aspectos políticos, no son solamente técnicos, digan lo que digan los consultores sobre este tema. Los Estados Unidos recién vivió una pugna con respecto a lo que debería ser una ley de bancarrota “apropiada”; el proyecto de ley paso en la última sesión del congreso; pero fue finalmente la ley que fue enviada al congreso vetada por el Presidente; porque según él era muy “amigable” con el acreedor. Lo que quiero enfatizar es que se necesita diseñar leyes de bancarrota con mucho cuidado y en concordancia con el contexto social y político de cada país. Pero hay dos consideraciones importantes que todas estas leyes deberían tener. Una es la que se relaciona con el proceso de solución rápido y he estado argumentado a favor de que se establezca una legislación adecuada que permitiera una salida rápida en el evento de perturbaciones macroeconómicas del tipo de las que el Ecuador está enfrentando continuamente. Necesitan una ley de bancarrota diferente cuando tienen perturbaciones micro diferentes a las típicas.

En relación con el papel del Banco Central si bien hoy el país no cuenta con estas leyes; bajo la legislación actual tienen un Banco Central con muchos poderes que pueden facilitar una reestructuración inmediata de las entidades financieras y corporativas. El Banco Central debe hacer uso de esos poderes y debe recibir el encargo del Presidente para tomar esa responsabilidad. En el crecimiento sostenido de largo plazo se necesita un buen marco regulatorio, y este marco es otra vez responsabilidad, una gran responsabilidad del Banco Central. Aún cuando el Banco Central no sea el supervisor de los bancos, está a cargo de todo el sistema de pagos. Me parece que se deben establecer entonces los marcos regulatorios apropiados y lo que quiero decir por un marco regulatorio bueno, es todo un tema por sí mismo.

He estado argumentando a favor de que tengan un portafolio de instrumentos; por ejemplo una dependencia excesiva y exclusiva en la fijación de estándares patrimoniales en niveles internacionales puede ser contraproducente y no ser un buen sistema. Hay un artículo reciente que escribí en la *American Economic Review* en que muestro que es pareto ineficiente depender excesivamente de un solo instrumento. Se necesita una variedad de instrumentos y esos instrumentos deben incluir lo que a veces se denomina límites a la velocidad; límites a la expansión de los portafolios de bancos particulares; deberían también incluir límites a las tasas de interés. Los límites a las tasas de interés alejan a quienes están dispuestos a asumir muchos riesgos ya que son los únicos que se endeudan a tasas muy altas; se deberían establecer una variedad de limitaciones, por ejemplo, sobre los montos de crédito para especulación con bienes raíces. Si Tailandia hubiera tenido este tipo de restricciones quizás habría evitado algunos de los excesos que le llevaron a la crisis en 1997.

En resumen; se necesita de un marco regulatorio muy amplio; pero y al mismo tiempo en que se piensa en este marco regulatorio, se debe pensar también en los objetivos de la regulación. Este fue un ejercicio en que estuve involucrado. Cuando el vicepresidente Gore como presidente del Consejo de Asesores Económicos; el proyecto denominado "reinventando el gobierno". En este proyecto lo que hicimos fue mirar a cada una de las actividades del gobierno; y luego nos preguntamos cuáles eran sus funciones y cuál era la mejor manera de hacerlas. En uno de los programas en los que participé fue en el del sector financiero. Determinamos que son cuatro los objetivos de regulación; no solamente el establecimiento de un sistema bancario sólido y seguro; no solamente la existencia de una regulación prudencial; sino que se debe promover la competencia, la protección al consumidor y asegurarse que exista crédito para los grupos desatendidos. Se necesita entonces de un marco regulatorio que cumpla con estos cuatro objetivos. Los techos a las tasas de interés pueden ser un intento importante de alcanzar los objetivos de protección al consumidor; la oferta de crédito a los grupos desatendidos; y, promover una gestión bancaria prudente esta discutiendo en un entorno con competencia limitada. En tanto este es un hecho que es fundamental aquí: solo

déjenme enfatizar, una vez más, el hecho de que con tantos bancos descapitalizados la competencia efectiva esta muy limitada en este mercado, incluso en los Estados Unidos si se observa la oferta de fondos, la competencia se está haciendo muy limitada.

