

LOS USOS FISCALES DE LA MONEDA Y LA SOBERANÍA MONETARIA: MÉXICO 1970-1995*

ALCIDES JOSÉ LASA**

INTRODUCCIÓN

El colapso cambiario de México en diciembre de 1994 renovó la discusión acerca de la conveniencia y factibilidad de la instalación de un consejo monetario o la adopción de alguna forma de unión monetaria con los socios del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Estas propuestas no oficiales levantan, con toda justificación, el clamor de que implicarían una pérdida de soberanía monetaria del país, al cercenar drásticamente la discrecionalidad en la gestión monetaria local, en favor de la discrecionalidad de algún banco central extranjero. Sin embargo, un país también pierde soberanía monetaria cuando los residentes del mismo abandonan el uso de la moneda nacional y la sustituyen por otras monedas, por otros tipos de activos financieros y hasta recurren a complicadas y costosas formas de trueque para evitar su tenencia. El principal objetivo de este trabajo es el de ilustrar con datos la evolución que en este aspecto se ha dado en México en los últimos veinticinco años y el de argumentar a favor de que la economía mexicana todavía está en condiciones de eludir alguna institución extrema como el llamado consejo monetario. Hacemos primero un breve repaso sobre el significado de los conceptos de señoreaje e impuesto inflacionario y de su relación con el comportamiento del público en torno a las tenencias de moneda. Después de hacer un desglose del señoreaje en impuesto inflacionario y variación

* Agradezco los valiosos comentarios y sugerencias de los árbitros anónimos que sirvieron para mejorar el contenido del ensayo.

** Docente-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-I. Apartado Postal 22-602. México 14000, D.F. Correo electrónico: lcaj@xanum.uam.mx.

de saldos reales, mostramos la dinámica del caso mexicano. A continuación se hace una breve presentación de la naturaleza del llamado consejo monetario y de sus implicaciones como sustituto de las funciones de un banco central. Finalmente, señalamos nuestras conclusiones.

I. SEÑOREAJE E IMPUESTO INFLACIONARIO

En la medida en que los agentes económicos deseen utilizar como medio de cambio y reserva de valor la moneda de curso legal que emite el gobierno, éste puede adquirir bienes, servicios y activos¹ del resto de la sociedad e imprimir dinero para pagarlos. Esta capacidad del gobierno para apropiarse de recursos a cambio de dinero sin ningún valor intrínseco se denomina señoreaje. El monto de señoreaje que el gobierno gana durante un cierto periodo es igual al valor de los bienes obtenidos menos el costo de fabricar dinero (insumos materiales, laborales y costos administrativos entre otros).² La demanda de dinero de curso legal le pone un claro límite a la capacidad del gobierno para obtener señoreaje del resto de la sociedad. Normalmente, esta demanda aumenta cuando el nivel de actividad económica está creciendo y, por lo mismo, también lo hace el número y valor de las transacciones económicas que se realizan por medio del dinero. Otro factor de aumento de la demanda de dinero puede ser un cambio en las preferencias de los operadores económicos en el sentido de mantener en forma monetaria una proporción más elevada de su riqueza.³

Pero si las autoridades monetarias están dispuestas a soportar un proceso inflacionario, el gobierno puede obtener señoreaje del resto de la sociedad aun cuando la economía se encuentre en pleno empleo y no haya, por tanto, un crecimiento de la actividad económica ni tampoco un aumento autónomo de la demanda de dinero. En tanto no exista un rechazo absoluto a la moneda de curso legal, el gobierno podrá adquirir recursos reales de la sociedad a cambio del dinero que fabrica, debido a que los operadores económicos

¹ En lo que sigue hablaremos en general de bienes.

² Este costo es ínfimo en relación con el valor nominal del dinero fabricado, por lo que se supone igual a cero.

³ Sin embargo, los procesos de innovación financiera empujan hacia una disminución de esta proporción.

creen que podrán deshacerse de los mismos pasándoselos a otros operadores a cambio de recursos diversos. Pero como la sociedad en su conjunto no puede desprenderse del exceso (respecto a la demanda) del dinero en circulación, este sobrante de oferta monetaria se transforma en un excedente de bienes y servicios que sólo puede desaparecer por medio del crecimiento del nivel de precios. La inflación, al reducir el valor real de los saldos monetarios, permite el regreso al equilibrio inicial entre oferta y demanda de dinero. El monto de señoreaje que el gobierno obtiene mediante el aumento del nivel de precios, se conoce como impuesto inflacionario. Pero la “recaudación” por concepto de impuesto inflacionario también tiene límites. Si bien la autoridad monetaria podría imponer a la sociedad la tasa de inflación que desee mediante la manipulación de la oferta monetaria, el público puede defenderse de este impuesto reduciendo sus tenencias reales de papel moneda. Ciertamente, como el público advierte que la inflación es un costo de sus tenencias de dinero, existirá una relación inversa entre la tasa de inflación y el tamaño real de los saldos monetarios (el poder adquisitivo de esos saldos) que el público mantiene. Se ha encontrado en numerosas investigaciones empíricas que si se parte de una situación de baja inflación, cuando ésta va subiendo, el público reacciona con cierta lentitud para modificar a la baja sus tenencias de saldos reales, y por tanto, la “recaudación” por el impuesto inflacionario se eleva. Pero, a medida que la inflación sigue creciendo, el público acelera la disminución de sus saldos reales de tal suerte que llega un momento en que la mayor tasa de inflación se compensa exactamente con la disminución de los saldos reales y el impuesto inflacionario alcanza su nivel máximo posible. Si la tasa de inflación sigue creciendo, la desmonetización de la sociedad será de tal intensidad que el valor del impuesto inflacionario decrecerá, en vez de elevarse y la economía se encaminará —si no se frena este proceso a tiempo— hacia la hiperinflación, el rechazo de la moneda y el colapso del sistema monetario nacional.⁴ La pérdida de soberanía monetaria que esta situación implica, es un límite muy evidente de la potencialidad del impuesto inflacionario como fuente de recursos para las finanzas públicas.

