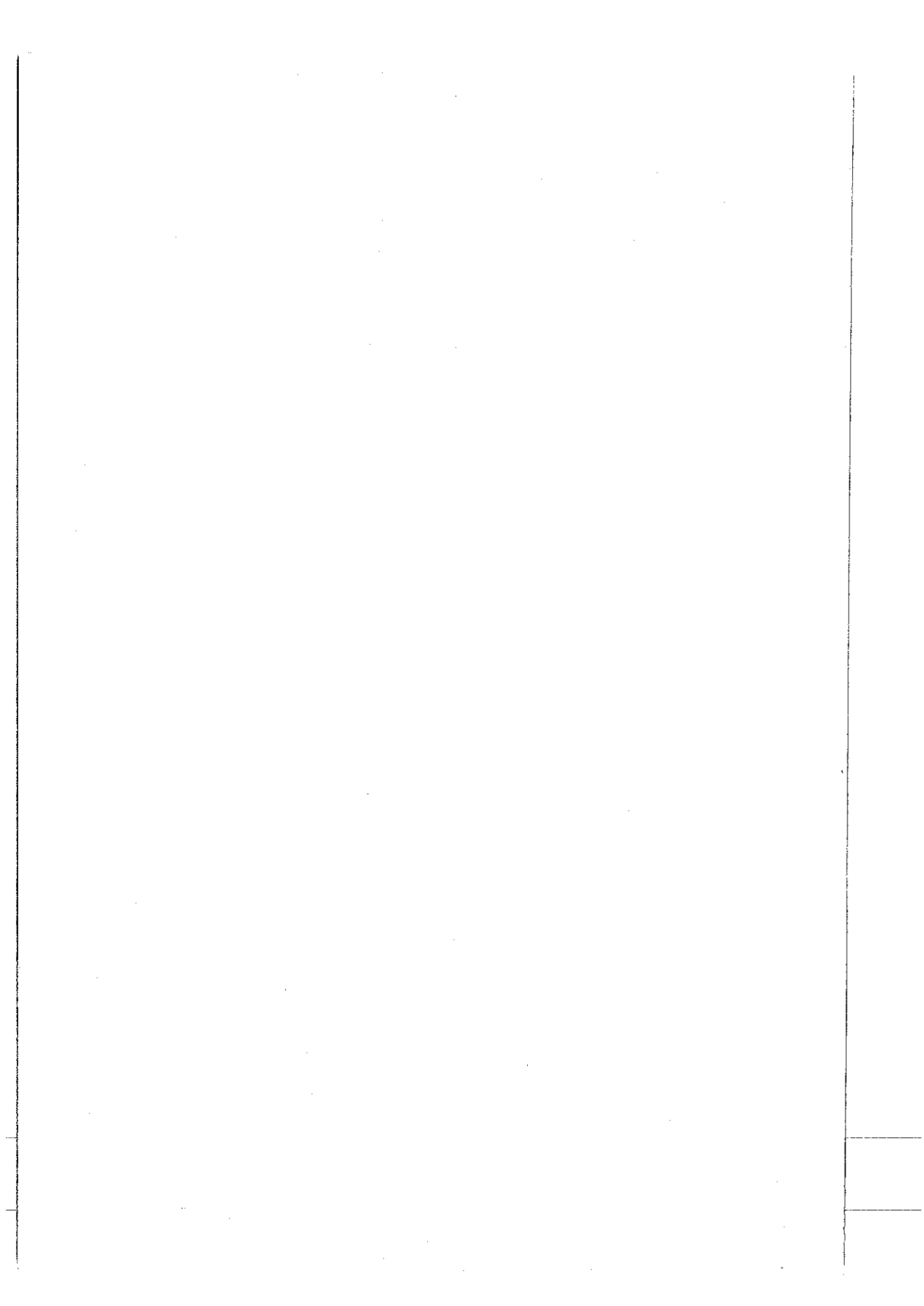


Turbulencias Financieras: Impacto en Economías Desarrolladas y Emergentes

Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA
Anales 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPUBLICA ARGENTINA



Turbulencias Financieras: Impacto en Economías Desarrolladas y Emergentes

Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA
Anales 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



**BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA**

Presidente

Martín REDRADO

Vicepresidente

Miguel PESCE

Directores

Zenón BIAGOSCH

Arnaldo BOCCO

Gabriela CIGANOTTO

Waldo José María FARIÁS

Arturo O'CONNELL

Carlos PÉREZ

Carlos SÁNCHEZ

Gerente General

Hernán LACUNZA

Subgerente General de Investigaciones Económicas

Jorge CARRERA

Publicación editada por:

Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA

Turbulencias financieras impacto en economías desarrolladas y emergentes:
Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA. Anales 2008 / compilado por Jorge
Carrera. - 1a ed. - Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina, 2009.

308 p. ; 23x17 cm.

ISBN 978-987-1564-14-9

I. Economía. I. Carrera, Jorge, comp.
CDD 330

Turbulencias financieras impacto en economías desarrolladas y emergentes:
Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA. Anales 2008
1ª edición

ISBN 978-987-1564-14-9

© Banco Central de la República Argentina, 2009

Compilador
Jorge Carrera

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266 / Edificio Central Piso 8, Oficina 802
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582/ 3814 Fax: (+5411) 4348-3794
Email: investig@bcra.gov.ar - <http://www.bcra.gov.ar>

Fecha de publicación: agosto de 2009

Queda hecho el depósito que establece la Ley 11.723.

Dirección editorial | Laura D'Amato
Coordinación de la edición | Federico Traverso
Colaboradores | Ana Laura Jannelli, Emilio Blanco y Carlos Maya

Diseño editorial | Área Diseño e Imagen Institucional, Gerencia de Relaciones
con la Comunidad e Imagen Institucional
Diagramación de tapa | Karin Bremer
Diagramación del interior | Karin Bremer
Foto de tapa: "Naturaleza mecánica" | Ana Laura Jannelli

Impreso en Casano Gráfica SA.
Buenos Aires, agosto de 2009.
Tirada de 1000 ejemplares.

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no
necesariamente se corresponden con las del BCRA.

No se permite la reproducción parcial o total, el almacenamiento, el alquiler, la transmisión
o la transformación de este libro, en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico
o mecánico, mediante fotocopias, digitalización u otros métodos, sin el permiso previo
y escrito del editor. Su infracción está penada por las leyes 11.723 y 25.446.

Contenidos

- 9** **Introducción**
- 23** **La economía y el Sistema Financiero Mundial: Riesgos y perspectivas**
25 Martín Redrado | *Presidente, Banco Central de la República Argentina*
- 33** **I. Estados Unidos, China y Europa: Instrumentos diferentes y realidades diferentes**
35 Randall Kroszner | *Miembro del Directorio, Reserva Federal, EEUU*
47 Hu Xiaolian | *Vicepresidente, Banco Popular de China*
53 William White | *Ex Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios, Banco de Pagos Internacionales*
- 67** **II. Precios de alimentos e inflación**
69 Stephen Cecchetti | *Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios, Banco de Pagos Internacionales*
87 Durmuş Yılmaz | *Presidente, Banco Central de la República de Turquía*
- 95** **III. Desafíos de política para la economía norteamericana**
97 Allen Sinai | *Fundador y Presidente, Decision Economics, Inc.*
129 Thomas M. Hoenig | *Presidente, Reserva Federal, Kansas City*
- 141** **IV. Lecciones de política económica de la actual crisis financiera**
143 José Antonio Ocampo Gaviria | *Profesor, Universidad de Columbia*
- 165** **V. Economías emergentes: Administrando la bonanza**
167 Terrence Checki | *Vicepresidente Ejecutivo, Reserva Federal, Nueva York*
177 Ricardo Ffrench-Davis | *Profesor, Universidad de Chile*
- 201** **VI. Metas de inflación bajo situaciones de turbulencia financiera**
203 Bennett T. McCallum | *Profesor, Universidad Carnegie Mellon*
213 Jan Kregel | *Profesor, Universidad de Missouri-Kansas City*

233 VII. Dilemas de política monetaria en contextos de incertidumbre emergentes

- 235 Mario Blejer | *Ex Presidente, Banco Central de la República Argentina*
243 Guillermo Rozenwurcel | *Profesor, Universidad Nacional de San Martín*
257 Roberto Frenkel | *Investigador Titular, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y Profesor, Universidad de Buenos Aires (UBA)*

273 VIII. Crédito y ciclo económico: ¿Hacia dónde nos dirigimos?

- 275 Guillermo Ortiz | *Presidente, Banco de México*
285 Martin Feldstein | *Presidente Emérito, National Bureau of Economic Research (NBER) y Profesor, Universidad de Harvard*
297 Martín Redrado | *Presidente, Banco Central de la República Argentina*

Introducción

En septiembre de 2008, en un contexto de suma preocupación frente a la agudización de las turbulencias financieras en las economías industriales y cuando ya sus efectos sobre la economía real comenzaban a manifestarse abiertamente, el BCRA celebró su 73 aniversario convocando a un destacado grupo de banqueros centrales, académicos y analistas económicos a discutir los posibles impactos de estos eventos en las economías industriales y emergentes. La enorme dimensión de este fenómeno no se revelaría sino algún tiempo después, y en ese sentido, la discusión tiene la riqueza de reflejar el grado de incertidumbre y la disparidad de percepciones predominante.