Hicimos un estudio en el estado de Washington donde tratamos de responder la pregunta de cuántas fuentes alternativas de crédito enfrentan la mayoría de las empresas pequeñas y medianas. Y, el estudio demostró que en los Estados Unidos hay miles de bancos; pero cada empresa podía acceder apenas a una, dos o tres alternativas de crédito. Entonces, la competencia es muy limitada, por lo que hay que reconocer que en presencia de competencia limitada, se deben diseñar políticas que eviten cargos excesivos por intereses y para ello los techos a las tasas de interés pueden ser una herramienta apropiada para lograrlo.

Quiero hablar brevemente sobre el tema surgido ayer y que tiene que ver con los bancos extranjeros. Creo que los bancos extranjeros pueden jugar un papel muy importante en el desarrollo de la competencia en un entorno como el ecuatoriano y pueden ayudar a afianzar los estándares y calidad para la banca al establecer las normas apropiadas. Pero si miramos alrededor del mundo podemos también encontrar desventajas debidas a la presencia de bancos extranjeros en países en desarrollo. A veces bromeo con respecto a los bancos argentinos que enfrentaron recientemente la tormenta relativamente bien y la razón fue que no estaban prestando. Si ustedes mantienen su portafolio en bonos del tesoro (T-bills), les aseguro que estarán bien y no entrarán en recesión, pero ustedes no son un banco. El propósito de un banco es prestar dinero, es proporcionar crédito a la economía. Así que si los bancos quiebran, es terrible, pero si los bancos no prestan, también es terrible. Entonces es necesario asegurarse que los bancos extranjeros que vengan no solo presten a la IBM o a la Coca Cola, sino también a las empresas pequeñas y medianas. En los Estados Unidos se cuenta con los esquemas que pueden asegurar que esto se haga bien y estamos acostumbrados a ello ya que los bancos allá tampoco querían prestar y solamente recaudaban dinero de los ghettos, de la gente pobre, pero no prestaban a esa misma gente. Se llevaban su dinero pero no les entregaban a cambio capital sobre el cual esta gente pueda desarrollar sus negocios. Entonces implementamos una ley llamada Acta de Reinversión Comunitaria que impone requerimientos de reinversión de dinero en las comunidades, y ha sido exitosa al lograr que se genere inversión en las comunidades pequeñas, en los ghettos en los Estados Unidos.

Se pueden imponer este tipo de condicionamientos a los bancos extranjeros y decirles que si vienen a nuestra comunidad, siendo ésta Ecuador, deben generar crédito al alcance de una amplia gama de personas, pequeños negocios, gente indigente; y crear todo un marco de ese tipo.

Pienso que todo lo que he dicho no es muy controversial. Quiero llegar a aspectos más controversiales que tienen que ver con la política fiscal. De hecho, como dije, creo que uno de los roles del Banco Central debería ser discutir sobre todo el marco macroeconómico desde la perspectiva de ser una institución autónoma. Un amigo mío, que es un banquero central, dice que es preferible hablar de política fiscal antes que de política monetaria porque ese es trabajo de alguien más. Este es el estándar para los bancos centrales; y, se debe seguir esa tradición arraigada, de hablar tanto sobre política fiscal como de la política monetaria. En relación con la política fiscal; no hay desacuerdos sobre un hecho básico que es que los gobiernos tienen que vivir de sus propios recursos. No pueden tener crecimiento sostenido de ningún tipo si gastan más de lo que son sus ingresos a menos que puedan pedir prestado para los buenos proyectos que son los que generan altos rendimientos. Entonces, el incremento de los ingresos para cubrir los gastos no es el tema; la pregunta crítica consiste en cuál es el sistema óptimo de generación de ingresos, si este es un buen sistema impositivo. Y, el punto importante aquí es que el sistema impositivo que funciona bien en las economías industrializadas y avanzadas puede no funcionar bien, y normalmente no lo hace; en las economías en desarrollo, en especial en aquellas con funciones judiciales débiles. Voy a referirme al IVA y tengo que decirles que me siento un poco culpable en relación a este impuesto. Como algunos saben, mis libros sobre finanzas públicas son tal vez los libros de texto sobre ese tema mejor vendidos en el mundo, probablemente los han traducido a unos 10 o 15 idiomas, y en la nueva edición de mi libro les aseguro que encontrarán una extensa discusión sobre impuestos en los países en desarrollo. Si se lee el libro otra vez, me disculpo por ello, verán que se describe al IVA como un impuesto eficiente y no distorsionante, y que se recomienda a todos los gobiernos que lo apliquen. A lo largo y ancho del mundo se quisiera algo no distorsionante porque a nadie le gustan las distorsiones. Además que el IVA se supone justo y uniforme y con todas las propiedades deseables de un sistema impositivo bueno. Efectivamente, esto es así, si todo mundo paga el IVA en una sociedad, y si la economía es altamente industrializada, en la que se hace un buen trabajo de recaudación de impuestos; pero en la mayoría de los países en desarrollo, de los que desafortunadamente el Ecuador es un ejemplo, la recaudación impositiva es muy baja y cuando esto sucede, el IVA es extremadamente distorsionador, extremadamente ineficiente, extremadamente inequitativo. Ya que es un impuesto sobre el sector formal de la economía, es un impuesto al crecimiento, es un impuesto a las empresas que se desempeñan bien, y en este sentido no es equitativo de ninguna manera.