En síntesis, el señoreaje se puede descomponer en dos partes: una originada en el aumento de los saldos reales del público y otra en el proceso inflacionario. Más formalmente, si adoptamos como definición que el señoreaje

⁴ Se dice que el impuesto inflacionario sigue la trayectoria de la curva de Laffer.

(S) es el valor real de los bienes y servicios adquiridos por el gobierno a cambio de la emisión de dinero (M), podemos expresarlo como:

$$(1) \quad \begin{aligned} S_t &= \Delta M_t / P_t \\ &= (M_t - M_{t-1}) / P_t \end{aligned}$$

siendo P el nivel de precios, y donde t indica el periodo para las variables de flujo y el final del mismo para las variables de acervo. Si en el lado derecho de (1) sumamos y restamos M_{t-1}/P_{t-1} , con algo de manipulación algebraica se llega a:

$$(2) \quad \begin{aligned} S_t &= (M_t/P_t - M_{t-1}/P_{t-1}) + M_{t-1}/P_{t-1} [\pi_t / (1 + \pi_t)] \\ &= \Delta m_t + m_{t-1} [\pi_t / (1 + \pi_t)] \end{aligned}$$

donde $m = M/P$ es la cantidad real de dinero y $\pi_t = P_t/P_{t-1} - 1$ es la tasa de inflación durante el periodo t . Así, el señoreaje se puede dividir en dos partes: una ($\Delta m = M_t/P_t - M_{t-1}/P_{t-1}$) es la parte del señoreaje que el gobierno obtiene en un periodo debido al incremento ocurrido en los saldos reales mantenidos por el público, mientras que el segundo componente, lo que hemos llamado el impuesto inflacionario, puede a su vez interpretarse como el producto de la “base imponible” m por la “tasa tributaria” $[\pi_t / (1 + \pi_t)]$.

Podemos ver en (2) que el gobierno puede obtener señoreaje aun cuando la tasa de inflación fuera nula, si el público estuviera dispuesto a incrementar la tenencia de saldos monetarios reales. Es muy probable que ello suceda si se trata de una economía en crecimiento, donde el número y valor de los intercambios está aumentando. Si el sector privado de la economía no desea acumular saldos reales adicionales, $\Delta m = 0$, el gobierno todavía puede obtener señoreaje, pero sólo si $\pi > 0$. El problema es que con una tasa de inflación positiva, la gente comenzará a disminuir sus saldos reales, y dependiendo de la intensidad del proceso de sustitución de la moneda, el señoreaje puede acrecentarse o decrecer.⁵

⁵ Ello depende de la demanda de dinero representativa de los agentes económicos. Es usual considerar que esta demanda es del tipo de la encontrada por Cagan en su estudio de los procesos hiperinflacionarios europeos: $m = e^{-\alpha p}$. Con esta función, el impuesto inflacionario crece cuando $p < 1/\alpha$, alcanza el máximo cuando $\pi = 1/\alpha$ y decrece si $\pi > 1/\alpha$.

II. UN PERFIL DEL CASO MEXICANO: 1970-1995

a. Elección del agregado monetario

La elección del agregado monetario que debe usarse para la medición del señoreaje e impuesto inflacionario no es simple. Ciertamente, se pueden encontrar en el caso mexicano diferencias importantes en este tipo de mediciones debido al uso de agregados monetarios distintos. De éstos, los más utilizados son monedas y billetes (myB) y la base monetaria (BM). La diferencia entre estos dos agregados consiste en los depósitos del sistema bancario en el banco central. Cuando estos depósitos no son remunerados, comparten con monedas y billetes la característica de ser pasivos del banco central por los cuales no se paga interés alguno; en este caso es claro que la base monetaria es un buen agregado para calcular el señoreaje y el impuesto inflacionario. En el caso mexicano, dado que los depósitos bancarios en el banco central han sido remunerados en gran parte, es decir, obtienen un rendimiento que los bancos cobran, no parece apropiado usar la totalidad de la base monetaria para el cálculo del señoreaje. En todo caso, el señoreaje obtenido por el gobierno sería igual a la diferencia entre el interés de los depósitos bancarios en el banco central calculados a la tasa de mercado, menos el interés efectivo pagado por el Banco de México a los bancos depositantes.⁶ Otro agregado monetario que podría utilizarse para este cálculo es el conocido como *M1* que corresponde a la suma de monedas y billetes más los depósitos del público en cuenta de cheques en el sistema bancario. Estos dos componentes de *M1* tienen, normalmente, la característica común de ser activos financieros que no devengan interés. Cuando el sistema bancario es privado, podría considerarse que la ganancia inflacionaria producida por los depósitos en cuentas de cheques, es apropiada por los bancos como parte del negocio bancario; pero si el sistema bancario es propiedad parcial o totalmente del gobierno —como fue en el caso mexicano desde septiembre de 1982 hasta finales de los ochenta— entonces existiría una buena razón para considerar que el gobierno se apropia —parcial o totalmente según sea el caso— de las ganancias inflacionarias