En su discurso de apertura, el Presidente del BCRA, **Martín Redrado**, destacó que las turbulencias financieras, que se habían manifestado de forma clara en algunos sectores específicos de los Estados Unidos en 2007, no habían cedido en su magnitud y sus efectos continuaban propagándose hacia el resto de los mercados y regiones del mundo, observándose un endurecimiento de las condiciones del crédito y el deterioro de la confianza.

A este deterioro se adicionaban presiones inflacionarias, vinculadas en parte a factores de naturaleza estructural y fuerzas de orden cíclico asociadas a la bonanza experimentada por la economía mundial en el período previo y los inéditamente elevados precios de las materias primas.

En ese sentido, remarcó que el mundo enfrentaba una conjunción de eventos económicos negativos como pocas veces se había visto, frente a los cuales cobraba importancia el enfoque de “administración de riesgos” en el diseño de estrategias precautorias de política monetaria.

Situó en ese marco el enfoque de política adoptado por el BCRA, el que se basa en tres ejes: (i) una política monetaria robusta que garantiza el equilibrio entre oferta y demanda de dinero; (ii) un esquema anticíclico de acumulación de reservas para mitigar vulnerabilidades y acotar la volatilidad macroeconómica; y (iii) un régimen de tipo de cambio flotante administrado.

Enfatizó que el enfoque preventivo implícito en el diseño actual de la política monetaria reflejaba un aprendizaje en base a la historia pasada de Argentina,

signada por la recurrencia de crisis macroeconómicas de considerable magnitud. El comportamiento procíclico de la política macroeconómica, que había tendido a amplificar antes que aminorar los efectos de *shocks* de distinta naturaleza sobre la economía, había sido una fuente generadora de tendencias a la inestabilidad macroeconómica recurrente en el pasado.

Destacó que, en ese sentido, una estrategia fiscal prudente de acumulación de excedentes de ahorro en las fases de bonanza debe ser una derivación natural de este enfoque asimétrico en el tratamiento de los *shocks*. En el plano monetario y financiero, la estrategia de formación de colchones de liquidez en tiempos de bonanza le ha permitido al BCRA capear los temporales de manera inédita para la historia de Argentina, tanto por cuestiones exógenas como endógenas.

Refiriéndose a las turbulencias que afectaban a los mercados financieros del mundo, puntualizó que en los últimos meses el BCRA había actuado con firmeza para garantizar la estabilidad monetaria y financiera, adoptando un conjunto de medidas tendientes a fortalecer la demanda de pesos. Una vez lograda la calma en el mercado cambiario se había emprendido un proceso de recomposición de liquidez, a fin de garantizar la estabilidad financiera y el funcionamiento de la cadena de pagos.

Estas medidas, señaló, no habían implicado un cambio en las políticas del BCRA sino la aplicación del mismo marco vigente en los últimos años a una coyuntura diferente. La situación reciente había puesto a prueba la fortaleza de esta estrategia, confirmando la consistencia y validez de sus pilares fundamentales.

Cerró su discurso de apertura resaltando que, dado el particular momento de la economía internacional, la historia brindaba a las jornadas del BCRA una oportunidad única para, a partir de un entendimiento más acabado de la realidad, influir en el rediseño de las políticas tanto en el mundo emergente como en los países desarrollados.

El primer panel de las Jornadas se enfocó en el análisis del impacto de la crisis en Estados Unidos, China y Europa, países que enfrentaron situaciones diferentes y también adoptaron respuestas distintas frente a este evento.

Randall Kroszner, miembro del Directorio de la Reserva Federal de los Estados Unidos, comenzó por plantear que la crisis financiera hacía evidentes los fuertes vínculos comerciales y financieros que unían a la economía global y, en particular, que los Estados Unidos siguen estando estrechamente ligados a ella. En ese sentido los Estados Unidos enfrenta una realidad económica similar a las de las economías avanzadas y emergentes. Estos vínculos generan conexio-

nes poderosas o “acoplamientos” entre las economías y pueden contribuir de manera importante al funcionamiento eficiente de los mercados globales.

Puntualizó que la naturaleza y el alcance de los vínculos financieros entre las economías dependen de una serie de características de las inversiones en el exterior, incluyendo el tamaño y composición de las posiciones brutas subyacentes, así como también del desempeño de los activos subyacentes.

Concluyó remarcando que es posible explicar dos supuestos enigmas relacionados con estos vínculos internacionales (la aparente disposición de los residentes del exterior a pagar por prestarle a EE.UU. y la aparente capacidad de Estados Unidos para endeudarse sin el correspondiente aumento de su deuda) mediante un análisis minucioso de estos datos en lugar de recurrir a teorías como la “materia oscura” o el “privilegio exorbitante”. Después de todo, remarcó, la realidad económica que enfrenta los Estados Unidos no es diferente de la que enfrenta el resto del mundo.

Hu Xiaolan, Vicepresidente del Banco Popular de China, comenzó por referirse brevemente al contexto internacional, caracterizado por una desaceleración del producto, aumento en los niveles de inflación y marcadas turbulencias de los mercados financieros. Se concentró luego en la situación de la economía china, remarcando que si bien las condiciones macroeconómicas eran muy positivas debido al sostenido crecimiento, las mejoras en infraestructura y los incrementos de productividad, la economía todavía enfrentaba problemas estructurales e institucionales, y notorios desafíos tanto en el plano internacional como en el doméstico.

Señaló que en relación a la crisis financiera internacional, el Banco Popular Chino estaba utilizando múltiples instrumentos de política monetaria y llevando adelante un manejo macroeconómico-financiero flexible, de acuerdo a la estructura general de manejo macroeconómico y atendiendo a la situación del país.

Concluyó enfatizando que en el futuro, China continuaría manteniendo la consistencia y estabilidad de su política monetaria, tratando de lograr el balance entre niveles bajos de inflación y crecimiento sostenible de la economía.

Cerrando el panel, **William White**, ex Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios del Banco de Pagos Internacionales puntualizó que, en el último año, la mayoría de los bancos centrales del mundo habían tenido que enfrentarse, en distintas magnitudes, con tres hechos desagradables. Primero, la inflación había alcanzado niveles más altos en casi todo el mundo pero, en particular, en varias economías emergentes importantes. Segundo, las estimaciones de crecimiento estaban cayendo de manera dramática,

en especial en una serie de economías avanzadas. El tercer hecho desagradable, era que los mercados de capitales de las economías avanzadas se habían vuelto disfuncionales en muchos sentidos.

Remarcó que en ese contexto los bancos centrales habían respondido de maneras muy diferentes. En un extremo del espectro, en países como Brasil, India, Australia y Suecia las tasas de interés de política habían aumentado de manera significativa y el punto de inflexión recién parecía haber comenzado. En el otro extremo del espectro, la Reserva Federal de los Estados Unidos había reducido la tasa de interés de política con mayor agresividad que en cualquier otro momento del período de posguerra.

Las razones que explican las distintas respuestas de los bancos centrales, señaló, pueden ser múltiples. Las autoridades monetarias podrían tener diferentes objetivos y percepciones sobre estos eventos, distintos niveles de preocupación sobre el futuro y también distintas herramientas para enfrentar objetivos conflictivos. Otra posibilidad es que las diferencias en las políticas se debieran a que las distintas economías tienen diferentes estructuras, en cuyo caso las distintas políticas podrían, una vez más, tener un justificativo. Finalmente, es también posible que algunos bancos centrales estuvieran sencillamente equivocados.

Concluyó remarcando que de intensificarse la desaceleración global y si la política monetaria expansiva resultara inefectiva, los debates sobre el tema seguramente se intensificarían.

El siguiente panel se concentró en la cuestión de los precios de los alimentos y la inflación. **Stephen Cecchetti**, jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios del Banco de Pagos Internacionales hizo un análisis comparativo de la dinámica inflacionaria a nivel internacional.

Sostuvo que la causa más evidente del aumento de la inflación a nivel internacional era el incremento en los precios de los alimentos y la energía. Entre comienzos de 2005 y mediados de 2008 el precio del petróleo se había triplicado y los precios de los alimentos duplicado. Destacó que si bien éste era un fenómeno de carácter mundial, su impacto sobre los distintos países era diverso debido a dos razones. En primer lugar, algunas economías son importadoras de alimentos mientras que otras son exportadoras. En segundo lugar, la importancia relativa de los alimentos y la energía en el consumo interno es variable entre países.

Señaló que la evidencia empírica indicaba que el incremento en el precio de los alimentos había incidido mucho menos en las economías avanzadas que en las emergentes; mientras que en las primeras explicaba el 18% de la inflación total, en las últimas explica alrededor de la mitad. En su opinión ese impacto

diferencial sugiere que un *shock* sobre los precios de los alimentos a nivel global requeriría probablemente respuestas diferenciadas de los banqueros centrales. Estas respuestas dependerían de diversas condiciones, entre ellas el régimen cambiario del país, las condiciones macroeconómicas iniciales y si se trata de una economía exportadora o importadora de *commodities*.

