

# **"Política Económica en Aguas Borrascosas: Vulnerabilidad Financiera en Economías Emergentes"**

**Guillermo A. Calvo**

**Distinguished University Professor, University of Maryland  
Profesor Carlos A. Díaz Alejandro de Finanzas Internacionales  
Universidad del CEMA**

**DISCURSO PRONUNCIADO EN EL ACTO DE RECEPCIÓN DEL PREMIO DE ECONOMÍA REY  
JUAN CARLOS, INSTITUIDO POR LA FUNDACIÓN JOSÉ CELMA PRIETO.  
Madrid, 26 de octubre de 2000**

Majestad, señoras y señores:

Es para mí un gran honor y me hace muy feliz recibir el Premio de Economía Rey Juan Carlos, instituido por la Fundación José Celma Prieto. No hay un hecho más evocativo y emocionante para un latinoamericano que recibir un premio de la Madre Patria y que lleva el nombre de Su Majestad. Me siento muy agradecido, además, porque se cita mi labor científica, en contraposición a mis aventuras como pronosticador de crisis financieras.

La ciencia económica es muy imprecisa pero es un pilar importante de la paz y la democracia. Sin ella, le sería muy difícil al gobierno tener un diálogo constructivo con los ciudadanos. La política económica no estaría sujeta a ningún tipo de disciplina intelectual. Al final del día sólo quedaría la violencia o la dictadura para dirimir estas cuestiones. Esa ha sido siempre la razón práctica de mi interés por esta disciplina. Un premio tan prominente como el que se me ha concedido, me da la plataforma para dar ese mensaje a las generaciones futuras. Muchas gracias.

\*\*\*\*\*

Nací en la Capital Federal de la República Argentina. Ni el acento ni el amor por mi patria se han empañado luego de muchos años en el exterior. Le debo al país mi educación básica y mi fascinación por la economía. Los primeros pasos no fueron muy promisorios, sin embargo. Mi padre trabajaba en el Banco Central de la República Argentina y sus colegas --que habían, obviamente, visto algo en mí que nadie, incluido yo, imaginaba-- me sugerían, desde muy temprana edad, la lectura de libros y artículos de economistas prominentes. Las recomendaciones eran buenas porque esas personas eran discípulos de Raúl Prebisch, uno de los más notables y notorios economistas argentinos. Lo malo, sin embargo, era que llegaban a mis manos libros tales como *La Teoría General* de Keynes que aún hoy día me cuesta entender.

A los 16 años ocurre un hecho fortuito que empieza a cambiar el estado de las cosas. En un curso del colegio secundario, en el que se cubrían temas económicos, me toca como profesor el doctor Julio Olivera, quien, saliéndose completamente de los textos oficiales, se pasó gran parte de la clase hablándonos de Leon Walras y su teoría del equilibrio general. Esta es una teoría fundamental de la economía moderna que permite analizar, entre otras cosas, los impactos sectoriales y globales de la política económica y a la que, de paso sea dicho, Andreu Mas-Colell (que fuera galardonado con este premio in 1986) ha hecho contribuciones muy importantes. No es --hay que decirlo-- una teoría que se filtre fácil por el intelecto de un adolescente. A pesar de ello el profesor Olivera se las ingenió para tenernos a todos pendientes de su clase. Es que sabía combinar el rigor con la simpleza, a lo que le agregaba un humor oportuno y casi lindante con la picardía. Contemplando ese pasado, lejano ya, estoy convencido que el haber estado expuesto a esa literatura impenetrable pero estimulante, y a la claridad y fino humor del profesor Olivera sembraron en mi corazón una indestructible fascinación por la economía.

Mi buena suerte no terminó allí. Al poco tiempo conseguí un empleo en la Subgerencia de Investigaciones Económicas del Banco Central. El subgerente era el Dr. Julio H.G. Olivera, hijo de mi profesor del secundario y paladín indiscutible de la profesión de economistas en la Argentina desde entonces hasta el presente. Vale la pena notar que mi posición en el banco no la

obtuve gracias a la recomendación de su padre ya que Olivera, hijo, recién se enteró de mi relación con su padre en una conversación que tuvimos un tiempo después de mi entrada en el banco. Por lo tanto, éste fue un golpe de buena suerte que no se sigue del anterior. Como diría el estadístico, es un hecho estocásticamente independiente del anterior. Allí es donde se marca definitivamente mi destino. En lugar de ponerme a llenar planillas y a operar las calculadoras estruendosas de esa época, las órdenes de Olivera fueron: aprenda inglés y lea el libro de Allen *Matemáticas para Economistas*. Para dimensionar mi fortuna, vale la pena apuntar que en ese momento no había en Argentina ni carrera de economía ni de administración de empresas. Lo más cercano era la carrera de contabilidad, en la que me había enrolado y por la cual no sentía nada en particular.

El Doctor Olivera, hijo, me invitó a participar de unos seminarios que él dirigía en la Universidad de Buenos Aires. En ellos participaban sus mejores estudiantes, los cuales habían sido elegidos por haber obtenido las más altas calificaciones en su curso de Moneda y Banca. Yo fui aceptado sin haber tomado el curso, supongo que por nuestra relación en el banco. La estructura de esos seminarios era simple. Ibamos a través de una serie de libros fundamentales como *Valor y Capital* de Hicks y *Fundamentos del Análisis Económico* de Samuelson, capítulo por capítulo. Cada vez, un estudiante presentaba el material y el resto lo discutía. Mientras tanto el profesor Olivera se sentaba en una banca del fondo del salón y observaba --en su elegante traje oscuro, postura erguida de esgrimista inveterado y mirada firme, casi imperturbable-- nuestra discusión. Pocas veces abría la boca. Sin embargo, el honor que sentíamos todos de saber que nada menos que el profesor Olivera estaba sentado una o dos horas escuchándonos era suficiente para que trabajásemos como desesperados y compitiésemos entre nosotros para mostrar cuan bien entendíamos el material. Como por un tiempo se inició un seminario nuevo cada año, llegó un momento en que hubieron tres seminarios funcionando en forma paralela. La competencia entre estos diferentes grupos llegó a ser intensa. Los líderes de los otros dos eran nada menos que Miguel Sidrausky y Rolf Mantel, economistas que llegaron a tener fama internacional. Nuestro grupo, por ejemplo, se puso a aprender Topología General para entender el libro de Debreu *Teoría del Valor* de reciente publicación. Demás está decir que nuestros compañeros de la universidad no descartaban la posibilidad de que estuviéramos todos locos de remate.

A los 19 años el banco me becó para ir a un programa organizado por el gobierno del Japón. Allí conocí a Michio Morishima, un admirado economista matemático, lo que terminó de cimentar mi entusiasmo por la ciencia económica. Pero nunca terminé mi carrera en Buenos Aires. Ya se había creado la carrera de Economía pero las materias eran demasiado simples para mí. Se dio el caso, por ejemplo, de que me nombraran asistente en una materia sin haberla cursado nunca. Eso fue muy gratificante pero, al mismo tiempo, peligroso, ya que tenía un alto reconocimiento en mi país pero no el grado académico que me permitiese continuar mis estudios en el exterior.

Si esto fuera una novela y no mi vida, tendría serias dificultades en describir la etapa siguiente sin ser tildado por los críticos literarios como un escritor de segunda. Es que, a pesar del limbo al que había convergido mi carrera, terminé saliendo al exterior, a una de las universidades más prestigiosas del mundo --la universidad de Yale-- y escribiendo mi tesis doctoral con Tjalling Koopmans, premio Nóbel de economía de 1975. La mejor explicación que puedo ofrecer por esta improbable transición es (1) la guerra fría y (2) un error burocrático.