⁶ Gil Díaz (1984) desglosó el monto de depósitos en el banco central entre remunerados y no remunerados para los años 1976 a 1980. En esos cinco años, los depósitos remunerados fueron superiores a 94% del total.

que generan las cuentas de cheques y podría considerarse como impuesto inflacionario.⁷

Seguramente las dispares mediciones que a veces se publican del señoreaje e impuesto inflacionario en México⁸ son resultado del uso de agregados monetarios también diversos. Por ejemplo, en el Informe Anual del Banco de México correspondiente a 1987 aparece un cálculo de la “ganancia inflacionaria sobre la deuda monetaria denominada en moneda nacional” para el año 1982 equivalente al 5.5% del PIB. Para este mismo año, Aspe Armella, entonces secretario de Hacienda y Crédito Público, calculó un “impuesto inflacionario” equivalente al 10% del PIB, mientras que Gil Díaz y Ramos Tercero calculan un impuesto inflacionario sobre la deuda sin intereses de 4.4% del PIB.⁹

Sin duda, existen problemas teóricos importantes en relación con el agregado monetario que se usa para estos cálculos, en particular para identificar la modalidad de financiamiento de los gastos del gobierno y sus repercusiones macroeconómicas; pero también en cierta medida es una cuestión convencional. Lo importante es señalar con claridad el agregado que se utiliza y las particularidades de la medición. Por nuestra parte, nos parece más adecuado que la obtención de recursos netos que el gobierno obtiene por medio de los depósitos bancarios en el banco central sea considerado como un impuesto a la intermediación financiera y no como señoreaje. Además, dado que no existe información disponible del monto de intereses pagados por el banco central al sistema bancario por estos recursos, tampoco estamos en condiciones de hacer el cálculo de los fondos aportados por esta fuente de financiamiento.¹⁰ En la actualidad, como resultado de las medidas de liberación financiera gradualmente implantadas desde finales de 1988, los depósitos bancarios representan una parte muy pequeña —casi nula— de la base monetaria. Por otro lado, en los últimos años han sido crecientemente importantes los flujos de financiamiento del banco central al sistema bancario

⁷ Sin embargo, también habría que considerar que los propietarios de los bancos fueron indemnizados por las propiedades nacionalizadas y que incluso se les pagó intereses desde el momento de la expropiación hasta que se hizo efectivo el pago.

⁸ También en otras partes del mundo. Véase por ejemplo las diferencias sobre el tamaño del señoreaje en Alemania según Fischer (1982) y Klein y Neumann (1990).

⁹ Banco de México (1988), p. 236, Aspe Armella (1993), p. 69 y Gil Díaz y Ramos Tercero (1988), p. 438. Lamentablemente, ninguno señala de manera específica el agregado utilizado para esos cálculos. Los cálculos nuestros para 1982, según monedas y billetes (MyB) y según la base monetaria (BM), pueden verse en el cuadro 1.

¹⁰ Nosotros no hemos encontrado ninguna publicación oficial disponible con este detalle.

y no disponemos de información sobre los flujos de intereses cobrados por el banco central. Adicionalmente, especialmente desde la crisis desatada a fines de 1994, el banco central ha tenido que proporcionar fondos para diversas modalidades de salvataje del conjunto del sistema bancario, que, en todo caso, deberían restarse del impuesto inflacionario obtenido por los depósitos bancarios.

Por las razones mencionadas, utilizaremos el agregado monedas y billetes en poder del público¹¹ para bosquejar el perfil de los usos fiscales de la moneda en México. Para tener una idea de las posibles diferencias cuantitativas, se hace un cálculo alternativo del señoreaje e impuesto inflacionario considerando a la base monetaria como el agregado relevante (véase cuadro 1). Sin embargo, debe tenerse muy presente que las ganancias del gobierno (y las pérdidas del público) relacionadas con los procesos inflacionarios pueden ser, y normalmente son, de mayor peso de lo que indica alguno de estos agregados monetarios, cuando el gobierno se encuentra endeudado mediante títulos públicos denominados en moneda nacional y cuyo principal no tiene cobertura contra la inflación.

b. Cálculo y evolución del señoreaje e impuesto inflacionario

Partiendo de los datos mensuales de monedas y billetes se calcula el señoreaje mensual y se descompone el mismo en variaciones de los saldos reales e impuesto inflacionario, de acuerdo con la identidad (2). El índice de precios con que se deflactan los valores nominales y se obtienen las tasas de inflación respectivas es el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), considerando su valor promedio en 1980 igual a la unidad. De esa manera, disponemos de cifras mensuales a precios constantes de 1980 cuya suma anual podrá compararse con cifras del Producto Interno Bruto en pesos constantes de ese mismo año,¹² cosa que hacemos en el cuadro 1. Puesto que el principal objetivo del trabajo es obtener los “hechos estilizados” del periodo y no información puntual, se construyeron series mensuales de las variables relevantes como pro-

¹¹ Recientemente el Banco de México ha reformulado la base monetaria y, entre otros cambios, ha incluido monedas y billetes en caja de los bancos como parte de la base según sus usos. Puesto que no se dispone de la reconstrucción completa de esta serie para el periodo que nosotros estudiamos, nuestro trabajo usa monedas y billetes en poder del público.