Por último, utilizando indicadores simples, **Cecchetti** concluyó que entre 2007 y 2008 las condiciones monetarias se flexibilizaron virtualmente en todo el mundo y que esa flexibilización había sido, en algunos casos, sustancial.

Durmuş Yılmaz, Presidente del Banco Central de la República de Turquía sostuvo que las fuertes presiones inflacionarias a escala global se debían al aumento récord de los precios de los *commodities*, cuestión que representaba un gran desafío para la estabilidad de precios en muchos países. Detrás de esa suba drástica en los precios de los alimentos identificaba tanto presiones de oferta como de demanda. Del lado de la oferta, la cantidad de recursos destinados a la producción agrícola parecería haberse estancado debido a la acelerada urbanización e industrialización. Del lado de la demanda, el fuerte incremento en el precio de la energía y las preocupaciones ambientales habrían obligado a los países desarrollados a buscar fuentes de energía alternativas.

Señaló que estudios recientes realizados por el Banco Central de Turquía revelaban que los *shocks* de oferta y los factores externos son los principales dominantes para explicar el comportamiento de la inflación de alimentos. A principios de 2008, los *shocks* de oferta en los precios de los alimentos y la energía habían comenzado a ejercer fuertes y persistentes presiones inflacionarias en Turquía. En condiciones normales se espera que estos *shocks* tengan un impacto temporario sobre la inflación, no afectando su componente tendencial de mediano plazo. Sin embargo, la emergencia de múltiples *shocks* en forma simultánea y su alta persistencia agravaron los riesgos inflacionarios. Evaluando estos acontecimientos a la luz de la evidencia empírica para Turquía, el Banco Central de ese país consideró que los aumentos de precios de los alimentos de los últimos años reflejaban un cambio estructural derivado del contexto económico global y anunció en consecuencia un marco de política monetaria para el futuro inmediato. El primer pilar de marco de política monetaria es la revisión de la meta de inflación. Su principal propósito es la creación de una trayectoria de desinflación viable que los agentes económicos puedan tomar como referencia y que llevaría al objetivo de estabilidad de precios a mediano plazo.

Señaló finalmente que la revisión de la meta era la solución que había dado el Banco Central de Turquía al “problema de demarcación” que hoy enfrentan casi todos los bancos centrales. El segundo pilar de la política monetaria incluye la implementación de un endurecimiento de la misma compatible con

las nuevas metas de inflación de modo de anunciar, a través de la revisión de la meta, los límites de su tolerancia a los impactos de primera ronda de los *shocks* de oferta.

El siguiente panel se concentró en los desafíos de política para la economía norteamericana. **Allen Sinai**, fundador y Presidente de Decisions Economics, inc. hizo un completo análisis de la situación de la economía mundial y norteamericana, con énfasis en los desafíos que enfrentan las autoridades monetarias y las potenciales alternativas de política.

Señaló que luego de una prolongada y fuerte expansión, tanto la economía norteamericana como la global estaban experimentando la emergencia de recesión e inflación en forma simultánea, lo que planteaba un importante reto al doble mandato de la Reserva Federal y de otros bancos centrales. En los Estados Unidos esta situación se veía agravada, a su vez, por la crisis financiera generada por el colapso del mercado inmobiliario y de crédito hipotecario. En ese sentido, el desafío de política de mantener la estabilidad financiera y el crecimiento económico a tiempo que controlar la inflación parecía extremadamente difícil, sino imposible de cumplir.

En este contexto y teniendo en cuenta que cumplir simultáneamente ambos objetivos mediante un único instrumento no es posible (la Reserva Federal ya había errado en sus elecciones frente al desafío de una estanflación en los años setenta), sugirió un enfoque que privilegie el objetivo de inflación. Desviarse del objetivo inflacionario de largo plazo temporariamente para lidiar con la crisis financiera, aunque necesario, no debía permitirse si es que se percibía que podía poner en compromiso el objetivo de largo plazo de estabilidad de precios.

En el mismo panel, **Thomas M. Hoenig**, Presidente de la Reserva Federal de Kansas City, comenzó por plantear que los cambios sufridos por los mercados financieros, combinados con eventos como las disrupciones de mercado asociadas a la debacle de los préstamos *subprime*, plantean nuevas preguntas sobre el papel de la autoridad monetaria a la hora de mantener la estabilidad financiera. En este contexto, discutió cómo equilibrar el mandato de estabilidad financiera de un banco central con sus restantes responsabilidades macroeconómicas y la posibilidad de extender el sistema de red de seguridad a un espectro más amplio del sistema financiero.

Señaló que deberían realizarse esfuerzos por limitar las redes de seguridad pública y reducir al mínimo los problemas de riesgo moral asociados. Asimismo, planteó que deberían considerarse una serie de nuevas medidas de política capaces de ayudar a los mercados a funcionar de una manera más ordenada y más flexible a las crisis financieras, aunque dejando en claro que

repetir las medidas adoptadas recientemente por distintas autoridades monetarias alrededor del mundo sería poco probable en el futuro.

Finalmente, dejó planteadas algunas preguntas respecto de las implicancias macroeconómicas de ampliar el doble mandato tradicional de la Reserva Federal (estabilidad de precios y máximo índice de empleo) para incluir responsabilidades más explícitas sobre estabilidad financiera.

El siguiente panel se ocupó de las lecciones de política que podrían extraerse de la crisis financiera. En su intervención en el panel, **José Antonio Ocampo**, profesor de la Universidad de Columbia, se enfocó en las implicancias de la crisis financiera para la conducción de política económica en los países en vías de desarrollo, en lo que hace a los déficits regulatorios y la acumulación de reservas.

Respecto de los aspectos regulatorios, enfatizó la necesidad de contar con un marco contra-cíclico, que tome en cuenta la inherente inestabilidad del sistema financiero internacional. Opinó que ello requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación prudencial y la supervisión con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas en la regulación prudencial y la supervisión, que compensen la prociclicidad de los mercados financieros. Centrándose en el segundo aspecto, describió la gran demanda de reservas en divisas como un “autoseguro” del que habían estado participando las economías emergentes. Este hecho tiene, en su opinión, importantes implicancias globales, en tanto genera una redistribución del ingreso de las economías en desarrollo a los países de la moneda de reserva.

Concluyó remarcando la necesidad de introducir reformas al sistema financiero internacional que faciliten la adopción de políticas macroeconómicas contracíclicas por parte de dichos países y que a su vez corrijan las inequidades del sistema global de reservas.

En el siguiente panel, cuyo eje fue la bonanza en las economías emergentes y su administración, **Terrence Checki**, Vicepresidente Ejecutivo de la Reserva Federal de Nueva York, resaltó que la relativa fortaleza del mundo emergente frente a la crisis financiera era resultado de grandes esfuerzos por parte de los hacedores de políticas para fortalecer los balances, mejorar los modelos de políticas y administración del riesgo. A la vez señaló que se avizoraba un futuro cercano no tan prometedor para los países en vías de desarrollo. Los desafíos estructurales incumplidos en áreas como la política energética, la legislación laboral, la reforma jubilatoria, las mejoras en los servicios públicos, como la educación, y la infraestructura legal y judicial estarían frenando el crecimiento potencial en

algunos países, limitando la generación de empleo y los ingresos reales, y dejándolos vulnerables al ciclo global de los *commodities* y a la erosión del apoyo político local.

Puntualizó que gran parte del mundo emergente enfrenta nuevos desafíos, no ya de superar la adversidad sino de alcanzar niveles más altos de prosperidad sustentable. Estos desafíos son, sin duda, más que bienvenidos pero no menos difíciles por esa razón. Concluyó remarcando que la complacencia siempre es un riesgo en los tiempos de bonanza, y no lo era menos en el contexto de la crisis financiera global, a medida que se avizoraba como más cercano un contexto global decididamente más desafiante.

En el mismo panel, **Ricardo Ffrench-Davis**, profesor de la Universidad de Chile, señaló que el control exitoso de la inflación y la reducción de los déficits presupuestarios habían sido una tendencia generalizada en los países latinoamericanos en las últimas décadas. Sin embargo destacó que, al mismo tiempo el desempeño económico y social de muchas de estas economías había sido desalentador. Al respecto identificó como una de las principales causas de esta situación la adopción de un enfoque “financierista” en el diseño de las políticas macroeconómicas, el cual se enfoca en dos pilares: la estabilidad de precios y el equilibrio presupuestario.

Sostuvo que es necesario, por el contrario, emplear un enfoque integral que también se concentre explícitamente en la economía real. Concluyó que los equilibrios macroeconómicos reales, que básicamente implican compatibilizar la producción potencial con la demanda efectiva y mantener tipos de cambio en niveles consistentes con un balance sostenible de las cuentas externas, son cruciales para alcanzar un desarrollo más dinámico y con equidad social.