Sin embargo déjenme decirles que aún en los países más desarrollados hay una sensibilidad, o al menos una preocupación muy grande por estos temas. En los Estados Unidos, por ejemplo no hay un IVA, pero hay un impuesto a la renta y su recaudación es relativamente buena; pero, de todas formas, el ingreso agregado que se registra de todas las formas de recaudación de impuestos en los Estados Unidos

por parte de los socios y accionistas (no el de las corporaciones) es negativo. No creo que todos los que están relacionados en sociedades a lo largo de los Estados Unidos están perdiendo dinero en una economía que crece como está creciendo; no, lo que pasa es que han sido exitosos en encontrar formas de evadir los impuestos.

En Holanda, como otro ejemplo, hay dos tasas distintas de IVA. Ellos tienen una tasa de 6% para el sector de los servicios ya que es un sector que típicamente maneja dinero en efectivo y en el que hay un alto grado de evasión. El punto es que si se tiene un nivel de utilización de efectivo considerable, un incremento del IVA del 12 al 15% solamente incrementará las distorsiones, solamente incrementará las inequidades. Si, puede ser que genere más ingresos, pero no es un buen sistema impositivo. Entonces la pregunta es: ¿Cuál será un buen sistema impositivo?

Lo que voy a escribir en la siguiente edición de mi libro es lo que se pretendería para un país en desarrollo; esto es, un sistema impositivo resistente a la corrupción, no distorsionador y equitativo. Generalmente lo que se oye a la gente decir; lo que se le escucha comentar mucho; se refiere al problema de cómo hacer que se cumpla la ley (*enforcement problems*). En algunos casos se sugiere que se de al agente recaudador de impuestos más poder. En los Estados Unidos, el SRI da más poder a los recaudadores de impuesto para que si alguien no paga, entonces se le confisque sus propiedades rápidamente, consiguiéndose que se paguen enseguida. He visto a lo largo del mundo las consecuencias de esta receta, en especial donde no se tienen jueces independientes. Lo que se ha hecho entonces es dar el poder de extorsión al agente recaudador de impuestos. Los que a cambio de una participación pueden reducir el registro de esos ingresos, con lo que el negocio es clasificado como uno que genera un valor agregado más bajo. Así los negocios honestos son puestos en una situación difícil; y si intentan llevar esto a los tribunales, éstos no funcionan y perderán mucho tiempo y quien sabe si allí también enfrenten estos problemas.

Entonces, si no se tiene un sistema judicial eficiente, no se puede dar más poder a la policía recaudadora de impuestos; al menos que se tengan sistemas de recaudación y penalización muy simples y no tan complejos que se presten a generar más corrupción. La corrupción es mala para la sociedad, es mala para la política, mala para la economía, mala para los negocios, entonces deben buscar otros sistemas impositivos que sean lo que llamo resistentes a la corrupción, equitativos, ejecutores.

Por ejemplo se podría optar por elevados impuestos para los automóviles, para los autos grandes. Se pueden ejecutar, se puede ver qué carro tiene cada quién, se pueden tener licencias, se pueden tener sistemas de cruces de información. Se puede también aplicar un impuesto sobre los metros cuadrados de construcción de las casas; las casas de más de cierto tamaño deberán pagar impuestos muy altos. No se

necesita de procedimientos de valoración complejos para obtener el valor de la casa. Este impuesto podría ser apenas distorsionante pero es un buen sustituto y se puede medir.