Gracias a la guerra fría, la Agencia para el Desarrollo Internacional de EEUU, AID, me ofreció, a través del Instituto Torcuato Di Tella de Buenos Aires, una beca completa y aceptación en Yale. El error burocrático --del que ni la universidad ni yo fuimos concientes hasta un año después, cuando ya había obtenido el grado de Master de esa universidad-- fue que Yale creyó que yo había terminado mi licenciatura cuando, en realidad, ¡sólo había llegado al segundo año de mi carrera! Esto suena a un *deus ex máchina*, mala literatura, ya lo sé. . .pero fue así.

El resto de mi trayectoria no dejó de tener sus episodios de mucha suerte, pero el cuento se vuelve menos interesante. No quisiera dejar de mencionar, sin embargo, mis 13 años en la Universidad de Columbia, Nueva York. Allí tuve la fortuna de colegas del calibre de Ned Phelps, Carlos Alfredo Rodríguez (otro discípulo de Julio Olivera, hijo), John Taylor, Stan Wellisz, Ron Findlay, Carlos Díaz-Alejandro, Jagdish Bhagwati, Maury Obstfeld, Kel Lancaster, Phil Cagan y Bob Mundell (Premio Nóbel de Economía de 1999). Escribí allí gran parte de mis trabajos científicos, varios conjuntamente con mis colegas de Columbia. ¿Qué les debo? Les debo el haber estado rodeado de un grupo inmejorable de investigadores en los temas en los que yo estaba interesado. Pero, además, les debo que el grupo era ecléctico y apasionado a la vez, una combinación rara en la academia. En mi caso esta combinación fue muy positiva, pues mi formación autodidacta me hacía sentir un poco inseguro con respecto a la relevancia de los temas de investigación que a mí me interesaban. Una escuela más rígida y monolítica pudo haber coartado seriamente mi creatividad.

\*\*\*\*\*

Me voy a referir ahora al primero de los tópicos que se mencionan al conferir el premio, a saber, consistencia temporal. Lo hago porque es un tema que tiene connotaciones prácticas muy claras y me va a dar pie, más adelante, para hablar de temas de política económica de gran relevancia para América Latina, como los de dolarización y uniones monetarias.

"Consistencia temporal" suena como un mandamiento más. Una característica de los justos que debería ser emulada por todos. El problema es que ese mandamiento puede fácilmente no ser satisfecho por el justo, ya que uno de mis resultados muestra que hacer el bien todo el tiempo puede llevar a no ser consistente a través del tiempo y, paradójicamente, a hacer el mal. Es como si existiese el pecado de ser "demasiado bueno". ¿De qué se trata?

Empezaré ilustrando este fenómeno utilizando un ejemplo de la vida cotidiana. Tomemos el caso de un padre que quiere lo mejor para su hijo, pero se encuentra con el problema de que el niño no estudia y se pasa todo el día jugando al fútbol con sus amigos. Los retos no sirven para nada. Frustrado, el padre intenta la vía de los incentivos. Para ello, le promete que si obtiene buenas calificaciones en la escuela --y sólo en ese caso-- lo va a llevar a ver el mundial de fútbol. El chico está encantado con la propuesta pero, rápidamente, razona la situación de la siguiente forma: "papá me quiere mucho y me va a seguir queriendo de la misma manera, estudie o no; como sabe que a mí me gusta el fútbol con locura, me va a llevar al mundial, independientemente de como me vaya en la escuela. Hoy trata de hacerme creer que solamente lo hará si soy un buen estudiante pero, mañana --lo pasado, pisado-- lo que hice, hecho está, y como su objetivo es hacerme feliz, me va a llevar al mundial, pase lo que pase." Resultado: el chico no estudia y el padre --por hacer el bien en cada momento-- lo lleva al mundial. Rompe la

promesa y, claramente, el esquema no funciona. Vale la pena notar que, si el padre hubiese tenido reputación de ser más duro y de no estar maximizando el bienestar del hijo en cada momento del tiempo, el esquema habría funcionado. Una posible solución sería que el padre del cuento encontrase un arreglo *institucional* por el que la decisión de llevar al hijo al mundial se aplicase automáticamente, es decir, no pueda ser revisada ex post. Pasemos ahora al terreno de la economía donde este tipo de solución encuentra un contenido interesante.

Diré que una persona, o gobierno, es *intertemporalmente consistente* si las promesas que hace hoy, las cumple mañana. (Indudablemente, el padre de la historia no lo es.) Consideremos un gobierno que promete hoy que, de hoy a mañana, la tasa de inflación va a ser baja. Esto es un buen anuncio, pues de esa manera el público usa la moneda nacional para hacer transacciones, en lugar de acudir al trueque que es muy ineficiente. Cuando llega el día de mañana, sin embargo, lo que sucedió hoy es historia. Si la gente creyó o no creyó en el anuncio inflacionario ya no importa. Por lo tanto, mañana el gobierno puede fijar la tasa de inflación entre hoy y mañana sin preocuparle la ineficiencia del trueque que generaría hoy, dado que "hoy" ya es ayer. Eso le da incentivos al gobierno a fijar una tasa de inflación diferente a la que es óptimo anunciar hoy. En realidad, es de esperar que la tasa de inflación que fije mañana sea *más alta* que la que anuncia hoy, porque la emisión monetaria --el motor de la inflación-- se puede utilizar para reducir impuestos (los que son siempre distorsivos). En consecuencia, un gobierno que le preocupe el bienestar social puede ser llevado a comportarse de manera inconsistente a través del tiempo. Es importante notar que este gobierno no tiene ninguna intención de engañar al público. Hace en cada momento lo que es mejor para ellos (igual que el padre de la historia). Primero anuncia una inflación baja para que no acudan al trueque. Luego genera una inflación alta para poder bajar los impuestos.

El problema de la inconsistencia temporal es que, tarde o temprano, los individuos van a aprender que no pueden confiar en los anuncios que hace el gobierno y este último va a sufrir de *falta de credibilidad*. ¿Qué pasa entonces? El público va a esperar una inflación alta, no baja como anuncia el gobierno. Como consecuencia, en cada momento del tiempo va haber un excesivo uso del trueque. La economía habrá convergido a una situación que podría estar muy lejos de maximizar el bienestar social. En otras palabras, en cuestiones de política económica hacer el bien en cada momento del tiempo, conduce a un mal resultado. Es pecado.

Estas observaciones tienen implicaciones económicas importantes. En primer lugar, permiten entender por qué ciertos países tienen una tendencia a la inflación, aunque sus gobernantes sean bien intencionados. Antes de que esta literatura se desarrollara, se pensaba que la inflación era síntoma de corrupción o ineptitud por parte de los gobernantes.