El siguiente panel se concentró en los dilemas de la política monetaria en contextos de incertidumbre. **Bennett McCallum**, profesor de la Universidad Carnegie Mellon, discutió los fundamentos lógicos de los modelos dinámicos utilizados por el *mainstream* en el análisis actual de la política monetaria. Planteó que una cuestión fundamental es la de la “determinación” en los modelos nekeynesianos, entendiendo por esta a la existencia de una solución única y dinámicamente estable. Es un hecho que muchos modelos nekeynesianos con expectativas racionales presentan soluciones con trayectorias de inflación explosiva, además de una o más trayectorias estables. Dichas soluciones inestables son para McCallum una clara debilidad de esos modelos. Planteó en ese sentido que hoy se dispone de un criterio más satisfactorio que el de expectativas racionales para atacar esta cuestión: el de aprendizaje a partir de los mínimos cuadrados. El concepto básico de factibilidad informacional introducido por este enfoque sugiere que debería considerarse al aprendizaje como una con-

dición necesaria para la plausibilidad de cualquier solución de expectativas racionales, y la aceptación de esta visión excluye las soluciones explosivas.

Jan Kregel, profesor de la Universidad de Missouri, planteó que el “Nuevo Consenso” en política monetaria (en el cual el Banco Central define una tasa de interés de política de corto plazo con referencia a alguna meta o rango de metas implícitos para la tasa de inflación futura esperada) enfrenta el desafío que su éxito continuado dependerá de su capacidad para influir en las expectativas de precios de una gama de precios mucho más amplia que la que considera la macroeconomía convencional. En ese sentido destacó que la economía moderna ya no se ve motorizada por los salarios y los precios que determinan los ingresos, sino también por las expectativas acerca de los precios de los activos. Señaló que esta afirmación se corrobora en tres áreas. La primera asociada a las instituciones financieras y la inestabilidad financiera. La simple dependencia en los ajustes de la tasa de interés para anclar las expectativas deja al sector privado libre para elegir la composición de sus balances de modo de maximizar la rentabilidad, sujeto a la presunción de que las expectativas se confirmen. Estas condiciones son precisamente las que, según Minsky, pueden propiciar la fragilidad financiera. Según Kregel, la segunda dificultad que enfrenta hoy el “Nuevo Consenso” y, en particular, las metas de inflación, es la respuesta al rápido aumento de los precios de los alimentos y la energía. A los fines de la política monetaria estos precios no son parte de la meta de inflación subyacente. Sin embargo, en efecto, pueden eventualmente filtrarse a la inflación subyacente.

El impacto de los precios de los *commodities* en los tipos de cambio es la tercer área en la que el “Nuevo Consenso” no tiene una aplicación. Responder a un aumento en dichos precios elevando las tasas de interés tendrá, en el mejor de los casos, escaso peso en los precios internacionales de los *commodities* y puede crear diferenciales de tasas de interés internacionales que refuercen la revaluación cambiaria. Por lo tanto, la búsqueda de estabilidad de precios de corto plazo se daría a costa de sacrificar el desarrollo del sector industrial y el desarrollo a largo plazo de la economía. Según Kregel, es claro que el “Nuevo Consenso” está mal equipado para responder a estos desafíos y su supervivencia dependerá de la implementación de instrumentos de política adicionales para contrarrestar la inestabilidad financiera y el impacto de la flexibilidad del tipo de cambio en la estructura productiva y el potencial exportador. Concluyó enfatizando que la política monetaria no puede permanecer ajena a la estructura del sistema financiero ni tampoco a la estructura del sistema productivo.

Los dilemas que plantea a la política monetaria en un contexto de incertidumbre fueron discutidos en el siguiente panel. **Mario Blejer**, ex Presidente del BCRA, analizó los dilemas e incertidumbres que plantea la crisis actual desde el ángulo de los bancos centrales de los países emergentes, poniendo foco en

dos cuestiones: (i) las lecciones de la crisis para los bancos centrales de los países emergentes; y (ii) los dilemas y desafíos específicos que enfrentan los bancos centrales de los países en desarrollo.

Con respecto a la primera, remarcó que a pesar de estar centrada en los países avanzados, la crisis financiera internacional tiene un alcance global, y presenta dilemas particulares para los países emergentes. Luego de las crisis de los años noventa los países emergentes fueron presionados a aprender de las “*Best Practices*” de los países avanzados. Esto refleja una preocupación por que los países emergentes adoptasen las normas, regulaciones, reglas y prácticas, que parecían estar dando buenos resultados en los países industriales. Señaló al respecto que una lección de esta crisis es que más que aprender de las “*Best Practices*” de los países avanzados, se debería aprender de los errores de los países avanzados.

Con referencia a la segunda cuestión, planteó que existen desafíos vinculados a la incertidumbre para los bancos centrales de los países emergentes. Independientemente de la crisis, los bancos centrales de los países emergentes tienen desafíos de incertidumbre particulares. Uno es el anclaje de las expectativas inflacionarias, otro es el apoyo al desarrollo de los mercados financieros y de las instituciones financieras, y por último, cuál es la política monetaria ideal en caso de un *boom* en los precios de los *commodities* o un *boom* en los precios de los activos financieros.

En el mismo panel, **Guillermo Rozenwurcel**, Director del Centro de iDeAS de la Universidad Nacional de San Martín discutió la relación entre incertidumbre y política económica, poniendo énfasis en las políticas monetarias en los países emergentes, planteando no sólo que la incertidumbre condiciona las decisiones de política económica y su efectividad, sino que también, bajo ciertas circunstancias, la política económica puede constituirse ella misma en una fuente autónoma de incertidumbre.

En ese sentido planteó que en las economías emergentes la política económica puede quedar sobredeterminada y desencadenar un proceso acumulativo de incertidumbre, pérdida de credibilidad y creciente ineffectividad en sus resultados. Puntualizó que la incertidumbre no es exclusiva de épocas de crisis, sino que también ocurre en períodos de bonanza, dando lugar a temores de una apreciación cambiaria excesiva. Concluyó señalando que en la Argentina el dilema entre competitividad cambiaria y estabilidad de precios se había manifestado con particular intensidad.

El último expositor del panel fue **Roberto Frenkel**, economista del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), quien discutió algunas características

de las políticas basadas en un tipo de cambio real competitivo y estable. Planteó que la política cambiaria establece un impulso expansivo sobre la demanda agregada que puede generar una presión inflacionaria permanente, por los mismos mecanismos que estimula altas tasas de crecimiento del producto y del empleo. Señaló que el control de la inflación requiere que esa presión sea compensada por un control sobre la demanda agregada a través de las políticas fiscal y monetaria.

Señaló que la política cambiaria debe ser parte de un esquema más amplio que incluya políticas fiscales y monetarias consistentes con ella. En ese sentido la propuesta de una meta de tipo de cambio real competitivo debe ser concebida como componente de un régimen de política macroeconómica capaz de perseguir objetivos múltiples y conflictivos en forma coherente, siendo el tipo de cambio real una meta intermedia del régimen. En este esquema, las tres políticas macroeconómicas (cambiaria, monetaria y fiscal), son activas y concurren complementariamente al logro de los objetivos.

Finalmente planteó que la evidencia empírica acerca de los mecanismos de transmisión en las experiencias recientes de Brasil y México con las políticas de *Inflation Targeting* sugiere que la elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés es pequeña, y probablemente suceda lo mismo en otras economías con un grado similar de intermediación financiera. Concluyó que esto refuerza la idea de que en un régimen de un tipo de cambio real competitivo y estable el control de la demanda agregada no puede confiarse exclusivamente a la política monetaria, lo que pone una mayor responsabilidad sobre la política fiscal.

El último panel tuvo como tema central la cuestión del crédito y el ciclo económico. **Guillermo Ortiz**, Presidente del Banco de México, planteó que la economía mundial se encontraba en una coyuntura difícil, caracterizada por tres *shocks* interrelacionados que habían llevado a una desaceleración importante del crecimiento y un nivel creciente de inflación, especialmente en las economías emergentes. Los tres *shocks* eran: crisis e incertidumbre en los mercados financieros, deterioro persistente del mercado inmobiliario en los Estados Unidos y cambios en la composición de la producción e ingreso mundial, que habían conducido a incrementos en los precios de los bienes primarios.

Desde su perspectiva, las economías emergentes en su conjunto podrían enfrentar un entorno relativamente benigno una vez que la economía mundial deje atrás la parte baja del ciclo económico. Destacó, no obstante, que este entorno posiblemente se vería caracterizado por un menor crecimiento potencial de las economías industrializadas, así como por precios de las materias primas relativamente menores a los que se llegaron a observarse en algunos momentos del pasado reciente. Como resultado de ello planteó, refiriéndose

a Latinoamérica, que parecía importante aplicar reformas estructurales que modifiquen la estructura de incentivos en los mercados mediante políticas que: (i) promuevan la competencia económica; (ii) flexibilicen los mercados para una asignación eficiente de recursos; y, (iii) induzcan la aplicación de políticas públicas que asignen recursos públicos eficientemente hacia aquellas actividades de mayor rendimiento social.