Los impuestos sobre los recursos naturales típicamente se recaudan bien porque son generados en pocos lugares, transmitidos hacia pocos puntos y con pocos recaudadores a los que se les puede monitorear. Aquí la clave está en la información. Donde se pueda obtener información sobre una base impositiva apropiada es más difícil evadir y tampoco será una fuente de corrupción. Ahora en ese contexto, y sobre esta base, también se puede hablar de diferenciación en los aranceles o gravámenes. Una de las razones para que en los estados tempranos del desarrollo los países dependan de los aranceles es porque este es el tipo de impuestos más fácil de recaudar ya que en la mayoría de economías, las importaciones ingresan por un limitado número de canales: a través de puertos. Claro que si se tiene impuestos muy altos, estos generan contrabando; y esto le pone un límite a las tasas impositivas que se desean imponer; pero el problema central no es diferenciación de las tasas impositivas, sino el relativo a la claridad del impuesto. Se puede tener un impuesto elevado sobre los carros y uno bajo sobre ciertos servicios o alimentos. No hay confusión entre un automóvil y los alimentos. Nadie podría decir que el spaghetti es realmente un carro. Habría que estar loco. Pero si se aplican tasas impositivas distintas a los carros y camiones, habrá veces en que quieran hacer pasar un carro por camión o viceversa. Pero si hay fronteras suficientemente claras, se evitarían algunas de las distorsiones.

Permítanme resumir. Se trata de desarrollar regímenes impositivos desde una perspectiva de eficiencia social y económica; pero también éste es un aspecto de cohesión social porque los impuestos que son injustos llevan a generar inequidades en la sociedad. Déjenme concluir trayendo nuevamente el principal aspecto de esta charla. Hay un papel para el Banco Central, probablemente un papel más importante, particularmente importante en el contexto de la situación actual del Ecuador. Si ponen un ojo en su misión más amplia: crecimiento económico, empleo, y no confunden fines con medios, reconozcan que tienen un mejor conocimiento del contexto social y político y que nadie posiblemente lo tenga, reconozcan que la política económica no puede estar separada del contexto social y político, entonces el Ecuador tendrá mejores oportunidades de alcanzar un crecimiento más equitativo, sostenido y democrático, esa clase de crecimiento que beneficie a todos los habitantes del país. Gracias.

## Comentarios

BENJAMÍN COHEN

---

Creo que todos están de acuerdo con Joe Stiglitz, es un participante difícil de seguir. Pienso que estamos sobre el tiempo y sé que debo decir mis comentarios en forma muy breve.

Joe Stiglitz es difícil de seguir por muchas razones. Primero, porque no tuve un documento sobre el cual preparar previamente mis comentarios, por lo que he tomado notas apresuradamente a lo largo de su exposición. Pero, también por lo que es obvio, es uno de los gigantes de la profesión y yo no lo soy. Esto no presupone que voy a evadir mi responsabilidad de decir todo lo que tengo que decir. Es tentador simplemente decir que estoy de acuerdo. Después de todo, el mismo dice que casi todo lo que habló no es controversial y es evidente; por supuesto, qué voy a estar de acuerdo. Pero, esto no sería entonces muy interesante. Tampoco sería honesto porque creo que hay algunos puntos que necesitan discutirse más.

Stiglitz empezó haciendo puntualizaciones sobre el marco general que involucra la dolarización y se refirió específicamente a la teoría de las zonas monetarias óptimas. Estoy completamente de acuerdo con las críticas a esta teoría. Estoy de acuerdo que ésta teoría se desarrolló en un mundo donde los problemas de la balanza de pagos se asociaban con la cuenta corriente, en tanto existían incipientes flujos internacionales de capital. El mundo ha cambiado sustancialmente desde el artículo original de Mundell de 1961. Habiendo dicho esto, a pesar de que muchos economistas han tratado de extender la teoría de la zona monetaria óptima a un mundo de movimientos de capitales a gran escala, yo sostengo que esta teoría, en el mejor de los casos es apenas una guía parcial en el tema de dolarización y en términos más amplios en relación con la teoría de regímenes cambiarios incluso puede ser que sea equívoca ya que enfatiza solamente una parte de lo que involucran los cálculos que deben hacer los gobiernos.