¹² Aunque, claro está, el índice de precios implícito en el PIB es distinto en su metodología y su cobertura del INPC.

CUADRO 1
INDICADORES ANUALES
(COMO PROPORCIÓN DEL PIB)

Año	SalDOS reales		Var. salDOS reales		Impuesto inflacionario		Señoreaje	
	MyB	BM	MyB	BM	MyB	BM	MyB	BM
1970	3.44	10.58	0.20	0.58	0.16	0.49	0.36	1.07
1971	3.39	10.99	0.12	1.49	0.17	0.55	0.29	2.03
1972	3.44	11.82	0.59	1.49	0.18	0.62	0.77	2.11
1973	3.53	11.62	0.20	0.22	0.68	2.22	0.88	2.44
1974	3.39	11.21	0.13	0.71	0.64	2.08	0.77	2.79
1975	3.49	12.34	0.38	2.29	0.37	1.28	0.75	3.57
1976	3.77	13.00	0.80	0.48	0.90	3.09	1.70	3.57
1977	3.69	12.88	-0.37	0.69	0.71	2.40	0.34	3.09
1978	3.53	12.76	0.45	1.37	0.52	1.88	0.97	3.25
1979	3.63	12.93	0.34	1.62	0.66	2.32	1.00	3.94
1980	3.45	13.04	0.01	1.16	0.90	3.35	0.91	4.50
1981	3.48	13.71	0.45	1.70	0.86	3.39	1.31	5.09
1982	3.49	15.89	-0.42	-0.65	2.33	10.58	1.91	9.93
1983	2.61	12.41	-0.98	-1.89	1.62	7.42	0.64	5.52
1984	2.31	11.98	0.10	-0.34	1.06	5.49	1.16	5.15
1985	2.32	9.57	-0.15	-3.36	1.14	4.77	0.99	1.41
1986	2.12	7.10	-0.39	-2.52	1.51	5.10	1.12	2.57
1987	1.89	4.88	-0.18	-2.14	1.74	4.57	1.56	2.43
1988	1.97	3.73	0.39	-0.31	0.77	4.57	1.16	1.26
1989	2.16	3.12	0.34	-0.29	0.38	0.57	0.72	0.28
1990	2.21	2.83	0.14	0.15	0.58	0.75	0.72	0.89
1991	2.42	3.04	0.29	0.26	0.41	0.52	0.70	0.78
1992	2.55	3.05	0.14	0.08	0.29	0.35	0.43	0.43
1993	2.56	2.95	0.16	0.02	0.20	0.23	0.36	0.25
1994	2.81	3.19	0.37	0.26	0.19	0.22	0.56	0.48
1995	2.52	2.76	-0.84	-0.92	1.11	1.21	0.27	0.29

FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México. Indicadores Económicos, varios meses.

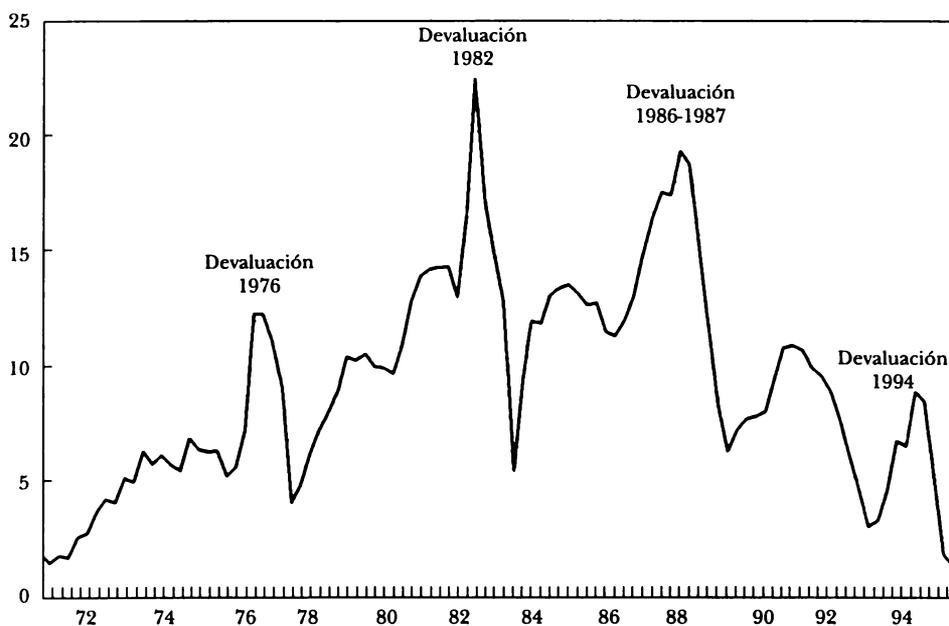
medios móviles anuales¹³ que suavizan las fluctuaciones que se observan en estas series. Los resultados son los que aparecen en las gráficas 1 a 3.

c. Resultados

En la gráfica 1 vemos la evolución mensual del señoreaje total obtenido por el gobierno medido en pesos de valor constante.