En el caso de los bancos centrales, señaló que sería importante continuar con el esfuerzo que en los últimos años se había realizado para controlar la inflación. Planteó que en la medida en que las expectativas de inflación se lograsen mantener bien ancladas, sería posible consolidar los beneficios que para la sociedad tiene la estabilidad de precios. Por supuesto, en la medida en que ello se viese acompañado de las reformas a la estructura de incentivos que enfrentan los agentes económicos en las economías latinoamericanas, las perspectivas para el crecimiento económico de largo plazo en la región serían mejores.

En el mismo panel, **Martin Feldstein**, Presidente emérito del Nacional Bureau of Economic Research y profesor de la Universidad de Harvard, discutió la conexión entre el crédito y la economía real en el contexto de crisis imperante en los Estados Unidos. Señaló que bajo esas circunstancias estaban presentes los mecanismos tradicionales de transmisión entre el mercado crediticio y los ciclos económicos, aunque también aparecía una situación novedosa, dada por el hecho que los acontecimientos en el mercado real –en particular el mercado inmobiliario– afectan al mercado del crédito. Señaló que el peligro que surgía de este mecanismo de transmisión es el la retroalimentación de las fuerzas que estaban afectando la actividad económica. Opinó que la política monetaria había tenido un papel fundamental en el hecho de haber arribado a una situación como la que aquejaba a la economía estadounidense. En ese sentido, concluyó formulando recomendaciones de política monetaria en relación a cuál podría ser la manera más apropiada de lidiar con una burbuja financiera.

El cierre de las Jornadas estuvo a cargo de **Martín Redrado**, quien resaltó que el BCRA se había propuesto consolidar desde Argentina un espacio para debatir cuestiones relevantes de las finanzas internacionales en un momento único para la economía global. Señaló que esta era una manera de contribuir a la inserción de la Argentina en el mundo, a pesar de los innumerables desafíos diarios que quitan tiempo para reflexionar sobre temas más globales que también hay que enfrentar.

Planteó que en un marco de avance del escenario recesivo en las economías avanzadas no estaba claro cómo el mismo se seguiría propagando, pero si que la economía norteamericana no está desacoplada del resto del mundo.

En este contexto, los países en desarrollo, al menos estaban mostrando una

mayor fortaleza relativa en relación a eventos del pasado, lo que se reflejaba en oscilaciones menos pronunciadas en los precios de los activos financieros en comparación, por ejemplo, con los activos comparables de Estados Unidos y Europa.

Destacó que los países con amplios déficits fiscales y de cuenta corriente, que se habían estado financiando mayoritariamente con flujos de capitales de corto plazo (aquellos de Europa del Este por ejemplo, a diferencia de América Latina y Asia) parecían ser los más castigados.

Planteó que el debate acerca de las respuestas de política a la crisis es de por sí complejo: están quienes propician intervenciones preventivas *ex-ante* y quienes enfatizan la importancia de una acción decisiva *ex-post* para mitigar las consecuencias de los colapsos financieros.

En los países emergentes, la importancia de cuidar la estabilidad sistémica es evidente dada su historia de volatilidad macroeconómica y crisis recurrentes. Pero en los países más industrializados, donde existen mercados de capitales profundos y altamente integrados al sistema bancario, la estabilidad financiera era tradicionalmente vista como un instrumento más que como un objetivo en sí misma. Sin embargo, resaltó que frente a la crisis los instrumentos fiscales, monetarios y financieros estaban actuando “codo a codo” con un objetivo común.

Sugirió que el tratamiento de la estabilidad financiera posiblemente fuera a requerir de cambios en las regulaciones vigentes. Esto, a su juicio, no invalidaría el creciente proceso de innovación financiera sino que reforzaría la administración de los riesgos asociados al mismo. En este sentido, el grado de interdependencia de la economía global en general y los mercados financieros en particular llamaban a una mayor acción coordinada a nivel internacional.

Destacó que el desempeño de Argentina en los últimos meses era un ejemplo de defensa sistémica de la estabilidad. Todos los instrumentos de política estaban disponibles y el BCRA focalizaba sus los esfuerzos en restablecer el equilibrio en el mercado de dinero.

Este enfoque había permitido a Argentina amortiguar los efectos de las disrupciones externas sobre el desempeño macroeconómico, corroborándose de ese modo lo acertado de las políticas prudenciales y anticíclicas del BCRA, tanto en el plano monetario como financiero.

Señaló que estos logros se habían dado en una economía que aún se encontraba en camino hacia su sendero de largo plazo luego de la salida de una crisis

sin precedentes, que había incluido simultáneamente un quiebre institucional, una maxi-devaluación, la destrucción del sistema financiero y la cesación de pagos de la deuda pública.

En este marco, el Banco Central de la República Argentina, por primera vez en décadas, contaba con las herramientas adecuadas para brindar una efectiva protección a la economía ante cambios de contexto. Concluyó resaltando que esta era la mejor contribución que se podía hacer para garantizar dos bienes públicos esenciales: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, tan ausentes en la historia económica de los últimos 50 años.

La economía y el Sistema Financiero Mundial: Riesgos y perspectivas

Martín Redrado
(*Presidente - Banco Central de la República Argentina*)

Discurso de apertura

Sin dudas, hemos consolidado a estas jornadas como un ámbito internacional para el debate que incluye a algunos de los más renombrados académicos y hacedores de política monetaria y financiera del planeta.

Conozco bien el esfuerzo que significa para muchos de ustedes estar aquí, por lo que quiero agradecer a todos los asistentes y muy especialmente a aquellos que, desde el exterior, nos acompañan año a año.

El trabajo que hacemos para llevar a cabo esta reunión no constituye un hecho aislado, sino que forma parte de una estrategia de reinserción del Banco Central en la comunidad internacional luego de la crisis de 2001-2002.

El título de estas jornadas fue elegido el año pasado y, tal vez, está más vigente hoy que en el aquel momento. Las turbulencias financieras, que se manifestaron hace un año de forma clara en algunos sectores específicos de los Estados Unidos, no ceden en su magnitud y continúan propagando sus efectos hacia el resto de los mercados y regiones del mundo. Existe un consenso generalizado acerca de que la economía global presenta en la actualidad uno de los entornos más desafiantes de los que se tenga registro en todo el período de posguerra.

Las disrupciones financieras, a través del endurecimiento de las condiciones del crédito y el deterioro de la confianza, trasladaron impulsos recesivos a la economía real en las principales economías desarrolladas. A este deterioro se adicionan renovadas presiones inflacionarias, causadas en parte por un alza inusitada del precio de las materias primas. En este proceso confluyen factores de naturaleza estructural y fuerzas de orden cíclico asociadas a la bonanza experimentada por la economía mundial en el período previo.

Por algunos de estos factores y, en buena medida, por la adopción de políticas macroeconómicas mucho más prudentes y sólidas que en el pasado, las economías emergentes se han mostrado relativamente resistentes. Sin embargo, no es realista pensar que puedan “desacoplarse” por completo de lo que ocurre en el mundo desarrollado, en particular si el contexto externo continúa deteriorándose.

Un rasgo distintivo de las crisis es que se tienden a concentrar los mayores esfuerzos en atravesarlas lo más rápido posible. Esto, en ocasiones, puede sembrar la semilla de problemas futuros. Por otro lado, estos períodos revelan descarnadamente las debilidades estructurales.

Hacia delante, uno de las cuestiones centrales por desentrañar es cómo se avanzará en el desarme de las intervenciones masivas y de los colaterales utilizados por los principales bancos centrales. En mi visión, la amplia provisión de liquidez ha sido una respuesta necesaria. Se puede discutir si se avanzó tardíamente o no y si hubiese sido mejor contar con un plan preestablecido. Esto, tal vez hubiese permitido medir más apropiadamente los efectos y brindar mayor previsibilidad al explicitar las medidas futuras de reabsorción de esa liquidez.

En el mundo emergente es indudable que existe una demanda estructuralmente creciente, y no sólo de alimentos sino también de energía, minerales, metales y toda clase de materias primas. La expansión en los países en desarrollo responde en mayor medida a un proceso de *catching-up* de grandes regiones emergentes hacia mejores niveles de vida. En este contexto, la recuperación del crédito y el financiamiento es condición necesaria para resolver los problemas de ingresos y precios que aquejan a la economía mundial.

Si algo emerge con total claridad de esta crisis es que no hay un único libro. Hace pocos días, en Jackson Hole, el foco estuvo puesto en cómo evitar la profundización de la crisis y mantener la estabilidad en este nuevo entorno. La principal lección que extraigo es que no hay una solución óptima *in abstracto*, especialmente cuando enfrentamos complejos dilemas de política económica.

Estos plantean la existencia de los denominados “ciclos financieros” y la tendencia de los mercados a exhibir episodios de inestabilidad que pueden derivar en disrupciones macroeconómicas severas. El mundo enfrenta una conjunción de eventos económicos negativos como pocas veces se ha visto: crisis financiera, recesión e inflación. Para las economías más desarrolladas es una rareza. Desde una perspectiva emergente, desafortunadamente esta trinidad resulta más familiar. A nuestro modo, tenemos una larga experiencia de las consecuencias que pueden acarrear estos episodios críticos.