En segundo lugar, muestran que liberarse del flagelo de la inflación puede requerir "atarse las manos", es decir, quitarle al gobierno grados de libertad. Un ejemplo de ésto es abandonar la política monetaria como lo ha hecho Argentina con su Plan de Convertibilidad --en el que la tasa de cambio del peso con respecto al dólar es igual a 1 y la base monetaria está firmemente ligada a las reservas internacionales del banco central--; o, en cierta medida, la adopción del Euro. Una característica importante de este tipo de soluciones drásticas es que, aunque impiden que las economías converjan a situaciones malas, las autoridades pierden la capacidad de utilizar la política monetaria aún cuando, bajo condiciones ideales, hubiese sido conveniente hacerlo. Es

por ello que, luego de que se adoptan, aparecen críticos diciendo que el gobierno está excesivamente maniatado, especialmente cuando la economía atraviesa períodos recesivos. Argentina es un ejemplo de ello. El Plan de Convertibilidad implementado en 1991 pudo reducir la inflación a niveles internacionales por primera vez en los últimos 50 años. Antes de este plan, el país estaba al borde de la hiperinflación. Sin embargo, ahora que se ha vencido la inflación pero que, por razones coyunturales, el desempleo excede el 15 por ciento anual, aparecen voces pidiendo que se abandone o modifique el sistema. Algunos afirman, por ejemplo, que una devaluación ayudaría a salir de la recesión.

No es mi objetivo aquí pasar revista a la política monetaria argentina ni de ningún otro país, pero este ejemplo y las consideraciones anteriores en las que "lo mejor es enemigo de lo bueno", muestran que es muy difícil que la política económica esté exenta de problemas de credibilidad. Ya sea porque las autoridades tienen *muchos* grados de libertad y pueden cambiar la política a medio camino, o porque hay *pocos* grados de libertad y existe la amenaza que un grupo de los insatisfechos tome el poder y elimine las restricciones impuestas sobre la política económica.

\*\*\*\*\*

El análisis anterior muestra razones fundamentales por las cuales las autoridades económicas se encuentran constantemente cuestionadas por el sector privado y deben encontrar un punto medio en el que puedan fijar creíblemente el rumbo de la economía. Este problema es especialmente grave en países con economías que hoy día llamamos emergentes (los que en el resto de esta exposición llamaré simplemente Emergentes). Estos países ocupan gran parte del globo y son, de acuerdo a la definición del Fondo Monetario Internacional, básicamente todos los países excepto los altamente industrializados (que llamaré Avanzados). En este grupo los que más han dado que hablar recientemente son Rusia, los países de América Latina, el sudeste asiático (Corea, Tailandia, Indonesia, Filipinas, etc.) y el este europeo (Hungría, Polonia, la República Checa, etc.). Los Emergentes han estado en el epicentro de las crisis financieras a partir de diciembre de 1994 (la crisis mexicana, llamada crisis del Tequila). Esa vulnerabilidad se ha traducido en cambios políticos importantes. Viejas instituciones se han derrumbado y ahora el ave fénix que surge de las cenizas se encuentra con problemas aún mayores de credibilidad dado que no tiene historia. Surgen preguntas como ¿Podrán soportar el próximo sacudón financiero, abandonarán las políticas pro mercado si hay otro ataque especulativo sobre sus monedas? Más adelante comentaré sobre estos interrogantes y sugeriré algunas soluciones. Antes, sin embargo, podría ser útil hacer algunas observaciones sobre el origen y naturaleza de estas crisis.

\*\*\*\*\*

El año 1989 marca un hito en la historia de los flujos de capitales hacia los Emergentes. Los flujos empiezan a aumentar de una manera nunca vista desde la segunda guerra mundial. De acuerdo con los datos suministrados por el Fondo, por ejemplo, el flujo de capitales en 1995 era más de 12 veces mayor al de 1989. Estos flujos se reflejan, por una cuestión puramente contable, en una mayor acumulación de reservas y déficit de cuenta corriente en los Emergentes. El déficit de cuenta corriente mide la deuda nueva neta que toma el país en su totalidad. Como para

endeudarse más hay que gastar más, este fenómeno de entrada de capitales en los Emergentes resultó en más gasto y más reservas internacionales. En esa etapa los países tocaban el cielo con las manos. El problema era evitar que el aumento del gasto y de los agregados monetarios resultaran en mayor inflación. En otras palabras, el problema era cómo manejar la bonanza.

La primera lectura que se hizo de este fenómeno fue que reflejaba el éxito del Plan Brady, diseñado para solucionar la crisis de la deuda de la década de los ochenta, y de las reformas pro mercado que habían aconsejado las instituciones multilaterales. Bajo esta óptica, el flujo de capitales iba a continuar por un buen tiempo y nunca iba a ser una fuente de problemas. Todo lo que debían hacer los países era continuar con esa línea de conducta y el éxito estaba asegurado.

A principios de la década de los noventa trabajaba yo en el Departamento de Investigaciones del Fondo y bajo sus auspicios tuve el privilegio de viajar por todo el mundo, especialmente América Latina. Luego de una buena recorrida a mediados de 1992, empecé a darme cuenta que muchos de ellos estaban recibiendo fondos internacionales, independientemente de las reformas que habían efectuado o de la política monetaria que estaban llevando a cabo. Eso me llevó a pensar, junto con mis colaboradores Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, que lo que estaba sucediendo debía tener una fuente importante *fuera* de los Emergentes. Esto lo verificamos en un trabajo que se publicó en marzo de 1993 en el *Staff Papers* del Fondo (*Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*). En ese trabajo se argumenta que el flujo de capitales en América Latina tiene mucho que ver con lo que sucede en EEUU. Así, por ejemplo, se muestra que un factor importante en la determinación de esos flujos es la tasa de interés de corto plazo en ese país. Cuando la tasa de interés de EEUU baja, aumentan los flujos a América Latina y viceversa. Interesantemente, el período 1989-1994 Bque como indicara antes es uno en el que aumenta masivamente el flujo de capitales a los EmergentesB coincide con tasas de interés bajas en los EEUU. Las tasas de interés se recuperan durante 1994 y es a fines de ese año que ocurre la crisis mexicana. Es decir, que a pesar de la gran imprecisión de estas estimaciones, nuestros cálculos, tuvieron cierto poder predictivo. Pero la implicación más importante es que los Emergentes pueden estar a merced de lo que ocurra fuera de sus fronteras. No es suficiente reducir los déficits, es necesario también reforzar la casa para defenderse de los huracanes que vienen del resto del mundo.

La crisis rusa ofrece el caso más claro e interesante de cómo factores externos pueden tener un impacto importante en los Emergentes. Rusia representa menos del 1 por ciento del producto mundial y no es una potencia ni comercial ni financiera. Su comercio con los Emergentes es insignificante. Sin embargo, el repudio de su deuda interna que tiene lugar en agosto de 1998 tiene un impacto negativo enorme sobre el precio de los bonos de todos los Emergentes, lo que significa que estos países se enfrentaron, de repente, con tasas de interés siderales.

Este tipo de fenómeno se llama *contagio* pues, contrariamente a las tasas de interés de EEUU, no hay una razón clara estructural por la cual los Emergentes deban ser golpeados por un repudio de la deuda en una pequeña esquina del mundo económico, como Rusia. No es que falten explicaciones, pero las que existen se basan en consideraciones que van más allá de las tradicionales en economía. Una explicación que ha recibido cierto consenso (véase mi trabajo

AContagion in Emerging Markets: When *Wall Street* is the Carrier,@ mayo de 1999 que se puede obtener en mi página de internet [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm)), por ejemplo, es que el repudio ruso creó serios problemas de liquidez en el mercado de capitales mundial y obligó a operadores importantes a liquidar sus posiciones en los otros Emergentes o, simplemente, a no participar de la colocación de nuevos bonos por parte de los Emergentes. Esto dejó en el mercado casi exclusivamente a los pequeños inversores, pero estos últimos se guían por lo que hacen o dicen los grandes (los así llamados *especialistas*), creando una situación perversa en la que todos intentan liquidar sus posiciones en papeles de los Emergentes, resultando en el fenómeno observado. En síntesis, si esta explicación es correcta, los Emergentes pueden ser golpeados como resultado de un puro *error de percepción*. ¿Una *Tragedia de Errores*?