El principal resultado que emerge de esta gráfica son los cuatro “picos” del señoreaje asociados con los años en los que se produjeron macrodevaluaciones

GRÁFICA 1
SEÑOREAJE TOTAL
MILLONES DE PESOS DE 1980, FLUJO TRIMESTRAL

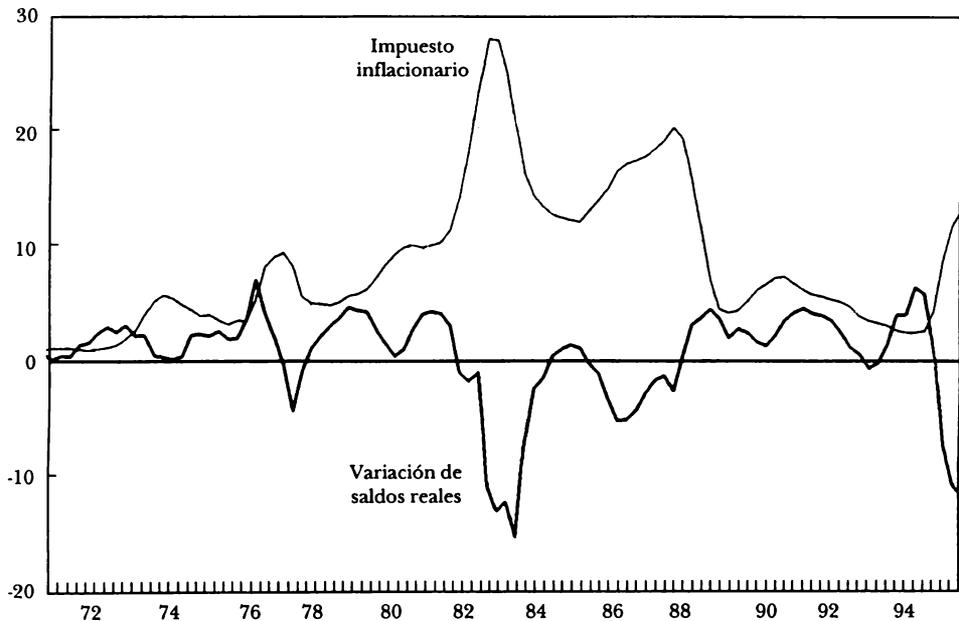


¹³ El promedio móvil de cualquier variable X en el mes t (XM_t) es calculado como $(X_{t,11} + X_{t,10} + \dots + X_t)/12$.

y erupciones inflacionarias: 1976, 1982, 1986-1987 y 1994. Puede observarse un quinto pico del señoreaje entre los años 1990 y 1992, que no está relacionado con ninguna devaluación discreta. Se trata en este caso, de la coincidencia, en el contexto de una política estabilizadora exitosa, de una recuperación de los saldos reales con el rebote inflacionario de 1990.¹⁴

En la gráfica 2, se observa la dinámica durante el periodo completo de los dos componentes del señoreaje: el impuesto inflacionario y la variación de saldos reales, mientras que en la gráfica 3 vemos la evolución del acervo de saldos reales mantenido por el público junto con el comportamiento inflacionario del periodo.

GRÁFICA 2
IMPUESTO INFLACIONARIO Y VARIACIÓN DE SALDOS REALES
MILL. DE PESOS DE 1980, FLUJO TRIMESTRAL

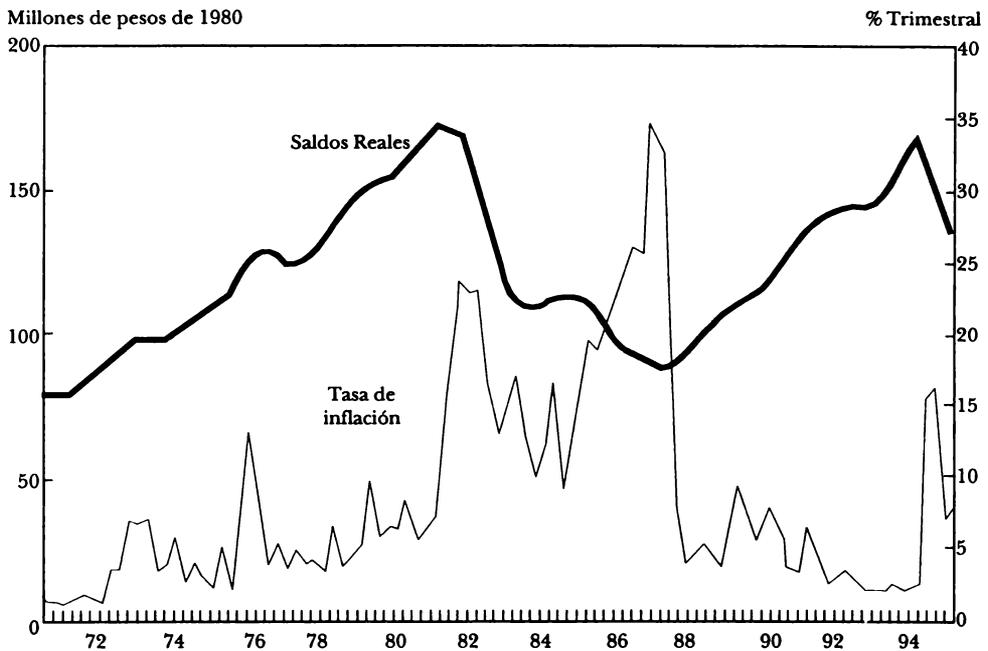


¹⁴ Para 1989 la tasa de inflación había descendido a sólo 19.7% anual, pero en 1990 volvió a crecer para situarse en 29.9 por ciento.