Básicamente, lo que esta teoría explica es el trade off entre las ganancias microeconómicas de la integración financiera o monetaria; y, la reducción de los costos de transacción y las ganancias en eficiencia de ese tipo. El trade off entre las pérdidas potenciales a nivel macroeconómico: la pérdida de una política monetaria independiente o autónoma. Pero ignora muchas otras consideraciones, un número muy grande de beneficios y costos de opciones alternativas que involucran al régimen cambiario o régimen monetario que implican no solo asuntos como el señoreaje, sino que involucran temas como el simbolismo, que creo que se mantienen como temas importantes en el marco de las políticas inter estatales.

Todo eso importa en el desarrollo de las políticas domésticas y los aspectos distributivos también. Pero *"la prueba del budín es en el momento de comérselo"*, como decimos en inglés.

El hecho es de que si se miran las decisiones de los gobiernos en el mundo, cuando deciden incorporarse o no a una unión monetaria o abandonarla, si dolarizar o adoptar una caja de conversión o no, lo que se encuentra es que las consideraciones económicas que se identifican con la teoría del área monetaria óptima, nunca han sido decisivas. Lo que ha sido decisivo son otras consideraciones de naturaleza más política. Esto es conocido por la mayoría de estudiantes a partir de los ejemplos como la UME y otras, sobre las que he escrito yo mismo. No voy a profundizar en este tema, más allá de sugerir que se adopte la aproximación más amplia posible en el cálculo de los costos y los beneficios de este tipo de discusiones.

Ahora, que estamos hablando en el Ecuador y lo hacemos de la institución auspiciante, el Banco Central del Ecuador en el contexto de la dolarización, no creo que realmente se deban plantear argumentos a favor o en contra de la dolarización. Para el Ecuador, creo, es un "hecho consumado" (*fait accompli*) y no creo que haya dudas al respecto, al menos mientras el Ecuador esté dolarizado. Entonces, la pregunta que va es qué está en su agenda hoy en día; y en este contexto cuál es el papel del Banco Central.

Joe Stiglitz centró su charla en el papel del banco central, o más genéricamente, en las políticas públicas que influyen en el crédito tanto en el agregado como en su composición o asignación. Eso es, por su puesto, algo sobre lo que no tengo reparos. Pero quiero hacer dos preguntas: un aspecto que me ha impactado y que no lo tengo claro todavía, es sobre el papel del banco central en el control del crédito a nivel agregado y en su composición. No me quedó claro si esto se adoptaría en un entorno de dolarización. Poniéndolo de otra manera, no oí una discusión explícita o una descripción de cómo en el contexto de la dolarización, el Banco Central está en capacidad de hacer estas cosas. No estoy diciendo que no es posible, pero creo que debemos hablar más en detalle ya que la oferta monetaria se determina por la moneda de otra nación. No queda claro cuáles son esos instrumentos a través de los cuales el Banco Central va a seguir afectando al crédito.

La segunda pregunta que surgió en mi mente es sobre las aseveraciones de que existe cierta tendencia a juntar dos tipos diferentes de objetivos en la política del banco central con respecto al crédito. Uno tiene que ver con la estabilización anticíclica; a veces Joe Stiglitz se refirió al problema de la inestabilidad económica o volatilidad y al papel del banco central en este contexto vía control del crédito. Presumo, que la idea sería que a través de controlar el crédito se podría ayudar a aliviar el problema de inestabilidad y volatilidad en una economía real. Otras veces,

hizo hincapié en el papel generador de crecimiento de largo plazo, crecimiento de la producción real y crecimiento del empleo a través del crédito. Y mi pregunta se refiere a si estamos o no hablando de un instrumento de política para dos objetivos totalmente diferentes. El papel del banco central puede tener que ver con la estabilidad anticíclica y se maneja a través de la cantidad agregada de crédito a través del control de los movimientos del crédito hacia arriba o hacia abajo. En tanto que el asunto del crecimiento de largo plazo, de acuerdo a lo que me parece a partir de sus propias puntualizaciones, tendría que ver más con la composición y asignación del crédito. Pienso que estos dos aspectos son muy diferentes. Desde mi muy particular punto de vista pienso que es más fácil imaginar al banco central, o más ampliamente, al sector público influenciando en la asignación de crédito a través de los mismos medios sugeridos por Joseph Stiglitz. Entonces, sería para el sector público la tarea de controlar la cantidad agregada de crédito en un contexto de dolarización.