De hecho, varias de las cuestiones actualmente en discusión son asombrosamente recurrentes y ponen de manifiesto la existencia arraigada de rasgos similares en los episodios de crisis. Estos factores, junto a algunos elementos novedosos que le imprimieron cierta virulencia a las correcciones recientes (como el rol de los nuevos instrumentos y jugadores del sistema financiero), nos han obligado a los hacedores de política a encarar respuestas originales.

Las crisis del arco emergente en décadas anteriores ayudaron a clarificar la interrelación entre los objetivos de estabilidad monetaria y estabilidad financiera. Al igual de lo que ocurre hoy en el mundo desarrollado, subrayaron la importancia de la regulación del capital y de la liquidez.

En situaciones de dificultad es necesario contar con algún criterio para reducir los requisitos aplicando, de forma transitoria, “coeficientes de reducción” para los componentes más afectados por los mecanismos de resolución de la crisis. Esto se fundamenta en los factores sistémicos y, en cierta medida, involuntarios para las entidades que operan en estas situaciones. Este esquema le da tiempo (un recurso relativamente menos escaso en tiempos de crisis) al sistema y minimiza la necesidad de que el estado capitalice.

Bajo esta nueva configuración, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas también han tenido que revisar sus modos típicos de regulación, operación e intervención. A través de nuevas facilidades ampliaron, en forma notable, su esfera de acción. Como consecuencia de las dificultades experimentadas por Bear Stearns y, pese a que la red de regulación prudencial y de supervisión estaba centrada en el comportamiento de los bancos comerciales, el accionar de la *Fed* se “salió del manual”.

Por su rol crítico en el proceso de generación crediticia y, por estar involucrados en una compleja e intrincada red de transacciones financieras, se evaluó que la eventual caída de un banco de inversión en un contexto de apalancamiento generalizado iba a provocar eventos de naturaleza sistémica. Este nuevo protagonismo de intermediarios, basados en los mercados de capitales, está llamado a tener consecuencias duraderas sobre el diseño de los esquemas teóricos que enmarcan el accionar de la política monetaria.

Tal como suele ocurrir, más allá de sus innegables costos, los episodios de crisis son períodos particularmente fértiles para la creatividad, pero también para la revisión forzada de principios previamente aceptados. En períodos de turbulencia, los consensos teóricos sobre “qué hacer” y “cómo hacerlo” tienden a desvanecerse. Puesto en otras palabras, si en tiempos de normalidad la relación entre teoría económica y recomendaciones de política está razonablemente bien establecida, en etapas turbulentas ese vínculo se torna mucho más débil.

A veces, cabe admitirlo, ello puede ocurrir por la relativa complacencia que caracteriza a las fases de auge y al modo inadvertido en el que se van acumulando transformaciones, cuyas consecuencias se manifiestan de manera particularmente vívida cuando es ya, tal vez, demasiado tarde.

A mi entender “la tormenta perfecta” nos está revelando la no linealidad de la realidad, que requiere de una reformulación, y seguramente complejización, de los modelos que utilizamos.

Puesto de otro modo, toda crisis debe ser vista y aprovechada como una chance para revisar las estructuras fundamentales. Hoy resulta claro que las políticas de regulación financiera, con diferentes matices a nivel global, eran susceptibles de revisión. Un paso en la dirección correcta es, sin dudas, el excelente trabajo recientemente elaborado por Adrian y Shin presentado en Jackson Hole. El trabajo contiene, al menos, un par de elementos muy ponderables. Primero, reintroduce la intermediación financiera como una parte relevante dentro de los modelos económicos y segundo, devuelve un rol en la función de política de los bancos centrales a los agregados monetarios.

Además concluye en algo que yo vengo sosteniendo hace tiempo en las discusiones con mis colegas: lejos de estar disociados, los objetivos de estabilidad financiera y el resto de los objetivos tradicionales de la política monetaria son dos caras de la misma moneda.

Es decir que, llegamos a una zona en la que a la teoría económica le cuesta acompañar a la praxis. Así, los costos y beneficios de las políticas se hacen más difusos, creando desafíos significativos para los banqueros centrales. La diferencia es que ahora no sólo incluyen a los países emergentes como usualmente ocurría, sino que también vemos al mundo desarrollado en jaque.

Esto pone de manifiesto la importancia del “enfoque de administración de riesgos” en el diseño de estrategias precautorias de política monetaria. De hecho, el acontecer de la crisis dio lugar a que los bancos centrales de las economías desarrolladas se permitan cierta flexibilidad de instrumentos. Las autoridades monetarias de países emergentes estamos mucho más acostumbradas al uso de herramientas diversas.

Esto no hace más que reflejar la necesidad de un mayor pragmatismo derivado de una realidad menos lineal y con canales de transmisión tradicionales menos profundos.

Incluso, los países emergentes sujetos a regímenes de metas de inflación se vieron también en la necesidad de flexibilizar sus esquemas para responder a la novedad de un contexto inflacionario provocado por cambios en la estructura económica global. En definitiva, todos manejamos principios similares pero vivimos realidades, circunstancias e idiosincrasias diferentes.

Aquí recuerdo que, José Ortega y Gasset en “Meditaciones del Quijote”, decía: “yo soy yo y mi circunstancia”.

No estoy planteando una vuelta al famoso debate de la teoría monetaria de los años ochenta sobre reglas versus discreción. Creo que tanto Prescott como Barro y Gordon han resultado muy convincentes. Sugiero, en todo caso, que discutamos la posibilidad de ubicar en pie de igualdad las reglas con la necesidad de responder de forma flexible ante eventos particulares; eventos que justamente no están contemplados en el diseño de esas reglas por su baja probabilidad de ocurrencia.

Las políticas deben tomar en cuenta explícitamente en su diseño la necesidad de prevenir *ex ante* la aparición de desequilibrios que puedan derivar en episodios de inestabilidad financiera. Se trata de “reducir la frecuencia y severidad de los eventos de inestabilidad financiera en el futuro” (Ben Bernanke).

Recientemente vemos varios avances en la literatura que arrojan resultados ambiguos o contrapuestos a los generados por la “tecnología” habitual. En cuanto a las reglas implementadas por vía del canal de tasa de interés, durante los últimos quince años, la visión convencional era que el manejo de las tasas de corto plazo servía para modificar la curva completa y así afectar las decisiones de los agentes económicos.

Trabajos recientes muestran que este resultado podría no ser correcto y que el impacto de las tasas cortas sobre las variables reales se produce de forma sustancialmente diferente. Por otro lado, resultados similares en Black y Rosen en un trabajo de 2007 encuentran que el efecto de la política de tasas es diferente entre bancos de distinto tamaño y tiene impactos asimétricos entre clientes bancarios pequeños y grandes.

Mi lectura es clara: la entidad intelectual y la experiencia de los involucrados en la controversia deja en evidencia que no existen políticas y enfoques óptimos que puedan ser definidos en el vacío. Toda opción de política tiene costos y beneficios: no hay *free lunch*. De lo que se trata, en todo caso, es de definir si se quiere pecar por exceso o por defecto.

Lógicamente, más allá de los intentos de atenuar este *trade-off*, la elección de la estrategia y las políticas dependerá crucialmente de las actitudes frente al riesgo del país y su gente.

También dependerá de sus valoraciones intertemporales, dado que no siempre coincidirá el perfil de pérdidas y ganancias de esquemas alternativos. Asimismo, la trayectoria pasada particular de la economía en cuestión y las condiciones iniciales de las que se parte afectarán naturalmente nuestra elección de política.

En este marco puede situarse y comprenderse el enfoque de política monetaria que lleva adelante nuestro Banco Central, en y para las circunstancias concretas de la economía argentina. El mismo se basa en tres ejes: una política monetaria robusta que garantiza el equilibrio entre oferta y demanda de dinero; un esquema anticíclico de acumulación de reservas para mitigar vulnerabilidades y acotar la volatilidad macroeconómica; y un régimen de tipo de cambio flotante administrado.

Nuestra economía ha exhibido una propensión sistemática a la generación de episodios recurrentes de desequilibrio macroeconómico pronunciado. La ocurrencia de *shocks* (en los términos de intercambio o en las condiciones de acceso al financiamiento externo, entre otros) y la existencia de diversos mecanismos de amplificación de éstos han sido una fuente generadora de tendencias a la inestabilidad macroeconómica recurrente en el pasado.

Muchas veces estas tendencias fueron acentuadas por la propia política macroeconómica que tendió a comportarse en forma procíclica. Ello explica el enfoque preventivo que está implícito en el diseño actual de la política monetaria, y también revela nuestra aproximación asimétrica al tratamiento de los *shocks* que afectan a la economía local.