Sobresale aquí (gráfica 2) el movimiento opuesto entre la evolución del impuesto inflacionario y la variación de saldos reales, especialmente en los cuatro años críticos mencionados en el párrafo anterior. Si exceptuamos el pequeño lapso posterior a la devaluación de 1976, los saldos reales crecen sostenidamente durante toda la década de los años setenta, hasta la crisis cambiaria y la erupción inflacionaria de 1982, cuando se alcanza el máximo nivel de todo el periodo. A partir de este año se produce un marcado descenso en los saldos reales mantenidos por el público.

La ligera tendencia a la recuperación de estos saldos que se verifica entre los años 1984-1985 es abortada por la devaluación de 1986 y la recesión económica de ese año. Otra característica notable que se aprecia en las gráficas 2 y 3, es que la devaluación de finales de 1987 fue seguida, hasta 1994, por

GRÁFICA 3
SALDOS REALES Y TASA DE INFLACIÓN



un periodo de recuperación de los saldos reales, a diferencia de los otros episodios devaluatorios. Esta diferente respuesta tiene una explicación sencilla: las devaluaciones anteriores fueron seguidas de fuertes presiones inflacionarias, mientras que a la devaluación de 1987 le siguió un exitoso programa de estabilización heterodoxo que redujo abruptamente la tasa de crecimiento de los precios y que además produjo una moderada recuperación de la actividad económica. Finalmente, vemos que la macrodevaluación de los últimos días de 1994 tuvo el resultado estándar: una variación negativa de los saldos reales mantenidos por el público.

Para completar el análisis anterior, en el cuadro 1 se presentan datos anuales de saldos reales, señoreaje total y su descomposición en impuesto inflacionario y variación de saldos reales, todos como proporción del PIB respectivo, y considerando a la base monetaria como una alternativa de medición. Los aspectos centrales que revela este cuadro son los siguientes: (a) No obstante que los saldos reales mantenidos por el público crecen sostenidamente desde 1970 hasta 1982 (véase gráfica 3), la monetización de la economía (M/B como proporción del PIB) se mantiene prácticamente estable, alcanzando su nivel más alto en 1976. A partir de la crisis de 1982, el coeficiente de monetización desciende de manera significativa y persistente hasta 1987; puesto que este periodo fue uno de crecimiento económico nulo, el mantenimiento de saldos reales desciende pronunciadamente hasta alcanzar el nivel más bajo de todo el periodo. Como resultado del exitoso plan de estabilización iniciado a fines de 1987, comienza una tendencia ascendente en la tenencia de saldos reales; el coeficiente de monetización también se eleva, pero muy suavemente y sin llegar a alcanzar la proporción que se tenía en 1982. En el año 1995, luego de la devaluación de finales de 1994, nuevamente aparece un punto de inflexión hacia la baja en el perfil de tenencia de saldos reales y coeficiente de monetización.

También se observa la especial significación de los años de fuertes devaluaciones: 1976, 1982, 1986-1987 y 1994-1995. Vemos que en esos años el impuesto inflacionario y el señoreaje total alcanzan valores superiores a los que se observan en los años inmediatamente precedentes. La importancia de las devaluaciones discretas es todavía más notoria cuando vemos que en los años que se produjeron, el grueso del señoreaje anual es captado en unos pocos meses: el mes de la devaluación y los siguientes (véase cuadro 2). Sin embargo, en 1995, si bien se verifica un fuerte repunte del impuesto inflacionario, el señoreaje total como proporción del PIB desciende. Este resultado es consis-

CUADRO 2
DEVALUACIÓN Y SEÑOREAJE
PORCENTAJE DEL SEÑOREAJE ANUAL OBTENIDO EN EL MES
DE LA DEVALUACIÓN Y SIGUIENTES

Año	Mes Devaluación	Periodo	Señoreaje % PIB	del Señ. del año
1976	Septiembre	Sep-Dic (4 meses)	1.86%	110
1982	Agosto-Diciembre	Ago-Dic (5 meses)	1.69%	88
1987	Noviembre	Nov-Dic (2 meses)	0.68%	44
1994	Diciembre	Diciembre (1 mes)	0.5%	89

FUENTE: Construcción propia con datos de Banco de México. Indicadores Económicos, varios meses.

tente con una tendencia que —con matices— se manifiesta a lo largo de los veinticinco años estudiados: si bien las devaluaciones abruptas han sido capaces de elevar el impuesto inflacionario, la reacción adversa de los poseedores de saldos monetarios reales ha convertido a la devaluación y la inflación en un instrumento de finanzas públicas cada vez más endeble.