Más ampliamente, lo que realmente importa y lo que dijo Joseph Stiglitz, es cuál es el mecanismo más apropiado para la asignación de crédito. Esta es la pregunta clave. Estoy totalmente de acuerdo con las críticas que hizo sobre la dependencia absoluta en el mercado como asignador del crédito. Tenemos evidencia más que suficiente de la irracionalidad de los mercados financieros, de la exuberancia irracional o del pesimismo irracional, Tenemos evidencia más que suficiente para sugerir que los mercados pueden asignar el crédito en formas que no corresponden a alguna función de utilidad social. Tenemos mucha evidencia de que los mercados no crean automáticamente las reglas para las instituciones financieras que garanticen crecimiento de largo plazo y desarrollo. Habiendo planteado esto, de todas formas es importante tener en cuenta que cuando algo no funciona bien, no necesariamente hay que reemplazarlo. Si el mercado no funciona bien, no necesariamente se crea la "prima facie" para la intervención del gobierno.

Tengo que estar sesgado de la misma manera que Joe Stiglitz en cuanto al papel activo del gobierno en estos aspectos como en muchos otros. Pero pienso que es importante tener en cuenta los riesgos asociados con esto. El sector público por su naturaleza es político y debemos ser cuidadosos al asignarle papeles al banco central o al gobierno que puedan ser capturados por ciertos sectores de interés. Implícitamente se descubre en los argumentos de Joseph Stiglitz, y espero no malinterpretar algo que es muy fácil que los economistas piensen y es que se tenga la visión del gobierno como la entidad benevolente que busca alcanzar el bienestar público y de maximizarlo a nivel nacional como un todo.

El cientista social que hay en mí, me dice: espera, no es así como funciona el mundo. La forma en que el mundo funciona es que las instituciones públicas están atravesadas por los intereses sectoriales, esto es de lo que trata la política. El congresista Tip O'Neil decía que toda política es local; y, que todo sector público

esta afectado por un conflicto distributivo. Se debe tener esto siempre presente al tiempo en que pensamos en el papel apropiado para el gobierno, a la manera propuesta por Joe Stiglitz, que se refiere, por ejemplo, al crecimiento con adjetivos atractivos como crecimiento democrático, crecimiento equitativo y crecimiento sustentable. Todos son adjetivos que apruebo pero no son adjetivos que podemos dar por hechos. Estos son aspectos que involucran muchos manejos políticos, y creo que necesitamos estar alerta de los problemas que se darían si asignamos ciertos papeles clave al gobierno en la asignación de crédito ya que estaríamos creando automáticamente una situación de ganadores y perdedores, y esto generaría conflictos políticos y posiblemente podrían beneficiarse ciertos intereses.

Como lo dije antes tengo mis sesgos; y como Luis Philippe dijo ayer que él es un keynesiano no reconstruido, en cierto sentido, lo soy también. Pienso que hay un papel para un gobierno activista, pero pienso que debemos estar precavidos en no comparar una realidad inmediata imperfecta (el mercado) con una alternativa potencial idealizada (el gobierno benevolente). De hecho, el mundo no funciona así. El aspecto clave parece ser el de determinar un equilibrio adecuado entre el mercado y el sector público en cuanto al control del crédito, sea en su agregado, o en su composición y asignación. Y, luego habrá que preguntarse: quién va a controlar a los controladores? Digamos, que en un contexto de mercado (sin que me incline a pensar de esa manera) lo puede hacer un banco central que no "rinda cuentas" en forma democrática?; o, un sector público que pueda ser capturado por ciertos sectores de interés? Estos son cuestionamientos legítimos. En relación con los otros papeles que puede asumir el banco central en el contexto de la dolarización, como el de proveer un marco regulatorio amplio y fuerte, como Joe Stiglitz recomendó, estoy totalmente de acuerdo y no tengo nada que decir al respecto.