Los invito ahora a que regresemos al tema de la credibilidad que dejamos hace un rato. La credibilidad de un gobierno está amenazada por el fenómeno de la inconsistencia temporal. Estos problemas se magnifican cuando la economía sufre golpes negativos fuertes. Además, luego de las crisis recientes hubo una gran confusión ya que, como he dicho, no se esperaba que la entrada de capitales de principios de los noventa terminara como lo hizo. La confusión fue aún mayor luego de la crisis rusa por la sutileza de los canales de transmisión. Como resultado, se percibió --y se percibe-- una mayor probabilidad de que las autoridades cambien el rumbo, sean temporalmente inconsistentes, ya que ahora tienen la excusa "el mundo cambió", "el análisis anterior era erróneo". Esto ha dejado a la mayoría de los Emergentes --incluidas las instituciones multilaterales-- con un grado de credibilidad y confiabilidad mucho menor del que tenían antes de 1998. Como resultado, el flujo de fondos ha decaído considerablemente, en particular el llamado *capital de cartera* (es decir el capital que se dirige hacia el mercado accionario y de renta fija, pero no con la intención de tener el control de una empresa). Ajustes que antes reestablecían la credibilidad, son ahora menos efectivos. Esto es muy serio para el político pues, para reestablecer su credibilidad, puede estar forzado a tomar medidas que van aparentemente en contra de los que lo votan, pero que son indispensables para tranquilizar a los inversores y evitar así un ahogo financiero.

He argumentado que los factores externos son importantes, pero ¿por qué han resultado en caídas tan espectaculares del producto y el empleo? Este es el tema central. Nadie le prestaría tanta atención a las crisis si sólo hubiesen caído las cabezas de una cuantos banqueros. Estas crisis, sin embargo, son preocupantes y amenazan la credibilidad de las autoridades porque resultan en un empobrecimiento de todos y, en algunos casos, los países enfrentan serios problemas de gobernabilidad, como Indonesia.

\*\*\*\*\*

Una característica central de las crisis financieras recientes en los Emergentes es que están acompañadas de un corte abrupto del flujo de capitales fenomenal. En Tailandia, por ejemplo, esos flujos se cortaron en un 26 por ciento de su producto bruto interno durante 1997. Para acomodar estos recortes, los países se ven forzados a liquidar sus reservas internacionales y a reducir su déficit de cuenta corriente. Esto último es lo que causa más daño a la economía pues, para conseguirlo, los países deben reducir su demanda agregada, es decir, su gasto total. En la práctica estas sumas han sido sustantivas y, como consecuencia, han resultado en caídas fuertes del producto y el empleo. Este fenómeno que se ha dado en llamar el *frenazo* (*Sudden*

*Stop* en inglés), no se da en los Avanzados. Allí las crisis han sido mucho más suaves y, en muchos casos, han estado acompañadas por una *expansión* del crédito, no una fuerte contracción como en el caso de los Emergentes (ver mi trabajo con Carmen Reinhart "Fixing for your Life" que se puede obtener en la página de internet citada más arriba).

¿A qué se debe esa caída espectacular del crédito? Todavía no hay un consenso al respecto, pero los primeros sospechosos son el sector financiero y los bonos de corto plazo emitidos por los Emergentes. Estos últimos, en particular, han jugado un papel prominente en todas las crisis recientes. La crisis del Tequila, por ejemplo, se desencadena por la incapacidad del gobierno mexicano de refinanciar los *Tesobonos*, que eran bonos del tesoro de relativo corto plazo indexados al dólar. En Corea y Tailandia la crisis ocurre cuando los bancos se encuentran en problemas similares. En Indonesia es el sector privado el que había pedido prestado de esa manera y se encontró con problemas de refinanciación y, finalmente, Rusia donde es el gobierno que repudia parte de su deuda interna de corto plazo. Pero, el sector financiero --y, en particular, el bancario-- tampoco ha faltado a la cita en estas crisis.

Parte de la entrada de capitales se tradujo en aumentos importantes de los depósitos bancarios. El aumento en América Latina fue fenomenal, lo que creó serios problemas de supervisión bancaria y la cartera de los bancos se vio debilitada (los casos más notables en este sentido fueron los de Corea, Tailandia, Argentina y México). Esta debilidad no se nota mientras continúa la entrada de capitales, pero cuando el proceso se desacelera empiezan a haber problemas de liquidez y solvencia. Además, la severidad de los problemas del sector financiero aumenta durante las crisis pues, debido al frenazo, los sectores productivos ven reducida la demanda de sus productos, lo que les dificulta el servicio normal de los préstamos bancarios (para una discusión de este fenómeno, en el contexto de la crisis de los años treinta, ver el trabajo clásico de Irving Fisher, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, octubre de 1933). Para evitar el colapso del sistema financiero y sus implicaciones sistémicas, el banco central típicamente aumenta el crédito, lo que induce a una pérdida de reservas mayor, con tipo de cambio fijo, o a una explosión inflacionaria, con tipo de cambio flotante. En la práctica ambas cosas sucedieron. Al principio se perdieron reservas de una manera masiva porque el gobierno no quería soltar la tasa de cambio (ver mi trabajo con Carmen Reinhart "Fear of Floating" en mi página de internet citada más arriba), pero luego que se agotaron las reservas hubo que dejar la tasa de cambio libre, lo que trajo aparejadas grandes devaluaciones y mayor inflación.

En vista de estas observaciones es posible racionalizar el frenazo bajo la siguiente óptica. Un frenazo que no se revierte inmediatamente es improbable que lo haga en el mediano plazo, pues genera problemas financieros que cambian las condiciones productivas de la economía (ver "Contagion in Emerging Markets: . ." op.cit.). Por lo tanto, es posible que un frenazo lleve a la economía a un "mal equilibrio" del que le cueste salir y, en consecuencia, justifique las expectativas pesimistas de los inversores y prestamistas que provocaron el frenazo, en primer lugar (este sería un caso de *profecías autovalidantes*, o "equilibrios múltiples"). O, aún, que una reducción modesta del crédito se *multiplique* por las dificultades financieras domésticas que genere.

¿Por qué son los Emergentes más vulnerables que los Avanzados? La respuesta bajo esta óptica está en la naturaleza del sistema financiero, lo que incluye no sólo el desarrollo de este sector sino también aspectos tales como la *seguridad jurídica*, la *estabilidad y transparencia institucional* y la *credibilidad de la política económica*. Por razones que no tengo tiempo de enumerar o discutir, los Emergentes suelen estar bien atrás de los Avanzados en esas dimensiones. Pero, además, no hay que olvidar que las crisis han ocurrido *después* de una entrada importante de capitales. Esto, como indicara con anterioridad, complica seriamente la credibilidad de la política económica. Hay ahora un potencial mucho más grande para una *salida de capitales*, la intermediación financiera pudo haber empeorado, etc. Es decir, que aunque las otras condiciones fueran las mismas entre los Avanzados y los Emergentes, el hecho de que estos últimos hayan recibido un monto importante y sin precedentes de capitales los hace más vulnerables.