III. SOBRE LOS CONSEJOS MONETARIOS

En lo esencial, el esquema de política de estabilización basado en la existencia de alguna forma de consejo monetario se integra por tres ingredientes: 1) el establecimiento de un tipo de cambio fijo entre la moneda local y una divisa extranjera de valor muy estable (por ejemplo, el dólar de Estados Unidos o el marco alemán), 2) una declaración con fuerza legal asegurando la plena

convertibilidad entre la moneda local y la divisa extranjera y 3) una regla de creación monetaria que establece una relación prácticamente fija entre el acervo de reservas en divisas del banco central con el valor del circulante monetario (básicamente monedas y billetes) en moneda local. Esta regla consiste en que el consejo monetario sólo expande la oferta de moneda mediante la compra de divisas y sólo la reduce mediante la venta de las mismas, en todos los casos al tipo de cambio establecido. En otras palabras, el consejo monetario actúa como una caja de conversión de monedas. Si al momento de establecer el esquema, el circulante está cubierto en un 100% con las reservas,¹⁵ la regla de creación monetaria mantendrá permanentemente esta relación. El mantenimiento de esta regla monetaria significa una pérdida casi completa de discrecionalidad por parte de la autoridad monetaria local, al hacer de la oferta monetaria una variable endógena determinada por la demanda de los operadores económicos. El país que implanta un consejo monetario se queda prácticamente sin política monetaria, pero sufrirá las consecuencias de la política monetaria del país que emite la moneda de reserva, en la medida que ello afecte la demanda de moneda local. Nótese que el gobierno puede obtener alguna forma de señoreaje, aun con un consejo monetario, debido a que las reservas de divisas convenientemente invertidas pueden ganar un interés superior al costo de administrar el sistema. Sin embargo, la institución no tiene facultad discrecional sobre el señoreaje debido a que no controla la tasa de interés externa ni tampoco el monto de las reservas internacionales.

La existencia de un tipo de cambio fijo implica que el nivel de precios en moneda local de los bienes comerciables internacionalmente, tenderá a moverse a la par del nivel de precios en la moneda extranjera elegida; esto es, mediante el tipo de cambio fijo, el país puede “pegar” de manera casi instantánea su tasa de inflación de los comerciables a la tasa de inflación del país con moneda estable. Los otros dos ingredientes tienen el propósito de darle credibilidad al tipo de cambio fijo. En la medida que no haya ninguna limitación legal para el uso de la moneda extranjera y que la institución monetaria no viole la regla establecida, ella siempre estará en condiciones de “comprarle” al público con el acervo de reservas todo el circulante que deseen vender al tipo de cambio fijo; por tanto, se cree que los agentes económicos bajo nin-

¹⁵ No es una condición necesaria que la cobertura sea del 100%, aunque es deseable que esté muy cerca de esa proporción.

guna circunstancia tendrán motivos para formar expectativas devaluatorias, puesto que cualquier ataque especulativo podría ser exitosamente resistido por el instituto monetario central. Así, con un tipo de cambio firmemente establecido, se suprime drásticamente cualquier elemento de inercia inflacionaria. Esa es la gran ventaja del esquema del consejo monetario.

Sin embargo, este arreglo monetario-cambiario tiene algunas desventajas notables respecto al manejo monetario convencional de un banco central. Una de ellas es que la regla monetaria aludida impide la existencia de un prestamista de última instancia en el sistema de pagos del país. En particular, si aparecieran problemas de liquidez o amenazas de insolvencia en alguna parte del sistema bancario comercial, no existirá institución alguna que garantice un salvataje de emergencia. Ésta es una gran desventaja porque al estar advertido el público de esta debilidad, el sistema bancario queda mucho más expuesto a la ocurrencia de corridas bancarias y pánicos financieros. Entonces, la pregunta que lógicamente el público se puede hacer es, hasta cuándo podrá resistir el gobierno una corrida bancaria sin abandonar su regla monetaria.

Otra desventaja notable del esquema tipo consejo monetario es que al establecer rígidamente un precio nominal, el precio de la moneda de reserva, obliga a tener una gran flexibilidad en el resto del sistema económico. Si otros precios de la economía son nominalmente rígidos, entonces lo que se tiene es un sistema con rigidez de precios relativos. En este caso, la eventualidad de un choque exógeno adverso (interno o externo) difícilmente podrá ser absorbido sin crear desajustes macroeconómicos de importancia. Ciertamente, uno de los precios nominales que debería ser muy flexible —también en sentido descendente— es el salario nominal. Pero, como sabemos por lo menos desde Keynes, éste es un precio nominal muy rígido a la baja. La coherencia del modelo de estabilización del tipo de consejo monetario conduce necesariamente a la búsqueda de lo que hoy se llama “flexibilidad laboral”, lo cual implica normalmente una modificación muy profunda de las instituciones e instancias de negociación de las condiciones laborales, incluida la cuestión salarial; si las condiciones políticas hacen difícil alcanzar este cambio institucional, entonces se pondrá en duda la continuación del modelo de estabilización con tipo de cambio fijo, porque el gobierno deberá decidir en términos de las opciones que impliquen menor costo político.

El hecho de que la viabilidad del esquema de consejo monetario con tipo de cambio fijo pueda ser puesto en tela de juicio por los operadores econó-

micos cuando se produce un choque adverso como una corrida bancaria, una elevación de la tasa de interés internacional o una devaluación de la moneda en un país vecino con el cual se tiene una relación comercial muy intensa, nos muestra la debilidad quizá más importante del modelo de Consejo Monetario: la posibilidad de que el gobierno lo cancele y deprecie el valor de la moneda. En otras palabras, la sola existencia de un consejo monetario no puede garantizar la credibilidad del régimen cambiario aun cuando el gobierno respete las reglas del juego, porque el público sabe que esa institución puede ser abandonada en caso de que entre en conflicto con los objetivos políticos del gobierno.