Hemos insistido repetidas veces en que “nuestro pasado nos condena” y que ello conduce a adoptar una estrategia prudente y asimétrica en la respuesta a los impulsos exógenos que afectan a la economía argentina: hasta que se demuestre lo contrario y se acumule suficiente evidencia estamos obligados a “invertir dramáticamente la carga de la prueba” y asumir que todo *shock* negativo es de naturaleza permanente y a interpretar *a priori* como transitorios los impulsos positivos que experimentamos.

Esto tiene consecuencias, naturalmente, para el conjunto de la política económica. Por ello, una estrategia fiscal prudente de acumulación de excedentes de ahorro en las fases de bonanza debe ser una derivación natural de este enfoque asimétrico en el tratamiento de los *shocks*.

Lo mismo sucede en el plano monetario y financiero. La estrategia desarrollada de formación de colchones de liquidez en tiempos de bonanza nos permite capear los temporales de manera inédita para nuestra historia, tanto por cuestiones exógenas como endógenas.

En los últimos meses actuamos con firmeza para garantizar la estabilidad monetaria y financiera. Observamos un marcado desalineamiento en la demanda de dinero que encendió las luces de alerta en nuestro tablero de control. Es decir, un desalineamiento de una de las variables con respecto a los valores previstos

por nuestro esquema en el escenario base. En efecto, los depósitos del sector privado evidenciaron una caída temporal de 8% en menos de un mes durante mayo. Para ponerlo en perspectiva, durante el efecto tequila los depósitos cayeron un 17% en tres meses.

A partir de allí, y contando previamente con una adecuada evaluación de los costos y beneficios asociados al uso de cada instrumento, focalizamos todos los esfuerzos en restablecer el equilibrio en el mercado de dinero. Este accionar, no es más que una respuesta profesional que se sustenta en el enfoque de administración de riesgos aplicado a la política monetaria argentina.

El Banco Central, mediante un conjunto de diez medidas, actuó quirúrgicamente y de manera secuencial. Primero fortalecimos la demanda de pesos. Una vez lograda la calma en el mercado de cambios se emprendió el proceso de recomposición de liquidez, a fin de garantizar la estabilidad financiera y la cadena de pagos. En efecto, adaptamos nuestro esquema prudencial del siguiente modo:

1. Primero adecuamos nuestras operaciones en el mercado de pases. Establecimos un esquema para ofrecer liquidez a tasa de interés fija (por hasta 3.000 millones de pesos) y variable (tasa badlar). Al ampliar el menú de opciones nos aseguramos que los recursos estarían efectivamente disponibles en términos adecuados para aportar liquidez al sistema.
2. Renovamos parcialmente y recompramos las letras y notas del Banco Central de vencimientos más cercanos.
3. Extendimos los límites para operar en el mercado de futuros, tanto para el Banco Central como para algunas de sus contrapartes.
4. Permitimos que el tipo de cambio de referencia aplicable a las transacciones de futuros y *forward* entre el Banco Central y su contraparte sea el fijado por el EMTA (*Emerging Market Traders Association*). Esta medida, sin dudas, enfatizó la confianza en nuestro enfoque.
5. Activamos los resortes para actuar mediante operaciones de mercado abierto en el mercado de títulos públicos, a través de compras liquidables en pesos y en dólares en el mercado secundario. El mecanismo funciona como una herramienta adicional para proveer liquidez más allá del sistema bancario y actuar sobre los distintos segmentos de la curva de rendimientos, evitando distorsiones en su estructura temporal.
6. Para morigerar efectos estacionales en el tradicionalmente ilíquido mes de julio, unificamos la posición de efectivo mínimo para junio y julio en un sólo período bimestral. Esto permite una mejor administración de la liquidez a las entidades.

7. Creamos un mecanismo de provisión de pases activos en dólares. Este fue un mecanismo adicional para facilitar la oferta de dólares en momentos en que dicha moneda aumentaba su participación en las carteras de los inversores y en que era necesario disminuir las expectativas de depreciación.
8. Además el Banco Central comenzó a participar en el mercado NDF con operaciones de hasta doce meses y con contrapartes con calidad de crédito no inferior a A-.
9. Abrimos una nueva ventanilla de pases que permiten utilizar como colaterales determinadas especies (Bogar y PGN) que no pueden ser usadas en los pases tradicionales. Esto le permitió a aquellas entidades que no tenían en sus carteras amplias posiciones de letras y notas del Banco Central acceder a nuestros mecanismos de provisión de liquidez.
10. Finalmente, ampliamos el menú de plazos de los pases pasivos, readequando el costo en función de la nueva estructura de plazos.

Es decir que, mediante un conjunto de diez medidas, se adaptó el esquema monetario y financiero para lograr la calma en el mercado de cambios y luego emprender el proceso de recomposición del resto de las variables monetarias y financieras. En pocas palabras: dispusimos todas las medidas necesarias a fin de asegurar la plena liquidez sistémica, tanto de pesos como de dólares. Y como resultado, obtuvimos fluctuaciones de las variables financieras acotadas y la economía real no se vio perjudicada.

No se trata de un cambio en nuestras políticas, sino del mismo marco aplicado en los últimos años pero bajo una coyuntura diferente. La situación reciente puso a prueba la fortaleza de esta estrategia, confirmando la consistencia y validez de sus pilares fundamentales.

En suma, eventos como el que nos convoca, con la participación de estimados colegas con quienes interactuamos en distintos seminarios del mundo y en un momento único como este, conforman el ámbito propicio para analizar el impacto de la crisis y sus escenarios. Más aún: dado el particular momento de la economía internacional, la historia brinda a nuestras jornadas una oportunidad única para, a partir de un entendimiento más acabado de la realidad, influir en el rediseño de las políticas tanto en el mundo emergente como en los países desarrollados.

Bienvenidos y muchas gracias.

Estados Unidos, China y Europa:
Instrumentos diferentes y realidades
diferentes

Panel I

Randall Kroszner
(Miembro del Directorio - Reserva Federal, EE.UU.)

Los Estados Unidos y el sistema financiero internacional: ¿Una realidad distinta? Cómo resolver dos enigmas de las cuentas internacionales

Quiero agradecer a los organizadores por invitarme a las jornadas de este año del Banco y por darme la oportunidad de compartir con *Madame Hu* y *Bill White* esta sesión sobre “Diferentes herramientas, diferentes realidades”. Mucho se ha hablado recientemente sobre las diferencias en las “herramientas”, tanto desde el punto de vista abstracto (por ejemplo, cómo se definen y comunican los objetivos de la política monetaria) como operacional (por ejemplo, la estructura de los instrumentos utilizados para inyectar liquidez al sistema financiero). En lugar de continuar con este debate, quisiera focalizarme en la segunda parte del título de la sesión y analizar si es correcto decir que Estados Unidos enfrenta una “realidad” económica diferente de la del resto del mundo. El término “realidad” puede, sin duda, interpretarse de muchas maneras distintas. Hoy, lo utilizaré para referirme a los vínculos financieros y comerciales internacionales que transmiten perturbaciones o *shocks* de una economía a otra.

Cuando pregunto si EE.UU. enfrenta una realidad diferente, en la práctica, lo que estoy preguntando es si Estados Unidos se ha desacoplado de la economía mundial. Después de brindar mis argumentos contrarios a la hipótesis del desacoplamiento, me enfocaré en dos enigmas aparentes de las cuentas financieras internacionales que podrían sugerir que EE.UU. enfrenta restricciones financieras diferentes de las de otros países. No obstante, mostraré que un análisis minucioso de los datos revela que Estados Unidos enfrenta, en verdad, una “realidad” muy parecida a la del resto del mundo.

¿Están Estados Unidos y el resto del mundo desacoplados?

El año pasado, algunos analistas sugirieron que, en términos generales, el resto del mundo no se vería afectado por la desaceleración del mercado de la vivienda de EE.UU. Sin embargo, con la inestabilidad de los sistemas financieros

mundiales de fines del verano (boreal) de 2007, quedó claro que no era así. Las preocupaciones por los valores financieros respaldados por hipotecas de Estados Unidos se trasladaron a los valores respaldados por activos en general y esto derivó, a su vez, en dificultades de financiamiento en los mercados monetarios europeos en todo, excepto los vencimientos a corto plazo.

En el año 2008, las preocupaciones por el derrame potencial, provocado por la desaceleración del crecimiento norteamericano y las debilidades del sistema financiero, pesaron cada vez más sobre los mercados accionarios de las economías avanzadas. Cuando resultó evidente la caída del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de varias economías desarrolladas, también comenzamos a notar un menor crecimiento y menos perspectivas de crecimiento en muchas economías emergentes, mientras que los mercados bursátiles de las economías emergentes cayeron drásticamente. A nivel mundial, a los desafíos planteados por el debilitamiento de la actividad económica se sumó una creciente presión inflacionaria desatada por el aumento de los precios de los alimentos y la energía. A esta altura, creo que quedó claro que la suposición inicial de que EE.UU. se había desacoplado del resto del mundo era incorrecta y que, de hecho, la economía mundial sigue estando estrechamente relacionada, tanto por vínculos comerciales como financieros.