\*\*\*\*\*

¿Qué llevó a los Emergentes a tomar tanto crédito a partir de 1989? Ya he mencionado que las tasas de interés de EEUU bajaron al principio de la década de los noventa. Pero ello no me parece suficiente explicación para los montos de los que estamos hablando (el flujo de capitales a los Emergentes era, de acuerdo con el Fondo, de US\$18 mil millones anuales en 1989 y ascendió a US\$227 mm. en 1995, el valor más alto de la década; en 1999 la suma era de US\$80 mm., un poco más de un tercio del valor máximo alcanzado durante la década).

Un factor importante, en mi opinión, es el Plan Brady. Como recordaba hace un rato, este plan fue lanzado para solucionar el problema de la deuda que se inició en 1982 con la crisis mexicana y subsistió por gran parte del resto de la década. Esta deuda era producto de préstamos bancarios sindicados que se dieron a los países a partir de la segunda mitad de los años setenta. Una parte importante de estos fondos fueron el resultado de un reciclamiento de los llamados *petrodólares*, es decir, dólares acumulados por los productores de petróleo como consecuencia de los precios exorbitantes que prevalecieron durante la década de los setenta. El punto que quiero enfatizar, sin embargo, es que esos préstamos estaban en los libros de bancos internacionales y no tenían un mercado secundario efectivo, en parte, por el hecho de que se pagaran, o no, dependía de quien era el acreedor. Repartidos entre muchos acreedores pequeños, esa deuda posiblemente iba a quedar impaga. En manos de unos pocos bancos con acceso al poder político de los G7 era una historia diferente.

El Plan Brady fue un esquema que transformó esos asientos contables en los libros bancarios en bonos. Para aumentar el atractivo de esos bonos, se los suplementó con un colateral que tomó la forma de Bonos de la Tesorería de EEUU. Con esos "enhancements" se empezó a desarrollar un mercado secundario. El valor de mercado de esos bonos fue de alrededor de US\$20 mm. en 1990 y ascendió a más de US\$100 mm. en 1997. Tuvieron un gran éxito y hoy día están en las carteras de un sinnúmero de inversores.

Lo que quiero resaltar, sin embargo, es que los bonos Brady sentaron las bases para el desarrollo del mercado de bonos de los Emergentes y, en particular, de aquellos que sufrían del problema de la deuda (entre los que estaban muchos países latinoamericanos). La razón es que el mercado de bonos --y de acciones, vale la pena agregar-- depende mucho de la *información* que

se tenga de los deudores correspondientes. Luego de que ésta se adquiere, es más fácil para un deudor emitir bonos. En el caso de los bonos Brady, éstos dieron incentivos para que los inversores obtuviesen información acerca de los gobiernos soberanos que los emitían, sus condiciones macroeconómicas, política fiscal y monetaria, estabilidad política y otras características institucionales. Pero resulta que esta información es valiosa también para evaluar proyectos en el sector *privado* de esos países. La razón es que la capacidad de repago depende, no sólo de lo bueno que sean los proyectos de inversión que se financian con esos bonos, sino también de la política fiscal y monetaria que siga el país. Por ejemplo, un excelente deudor podría ser incapaz de pagar sus deudas si, digamos, el gobierno le confisca el negocio o le pone impuestos prohibitivos. Más interesante aún, una firma podría caer en bancarrota si pide prestado en moneda extranjera pero enfrenta una fuerte devaluación de la moneda.

El problema con esta expansión crediticia basada en el mercado de bonos es que los Emergentes no tienen un *prestamista de última instancia* en caso de que su precio se desplome. La mayoría de estos bonos están denominados en moneda extranjera, de manera que los bancos centrales de los Emergentes pueden hacer poco al respecto. Por el contrario, si algo así sucede con los bonos o acciones del mercado estadounidense, la Reserva Federal tiene la capacidad de responder. Así lo hizo en octubre de 1987. Las instituciones internacionales que tenemos disponibles no están diseñadas para encargarse de ese tipo de fenómeno. Hasta hace poco, si se desplomaban los bonos de los Emergentes y sus tasas de interés subían a los cielos, lo único que podía hacer el Fondo era mandar una misión al país y sólo después de un cierto período de tiempo ofrecerle financiación. Hoy día existe una nueva línea más automática, *Contingent Credit Line*, CCL, para ese propósito que podría mejorar las cosas pero, hasta el momento, ningún país la ha querido utilizar y el mismo Fondo ha visto la necesidad de modificar su operativa. Vale la pena notar, sin embargo, que aunque el CCL funcionase como fuente de liquidez durante crisis financieras, esta forma de solucionar los problemas es muy diferente a la que comunmente se adopta *dentro* mismo de los países. En este último caso, el banco central no acude a ayudar a los *deudores*, como lo hace el Fondo, sino más bien al mercado, a los acreedores, a los tenedores de bonos, proveyéndoles liquidez para que no se desplomen los precios y causen daños sistémicos.

De todo esto concluyo que la vulnerabilidad de los Emergentes está también relacionada al hecho que, sin realmente proponérselo, hemos desarrollado el mercado de bonos de los Emergentes pero, por otra parte, no hemos construido las salvaguardas necesarias para evitar el fenómeno de una caída generalizada de los mercados emergentes, como ocurrió con la crisis rusa. Es verdad que, al fin del día, los G7 bajaron las tasas de interés y ayudaron a la recuperación, pero esto ocurrió luego de que el colapso de LTCM (*Long Term Capital Market*, el famoso *hedge fund* manejado por gurúes de Wall Street y dos Premios Nóbel de Economía) amenazó con crear una crisis sistémica en los Avanzados. La ambulancia llegó, pero demasiado tarde. Brasil cayó al poco tiempo y se llevó consigo a la Argentina.

\*\*\*\*\*

Ya hemos transitado juntos los dos grandes temas que quería cubrir en mi exposición. Uno, el de la consistencia o inconsistencia temporal de la política económica y, el otro, el maravilloso abanico de hechos, dilemas y enigmas que han surgido con motivo de las crisis financieras que hemos experimentado desde 1994. El primer tema pudo discutirse dentro de un

esquema lógico y casi ascético. El segundo está compuesto por formas en evolución para las cuales los sentidos son, a veces, más adecuados que el intelecto. Sin embargo, los dos temas muestran lo difícil que resulta llevar a cabo una política económica efectiva en los Emergentes.

¿Qué hacer? La vulnerabilidad del mercado de bonos de Emergentes, por ejemplo, sugiere la necesidad de una *nueva arquitectura financiera internacional* en la que se reestructuren instituciones como el Fondo. Este es un gran tema que, sin embargo, no voy a examinar en esta charla. En su lugar, quisiera discutir qué es lo que los Emergentes mismos pueden hacer en estas situaciones. Me voy a referir brevemente a la política fiscal, madurez de la deuda y política cambiaria y monetaria.