CONCLUSIONES

De La evidencia empírica mostrada para el caso de México se puede concluir: (a) El tamaño del señoreaje e impuesto inflacionario obtenido durante 1970 a 1995 no ha sido de gran significación como fuente de financiamiento del gobierno, excepto en aquellos periodos en que se produjeron devaluaciones abruptas seguidas de procesos inflacionarios no menos intensos; (b) Durante el lapso 1970-1982 los saldos reales mantenidos por el público crecen sostenidamente, no obstante que éste fue un periodo en que el fenómeno inflacionario se agudiza; ello se debe a que también fue un periodo de fuerte crecimiento económico. Cuando se miden los saldos reales como proporción del PIB, se observa que la monetización de la economía se mantuvo prácticamente inalterada; (c) A partir del disparo inflacionario de 1982, la monetización descendió sostenidamente hasta 1987, cuando los saldos monetarios reales en poder del público como proporción del PIB alcanzan su valor más bajo de todo el periodo y llegan a ser la mitad de lo que eran en 1982; (d) A partir de 1988, cuando la tasa de inflación desciende abruptamente, se verifica un proceso continuo de remonetización de la economía, aunque lo suficientemente suave como para no poder recuperar el nivel alcanzado en la década de los ochenta; (e) El colapso cambiario de fines de diciembre de 1994 y el disparo inflacionario que le siguió, repitió el patrón de las devaluaciones de 1976 y 1982: un aumento en la recolección de señoreaje e impuesto inflacionario en el lapso inmediato posterior a la devaluación, seguido de una caída muy importante en la monetización de la economía como respuesta del público a la inflación.

La evolución que describen estas cifras señalan que en México se fue configurando un proceso de pérdida de soberanía monetaria, determinada por el comportamiento del público respecto a la tenencia de saldos monetarios y que se expresó en la desmonetización gradual de la economía.

Como habíamos mencionado, las ganancias inflacionarias que obtiene el fisco van más allá de las que resultan del señoreaje e impuesto inflacionario. Cada devaluación y disparo del nivel de precios erosionó también el valor real de los pasivos no monetarios del gobierno, es decir de los títulos públicos denominados en moneda nacional y los depósitos del sistema bancario en el Banco de México, cuyo tamaño ha sido considerablemente mayor que el de monedas y billetes. Aunque no lo documentaremos aquí, el público también respondió demandando títulos con algún grado de protección contra la inflación y la devaluación. Así, las autoridades financieras debieron emitir títulos como petrobonos, pagafes, ajustabonos y tesobonos y, sobre todo, hubo que acortar drásticamente sus plazos de maduración, lo cual también es un indicador de pérdida de soberanía monetaria.

Cuando se llega a una situación de pérdida de la confianza en la moneda nacional, las autoridades monetarias se ven obligadas a adoptar algún tipo de política monetaria para restaurarla. El esquema de consejo monetario es una posibilidad extrema para casos como el de Argentina que tiene una historia inflacionaria truculenta. Sin embargo, puesto que el esquema puede ser abandonado en situaciones críticas por consideraciones de costo político, no necesariamente resuelve el problema de la credibilidad en la política monetaria y cambiaría. Otra posibilidad para restaurar la confianza es mantener el modelo de banco central, con algún grado de discrecionalidad en materia de política monetaria, y que la institución se gane la reputación de prudente administrador de los asuntos monetarios.

Uno de los resultados del perfil empírico que hemos presentado alienta el optimismo de que instituciones extremas para la recuperación de la confianza de los inversionistas como el consejo monetario puedan ser evitadas. En efecto, en el periodo de fuerte disminución de las tasas inflacionarias ocurrido entre 1988 y 1994 se verificó una tendencia a la remonetización de la economía. Aunque cada nuevo golpe a la confianza del público en la moneda nacional requiere de más tiempo para su recuperación, parece que la pérdida de esta confianza todavía es reversible si se logra la estabilidad de precios durante un lapso prolongado.

BIBLIOGRAFÍA

- Aspe Armella, Pedro, *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- Banco de México, *Informe Anual 1987*, 1988.
- Bennett, Adam G.G., "The Operation of the Estonian Currency Board", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 2, pp. 451-470, 1993.
- Fischer, Stanley, "Seigniorage and the Case for a National Money", *Journal of Political Economy*, vol. 90, núm. 2, pp. 295-323, 1982.
- Gil Díaz, Francisco, "The Incidence of Taxes in México: A Before and After Comparison", en: Aspe y Sigmund (ed.), *The Political Economy of Income Distribution in Mexico*, Holmes & Meier Publishers, Inc. pp. 59-81, 1984.
- Klein, Martin y Manfred J.M. Neumann, "Seigniorage: What Is It and Who Gets It?", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 126, pp. 205-221, 1990.
- Schweickert, Rainer, "Exchange Rate Based Stabilisation: Lessons from a Radical Implementation in Argentina", *The World Economy*, vol. 17, núm. 2, marzo, pp. 171-189, 1994.
- Zarazaga, Carlos, "Can Currency Boards Prevent Devaluations and Financial Meltdowns?", *Southwest Economy*, núm. 4, pp. 6-9, 1995.