Empezaré por los dos primeros: política fiscal y madurez de la deuda. Me voy a centrar, primero, en el *déficit fiscal*. Como vimos anteriormente, los bonos han jugado un papel importante en desencadenar las crisis financieras. Pero los bonos son el resultado de déficit pasados y, en el caso de los bonos públicos, de los déficit fiscales. Por lo tanto, esto nos da mayores razones para recomendar a los Emergentes que cierren la brecha fiscal. Esto último, sin embargo, es más fácil decirlo que hacerlo. La brecha fiscal no se cierra simplemente mostrando mejores números de déficit convencionales. Muchas veces los Emergentes acumulan deuda pública sin darse cuenta. Un caso muy común es cuando los bancos, contando con que el gobierno los va a ayudar si tienen problemas, extienden préstamos altamente riesgosos. Sin crisis, no hay deuda. Con crisis, por otra parte, el gobierno debe solventar las malas deudas bancarias, lo que, en la mayoría de los casos, aumenta la deuda pública en más del 10 por ciento del producto bruto interno (ver, por ejemplo, mi trabajo con Carmen Reinhart "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options" en la página de internet citada más arriba; publicado en *Reforming the International Monetary and Financial System*, editado por Peter B. Kenen y Alexander K. Swoboda, International Monetary Fund, octubre de 2000). Una enseñanza es que los Emergentes deben reforzar la supervisión bancaria y, aún más importante, independizar, en la medida de lo posible, esa función de presiones políticas.

La madurez de la deuda (es decir, el perfil de vencimientos) es un tema muy importante. La deuda a corto plazo es especialmente peligrosa pues, a diferencia del déficit fiscal, es un stock, no un flujo. Puede causar una crisis de balanza de pagos (es decir, una pérdida masiva de reservas) aunque no sea muy grande como proporción del producto. Por ejemplo, los *Tesobonos* mexicanos representaban alrededor de US\$30 mm. Esto corresponde a menos del 10 por ciento del producto bruto interno mexicano, lo que no es una cifra abultada. Sin embargo, en diciembre de 1994, el momento de la crisis, esta cifra representaba alrededor de 6 veces las reservas internacionales brutas. En consecuencia, cuando se hizo evidente que era muy difícil refinanciar los *Tesobonos*, las autoridades tuvieron que abandonar la defensa del peso, soltaron la tasa de cambio y el peso se devaluó con respecto al dólar en alrededor del 100 por ciento.

Como indiqué anteriormente, este tipo de ataque especulativo contra los *bonos* fue un fenómeno que se repitió en las otras crisis. Es por ello que se ha vuelto popular pensar que los países deben evitar tener obligaciones de corto plazo que excedan a las reservas internacionales utilizables en caso de falta de refinanciación. La propuesta Greenspan-Guidotti, por ejemplo, sugiere que, en cada momento del tiempo, los Emergentes deberían tener reservas líquidas suficientes para enfrentar todas las obligaciones financieras del gobierno que venzan en el curso

del próximo año. Esta es, sin duda, una idea plausible. Sin embargo, como he indicado antes, no tenemos una buena explicación del cortoplacismo. Por lo tanto, al tratar de alargar el plazo de la deuda podríamos causar daño en algún otro lado de la economía. Vale la pena notar, sin embargo, que la política de alargamiento de plazos de la deuda ha sido adoptada activamente en Argentina y México luego de las crisis del Tequila y ha demostrado ser muy efectiva para reforzar al sistema financiero.

Paso ahora al tema de la tasa de cambio y la política monetaria. Para empezar, vale la pena dejar bien en claro que *no existe tal cosa como tipos de cambio totalmente flexibles*. Los gobiernos intervienen de alguna u otra manera para reducir la volatilidad de sus tasas de cambio. En un trabajo reciente con Carmen Reinhart mostramos que las tasas de cambio de los Emergentes son, como regla general, más estables que la tasa de cambio Dólar/Yen o Dólar/Marco (ver "Fear of Floating", op.cit.). La razón aparente de este *miedo a flotar* es que en el comercio internacional la mayoría de los precios están fijados en moneda extranjera. Lo mismo se aplica a la deuda externa. Además, muchos Emergentes utilizan monedas extranjeras (mayormente el dólar de EEUU) como medio de cambio y la proporción de depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario local es grande en un amplio número de Emergentes (ver *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Occasional Paper 171, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC). La regulación bancaria exige, normalmente, que los bancos no tomen riesgo cambiario. Por lo tanto, la dolarización de los depósitos implica que los bancos deben prestar en moneda extranjera. Eso significa que una parte importante de los préstamos domésticos también puede terminar estando estipulada en términos de moneda extranjera.

Bajo estas condiciones una devaluación podría causar mucho daño en el sector de los no transables (es decir, los bienes que no se comercian internacionalmente), dado que provoca un aumento del precio de los insumos internacionales y de la deuda denominada en moneda extranjera. Esto puede dar lugar una fuerte ola de bancarrotas y pérdida de producto y empleo en el sector de los no transables (típicamente, el valor agregado del sector de los no transables excede el 50 por ciento del producto bruto interno). Las fuertes apreciaciones también son problemáticas pues hacen daño a los transables (aunque estos sectores son menos vulnerables a la dolarización de sus pasivos). En consecuencia, es raro el caso en que un Emergente esté dispuesto a dejar su tasa de cambio flotar con toda libertad. Es interesante notar que la teoría tradicional en este campo (ver, por ejemplo, *The Economics of Monetary Integration*, Paul De Grauwe, second revised edition, New York: Oxford University Press, 1994) no enfoca para nada los temas antes mencionados, lo que, equivocadamente, tiende a empujar la balanza en favor de tipos de cambio flexibles.

La experiencia también indica que las economías que no se comprometen a un tipo de cambio fijo *creíble* se ven expuestas a una alta volatilidad de sus tasas de interés. En nuestro trabajo con Carmen Reinhart (op.cit.) se muestra que ese tipo de volatilidad es mucho mayor en los Emergentes que en los Avanzados y se argumenta que un factor importante detrás de este fenómeno es la relativa falta de credibilidad de la que gozan los Emergentes.

Hemos regresado, otra vez, al tema de la credibilidad. Es en este contexto que surge la propuesta de la *dolarización* o *unidad monetaria*. Es decir, el abandono de la propia moneda por una ajena (dolarización), o por una compartida y manejada por un grupo de países (unidad

monetaria), como es el Euro. En América Latina la propuesta de la dolarización fue lanzada en 1999 por el entonces presidente Menem y ha generado mucho interés, tanto regional como en EEUU. Constantemente se están realizando conferencias para analizar el tema. Aunque este no es el momento apropiado de presentar una discusión extensa sobre el tema, hay dos aspectos sobre los que quisiera ofrecer algunos pensamientos. Uno es la crítica muy generalizada a estos sistemas que su adopción implica perder los servicios de un *prestamista de última instancia*. Otro aspecto es que los países perderían la capacidad de usar la política monetaria y, en particular, durante una recesión los precios y salarios deberían descender, lo que es más costoso que una devaluación.

\*\*\*\*\*

Ausencia de un prestamista de última instancia. La función de prestamista de última instancia es típicamente ejercida por el banco central. La función consiste en prestar al sistema financiero cuando éste no puede conseguir fondos de otras fuentes y corre el riesgo de quebrar masivamente. ¿Cómo puede el banco central hacer esta operación? Una forma es pidiendo prestado. Esto es lo que hacen, como regla general, los Avanzados. A veces emiten dinero al principio, pero muy rápidamente lo recogen emitiendo obligaciones del gobierno. Bajo estas condiciones no es necesario, realmente, tener la capacidad de emitir su propio dinero. Lo que es importante es poder pedir prestado. Alternativamente, el prestamista de última instancia podría liquidar parte de sus activos --como, por ejemplo, reservas internacionales--, o, aún, la función podría *contratarse de antemano*. Esa es la idea de la nueva facilidad del Fondo, el CCL, mencionado antes. Otra forma sería la implementada por Argentina y México por la cual ese tipo de facilidad se contrata con bancos privados. Nada de esto requiere la capacidad de emitir moneda.

Qué tal si todo lo otro falla? Bueno, allí queda sólo emitir dinero y esto no se podría hacer si el país está dolarizado. Bajo esas circunstancias, el sistema financiero deberá reconocer la pérdida y los depositantes, por ejemplo, sufrirán una quita. Lo más preocupante es que en el camino se puede romper la *cadena de pagos* produciendo un colapso productivo. Ese es el peor escenario. ¿Cómo se compara ésto con una situación en la que el banco central puede emitir su propio dinero? Como he dicho antes, el costo de las crisis bancarias exceden muy fácilmente el 10 por ciento del producto. Es decir que el banco central debería aumentar la base monetaria en un monto equivalente. Dado que raramente la base monetaria excede el 10 por ciento del producto, ésto implica que para salvar al sistema financiero la oferta monetaria (medida por la base) debería más que duplicarse en un lapso muy corto de tiempo, lo que generaría tasas de inflación siderales y posible hiperinflación.

Las consecuencias de tener un prestamista de última instancia que sólo puede emitir dinero son aún peores. Vayamos un paso atrás e imaginémonos lo que sucede *antes* de que ocurra una crisis bancaria, por ejemplo. Los individuos saben que si ocurre una crisis de ese tipo, va a haber una explosión inflacionaria. En consecuencia, cada vez que se anticipe un evento de ese estilo, las tasas de interés se van a ir a las nubes. Pero, hasta que la crisis ocurra, esas tasas de interés *nominales* altas se van a traducir en tasas de interés *reales* altas. Esto se ha dado en llamar el *peso problem*. La implicación más preocupante de todo esto es que simplemente la expectativa de que el sistema bancario tiene problemas puede crear las condiciones que validan

esa expectativa, otro ejemplo de profecías autovalidantes. El caso reciente del Ecuador ilustra esta situación de una manera clarísima. El país dolarizó en febrero del año 2000, pero el público percibía que los bancos tenían serios problemas por más de un año antes. En consecuencia, las tasas de interés quedaron altas y, cuando se dolarizó, el sistema bancario estaba sustancialmente peor que si se hubiese dolarizado con anterioridad.

Abandono de una Política Monetaria Independiente. La dolarización o la unión monetaria elimina la capacidad de un país de manejar su política monetaria en forma independiente. La experiencia en los Emergentes, sin embargo, es que la política monetaria es básicamente procíclica. Es decir, se vuelve más dura durante las recesiones y se afloja durante los períodos de expansión. Hay muchas razones para esto, pero una razón central es el temor a perder credibilidad durante las recesiones. Esto se hizo obvio luego de la crisis brasileña de 1999. Chile, por ejemplo, que tenía un banda cambiaria y su tipo de cambio estaba lejos de su límite superior, en lugar de dejar que la tasa de cambio se depreciase, cerró la banda y subió las tasas de interés (para más discusión de este tema, ver "Fixing for your Life", op.cit.). Es decir que no es obvio que los Emergentes pierdan mucho por abandonar su política monetaria.

Sin embargo, hay un caso en que tener una moneda propia puede ser atractivo, a saber, cuando la economía entra en una recesión profunda, especialmente si da lugar a una reducción fuerte de precios y salarios. Esto es costoso, especialmente si los precios y los salarios del sector *público* son inflexibles hacia la baja. En esas circunstancias, una deflación de precios y salarios (privados) implica una menor recaudación fiscal y, como el gasto fiscal es inflexible, el déficit fiscal aumenta. El déficit es mayor de lo que sería de otra manera (es decir con salarios públicos flexibles) pues, bajo estas condiciones, los salarios públicos estarían *aumentando en términos reales*. Además, si esto tiene lugar en el medio de un frenazo, el gobierno se va a ver forzado a subir los impuestos, deprimiendo aún más al sector privado. Este es, indudablemente, un problema serio pero, afortunadamente, la solución no está muy lejos. Por ejemplo, se podrían indexar los salarios públicos a los salarios privados, lo que tendría la virtud de *despolitizar* el tema y generar la flexibilidad deseada.

Otra dificultad relacionada es lo que Irving Fisher llamó *Debt Deflation* (op.cit.). Supongamos que los precios y los salarios son flexibles a la baja y que todas las dificultades mencionadas anteriormente no existen. Consideremos el caso más común en el que los préstamos se realizan a una tasa de interés nominal fija. Bajo esas circunstancias, una deflación implica tasas de interés reales *más altas*, lo que contribuye a profundizar aún más la recesión. Irving Fisher argumentaba en 1933 que ese efecto podría ayudar a explicar las Grandes Depresiones (*Great Depressions*) como la que se vivió en los años treinta.

La resolución de este problema requiere el desarrollo de instrumentos financieros más sofisticados que hagan, por ejemplo, el costo del servicio de la deuda función del precio relativo del sector que la toma. Los bancos, como regla general, no prestan esos servicios. En algunos sectores es posible asegurar el precio de los productos a través de mercados futuros. Pero esto se aplica fundamentalmente al segmento de los *commodities* y es difícil hacer contratos a más de un año. La única alternativa realista es que las firmas hagan arreglos con empresas multinacionales que participen de los riesgos. Esto es algo que, de paso sea dicho, está sucediendo con mayor frecuencia luego de la crisis rusa (que enfrió el mercado de bonos para los Emergentes). En

América Latina hoy día la mayor parte de los flujos de capitales corresponden a Inversión Externa Directa, IED. Es interesante notar que esto está sucediendo independientemente del sistema cambiario adoptado.

¿Es el *Debt-Deflation* fisheriano una razón fuerte contra la dolarización o la unión monetaria? Como todo en economía, para responder a esa pregunta uno debe estudiar las *alternativas*. Si las firmas piden prestado en moneda extranjero, el régimen cambiario no hace diferencia. La diferencia existe en la medida en que préstamos estén denominados en la moneda local (digamos, pesos). No hay duda que, por regla general, va a ser posible prestar y pedir prestado en pesos pero ¿a qué tasas? Si el prestamista sabe que el gobierno va a usar los grados de libertad que le da el tipo de cambio flexible para ayudar a los prestatarios locales, la tasa de interés en pesos va a ser alta, tan alta que puede inducir al prestatario a tomar deuda en dólares. No me es posible aquí elaborar más sobre el tema, pero el hecho que la IED esté prevaleciendo en todas partes de América Latina, me hace pensar que para los inversores --desde ese punto de vista-- no es muy diferente Argentina --que ha adoptado un compromiso fuerte al uno-por-uno con el dólar-- y México que deja flotar su moneda.

\*\*\*\*\*

Para terminar, quisiera referirme brevemente a la situación presente y perspectivas futuras. En América Latina la gran novedad es que los países han abandonado el tipo de cambio fijo y adoptado uno más fluctuante. Países como Chile, Brasil y México han anunciado un sistema de Metas Inflacionarias (*Inflation Targeting*). Sin embargo, en la práctica sus tasas de cambio han permanecido bastante estables. Esto se aplica especialmente a Brasil que luego de la gran devaluación de principios de 1999 ha mantenido el *real* dentro de una banda muy estrecha y plana con respecto al dólar. Los países asiáticos también han anunciado una mayor flotación de sus monedas pero, nuevamente, la experiencia reciente los muestra acumulando fuertes sumas de reservas internacionales e interfiriendo con la volatilidad de sus tasas de cambio (ver "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging" por Ronald McKinnon, manuscrito, Stanford University, agosto de 2000). Esto sugiere que el *miedo a flotar* no ha desaparecido y que podríamos estar convergiendo a sistemas que no serían muy diferentes a los que teníamos antes de la crisis del Tequila. Sin embargo, el hecho que los países no hagan una promesa firme de estabilidad cambiaría podría implicar que las devaluaciones fuesen menos traumáticas.

El sistema de Metas Inflacionarias, MI, merece un breve comentario dada su creciente popularidad. ¿es el MI muy diferente de un tipo de cambio fijo o prefijado? La respuesta es "No". Con tipo de cambio fijo, la meta es la tasa de cambio. Bajo el MI, por otra parte, la meta es algún nivel de precios. Es decir, la "tasa de cambio" de una canasta de bienes. Si la moneda extranjera fuese el único componente de esa canasta, los dos sistemas serían idénticos. En la práctica, por supuesto, no lo son y es por ello que bajo MI la tasa de cambio fluctúa. Pero este sistema es muy diferente a la libre flotación de los libros de textos. En esta última, el ancla monetaria es la *cantidad* de dinero. La tasa de cambio se sitúa donde plazca y las autoridades no se preocupan de sus implicaciones inflacionarias. Por lo tanto, en la medida en que nos movamos hacia MI es un tanto engañoso decir que vamos hacia una mayor flotación. En mi opinión, la mejor manera de caracterizar ésto es decir que *hemos cambiado la tasa de cambio que*

*queremos fijar*. Puesto de esta manera, se entiende de inmediato por qué es posible que bajo MI la moneda sufra fuertes variaciones en su tipo de cambio *real* (como ha ocurrido en México y está empezando a ocurrir en Brasil), o que haya problemas de credibilidad, dado que éstos son los mismos problemas de los que sufre el tipo de cambio fijo.

Una ventaja de MI --la cual ha sido subrayada con respecto a los Avanzados, ver *Inflation Targeting* por Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen; Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999)-- es que le da total libertad a la autoridad monetaria para luchar contra una *deflación* de precios y salarios. Como he indicado antes, la deflación representa un problema de mayor orden en regímenes de cambio fijo y, por lo tanto, este aspecto positivo de MI no puede ignorarse. Sin embargo, MI no necesariamente soluciona el problema fisheriano de *Debt Deflation* cuando una parte importante de las deudas está denominada en moneda extranjera (*Liability Dollarization*). Para evitar el problema, la política monetaria debería ayudar a que no caiga el precio relativo de los no transables (es decir, a que no ocurra una depreciación *real* de la moneda durante una recesión). Esto no se obtiene, como regla general, orientando la política monetaria a mantener una tasa de inflación predeterminada. La experiencia indica que para lograr ese efecto sobre los precios relativos podría ser necesario adoptar una política monetaria aún *más contractiva*, una receta que va a encontrar pocos adherentes en el seno de una recesión (sobre la relación entre política monetaria y tipo real de cambio en el contexto de Emergentes, se puede consultar mi ensayo reciente con Carlos Végh, "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries," capítulo 24 de *Handbook of Macroeconomics*, editado por John B. Taylor y Michael Woodford; New York: North-Holland, 1999; está disponible en mi página de internet citada más arriba).

Sin embargo, MI domina al tipo de cambio fijo si el gasto público es inflexible hacia la baja en términos nominales por la existencia de precios y salarios fijados en pesos y que, por razones políticas, por ejemplo, no pueden reducirse. Pero, como he indicado hace un momento, este no es un problema insuperable ya que se puede remediar indexando a los precios y salarios del sector privado.

El otro fenómeno que está ocurriendo desde la crisis rusa es una creciente importancia de la Inversión Externa Directa, IED. En América Latina, por ejemplo, la mayor parte de los flujos de capitales toma esa forma. Una posible lectura de este fenómeno es que los países se han vuelto más creíbles y los inversores están dispuestos a tomar posiciones de más largo plazo. Una lectura alternativa es que la crisis rusa evidenció la fragilidad del colateral que ofrecen los Emergentes. En consecuencia, el capital de cartera se dirigió hacia los Avanzados, lo que permitió a las multinacionales de esos países adquirir firmas en los Emergentes a precios muy bajos. Se puede citar en ese contexto la compra de YPF por Repsol.

Una implicación interesante de esta nueva configuración del capital que está yendo a los Emergentes es que, para atraerlo, los países están ofreciendo condiciones muy favorables. Esto se hace a punta de subsidios y otras concesiones. Algunas de estas tienen ingredientes de Inconsistencia Temporal, como cuando se exime de impuestos al capital nuevo. Este tipo de prácticas es distorsiva, podría llevar a una *guerra de subsidios* e interferir con tratados de libre comercio como el Mercosur.

La buena noticia de la IED es que no puede salir del país con la rapidez de los préstamos a corto plazo. El dueño de la firma puede, a lo sumo, venderla, pero no es tan fácil "desatornillarla" como el capital de corto plazo. Sin embargo, aún esto es cuestionable, dado que las multinacionales pueden acceder más fácilmente que las firmas locales al préstamo bancario local y, de esta manera, provocar una corrida contra el peso. Este es un mecanismo que se observó durante el proceso que desencadenó en la crisis brasileña de enero de 1999.

\*\*\*\*\*

En resumen, el mundo financiero ha experimentado grandes cambios a partir de 1989. Las crisis han sido profundas pero en el camino hemos aprendido mucho acerca de su naturaleza. Los Emergentes son mucho más concientes de la importancia de la liquidez y están tomando recaudos al respecto. Por otra parte, los G7 están diseñando nuevos instrumentos como el CCL para poder contrarrestar las crisis a tiempo. Todas estas son señales promisorias. Sin embargo, los peligros no han desaparecido. El capital que entró a partir de 1989 podría ser ahuyentado por mala política económica. Por lo tanto, establecer y mantener la credibilidad se ha transformado en uno de los pilares básicos de una economía. A este respecto, no es suficiente ser, sino parecer. Arreglos institucionales con países avanzados es una de las estrategias posibles. Allí es donde entra el tema de la Dolarización y Uniones Monetarias.

Nada de esto es fácil pero, por esa razón, todo esto es intelectualmente fascinante. La ciencia económica juega un papel central en aclarar estos temas, pero también es indispensable que la gente participe efectivamente. Esa es la única manera de que los buenos sistemas económicos se solidifiquen y sean creíbles. Pero para esto es necesario hacer lo que pregonaba Domingo Faustino Sarmiento: ¡Educad al Soberano!. . .al pueblo. Las buenas escuelas de economía son, desde ya, un vehículo indispensable para este propósito. Pero debemos ir mucho más allá. Hay que llegar con este conocimiento a los primeros escalones educativos. No simplemente con listas de nombres y recetas, sino con opciones. Educar al soberano para que pueda elegir *razonadamente* entre estas opciones. Esto ha adquirido gran relevancia hoy día, debido a la importancia y sutileza de los shocks externos. La gente debe tener las herramientas adecuadas para entender por qué una suba de las tasas de interés en EEUU, o la crisis rusa, le afecta su vida cotidiana. Por qué cerrar el déficit fiscal a punta de mayores impuestos puede ser una buena medida a mediano plazo, aunque se lleve a cabo en el contexto de una recesión. En ausencia de este tipo de conocimiento, la gente termina siendo víctima de la mentira y el engaño. La democracia se vuelve, por así decirlo, un juego de imágenes sin sustancia en el que el soberano no puede, o no sabe, ejercer su voluntad.

Muchas gracias.