Vínculos comerciales a nivel global

El concepto de vínculo comercial entre los países es, en términos generales, bastante claro: las importaciones de un país son las exportaciones de otro. No cabe duda de que ésta es una simplificación exagerada del concepto pero, de todos modos, captura un elemento clave de los vínculos comerciales globales: las exportaciones a otros países pueden representar un estímulo directo y poderoso a la economía doméstica. La importancia y los beneficios del libre comercio gozan de plena aceptación, aunque no siempre es sencillo dilucidar cómo se asignan esos beneficios. Cuando los mercados internos de productos y servicios son libres y están abiertos a los vendedores de todo el mundo y cuando la oferta se ajusta de manera eficiente para satisfacer los cambios de la demanda, los costos que paga el consumidor se reducen al mínimo. Las recientes subas abruptas de los precios de los alimentos a nivel global subrayan la importancia de reducir las barreras que frenan el comercio de los productos agrícolas. Reducir estas barreras fue uno de los temas clave de las últimas reuniones de la Ronda de Doha, y me desanima que esta ronda de conversaciones haya fracasado. Dada la urgente necesidad de expandir la oferta global de alimentos para satisfacer la creciente demanda mundial, es especialmente lamentable que estas negociaciones no hayan tenido ningún avance.

Vínculos financieros a nivel global

Los vínculos financieros globales actuales son bastante complejos y sutiles. Su naturaleza y dimensión se reflejan en una serie de características que incluyen, no sólo las posiciones netas de inversiones internacionales sino también los tamaños de las posiciones brutas de acreencias y obligaciones externas, la composición de estas posiciones por tipo de activo y los retornos sobre los activos subyacentes. Una revisión rápida de estas características de los vínculos financieros de EE.UU. con el mundo ayudará a resolver algunos enigmas de las finanzas internacionales que, de otro modo, podrían sugerir que Estados Unidos enfrenta una “realidad” diferente de la de otros países.

En primer lugar, las inversiones realizadas por los residentes estadounidenses en el exterior y por los extranjeros en Estados Unidos son enormes, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB (ver la Figura 1). El año pasado, por ejemplo, las obligaciones de EE.UU. con los residentes del exterior totalizaron más de USD 20 billones, más del 140% del PIB de Estados Unidos. Al mismo tiempo, las acreencias de Estados Unidos contra residentes del exterior alcanzaron los USD 17,5 billones, casi el 130% del PIB. Incluso la posición neta de obligaciones de EE.UU. es considerable y equivale a USD 2,5 billones, o más del 17% del PIB. Esta posición neta como porcentaje del PIB ha permanecido bastante estable en los últimos años, mientras que las acreencias y obligaciones brutas crecieron de manera constante.

En segundo lugar, dentro de estas enormes posiciones brutas hay una gran variedad de tipos de acreencias y obligaciones, incluyendo muchas formas de inversión directa, acciones e instrumentos de deuda¹ (ver la Figura 2). La composición de las obligaciones de Estados Unidos es bastante diferente de la composición de las acreencias norteamericanas contra el resto del mundo. Por ejemplo, más de dos tercios de las obligaciones de EE.UU. son instrumentos de deuda, mientras que más de la mitad de sus acreencias son acciones e inversión directa. Algunos sostienen que ésta es la naturaleza “inversora en capital de riesgo” de la posición externa de Estados Unidos: las inversiones estadounidenses en el exterior suelen concentrarse en instrumentos accionarios relativamente riesgosos, mientras que sus obligaciones suelen estar en instrumentos de deuda de baja volatilidad.

En tercer lugar, las distintas clases de activos suelen tener diferentes tasas de retorno, tanto para las ganancias de capital como para las rentas (ver la Figura 3). Por ejemplo, el retorno sobre las acciones, tanto en el caso de las acreencias

1. Los instrumentos de deuda incluyen a los bonos, préstamos y depósitos.

como de las obligaciones, proviene principalmente de las ganancias de capital, mientras que el retorno sobre los instrumentos de deuda y la inversión directa deriva en esencia de las rentas. Para los títulos de deuda y las acciones, las rentas y la tasa de la ganancia de capital sobre las acreencias de EE.UU. son prácticamente iguales a los de las obligaciones. No ocurre lo mismo, sin embargo, con la inversión directa: la renta sobre la inversión directa de Estados Unidos en otros países es dos veces más alta que la renta que reciben los residentes del exterior por su inversión directa en EE.UU. Si tenemos en cuenta las diferencias en los retornos y las diferencias en la composición de los activos, el retorno total sobre las acreencias norteamericanas resulta ser, por año, mayor en alrededor de dos puntos porcentuales que el retorno que Estados Unidos paga sobre sus obligaciones con el resto del mundo.

Los enigmas de las cuentas internaciones de Estados Unidos

Algunas características aparentemente misteriosas de las posiciones de inversión de EE.UU. en el exterior dieron lugar a una serie de hipótesis, algunas de las cuales provienen de la noción de que Estados Unidos es único en algunos aspectos importantes. Por ejemplo, en dos casos que analizaré hoy, algunos observadores concluyeron, primero, que EE.UU. puede endeudarse en condiciones sumamente ventajosas para financiar sus déficits externos y, segundo, que EE.UU. recibe un retorno mucho más alto sobre sus inversiones en el exterior que el que reciben otros países por sus inversiones en Estados Unidos. Se desarrollaron algunas teorías novedosas para respaldar estas interpretaciones. Sin embargo, un trabajo reciente del personal ejecutivo de la Reserva Federal demostró que no hace falta recurrir a explicaciones tan exóticas para entender el comportamiento de las cuentas internacionales. Basta analizar con detenimiento los datos publicados para entender que las diferencias en las tres características de las acreencias y las obligaciones de Estados Unidos analizadas anteriormente –retornos, composición y tamaño– contienen la clave para descifrar estos resultados en apariencia anómalos y concluir que Estados Unidos enfrenta una “realidad” similar a la de otros países.

Enigma 1: ¿Pagan los extranjeros por prestarle a Estados Unidos?

El primer enigma es de larga data y muy conocido en la comunidad financiera internacional: ¿por qué tenemos la impresión de que los extranjeros pagan por prestarle a los Estados Unidos? Durante más de veinte años, la posición neta de inversión internacional norteamericana ha sido negativa. Como acabo de mencionar, en el año 2007, la posición neta de obligaciones de EE.UU. representaba el 17% del PIB (ver la Figura 4). Sin embargo y, hasta cierto punto sorprendentemente, el ingreso recibido por los residentes estadounidenses

sobre sus inversiones extranjeras superó de manera constante al ingreso recibido por los extranjeros sobre sus tenencias en los Estados Unidos. Esta diferencia totalizó USD 90.000 millones en 2007. Por lo tanto, a primera vista, podría parecer que el resto del mundo le está pagando a Estados Unidos por el privilegio de prestarle dinero. En otras palabras, imaginemos una tarjeta de crédito que paga intereses por tener saldo deudor y no a la inversa. ¡Si existiera, yo querría una!

Este enigma sobre el ingreso proveniente de la inversión en Estados Unidos ha despertado el interés de reconocidos economistas. Por ejemplo, en 1987, Milton Friedman escribió:

Sin duda, si nuestras inversiones en el exterior tienen un retorno positivo, el valor de su capital debe ser positivo y no negativo. ¿Se trata de un defecto de las cifras sobre los flujos corrientes o de un defecto de las cifras del balance?²

La pregunta de Friedman sugiere que los datos informados deben ser erróneos, o bien carecen de un componente importante. Siguiendo este razonamiento, algunos investigadores han inferido la existencia de acreencias norteamericanas no registradas a partir de la observación del ingreso neto positivo derivado de las inversiones. A estas acreencias no registradas suele denominárselas “materia oscura”. La expresión deriva de la física: no es posible ver la materia oscura pero su presencia puede inferirse a partir de sus efectos en la materia visible. Estos investigadores sugieren que los activos no observados, en especial la propiedad intelectual, son tan grandes que la auténtica posición acreedora supera de manera sustancial los USD 20 billones en obligaciones de EE.UU. con los residentes del exterior.

Sin embargo, un análisis minucioso de los datos revela que, aunque la propiedad intelectual no registrada puede hacer un aporte modesto a las acreencias norteamericanas, no hay pruebas de una medición errónea a gran escala del orden de magnitud señalado por los defensores de la teoría de la “materia oscura”. En realidad, la investigación realizada por el personal ejecutivo de la Reserva Federal sugiere exactamente lo opuesto: es decir que, en todo caso, la verdadera posición neta de inversión de Estados Unidos es ligeramente más negativa que lo que señalan los datos publicados.

Entonces, ¿cómo podemos resolver este enigma? La respuesta está en los retornos, composición y tamaño de las acreencias y obligaciones de Estados Unidos. Tal como mencioné antes, para la mayoría de los activos en el exterior,

2. Carta a Charles Thomas del staff del Directorio de la Reserva Federal.

incluyendo la deuda y las acciones, el componente de ingresos del retorno pagado sobre las obligaciones de EE.UU. es casi igual al recibido sobre las acreencias. Sin embargo, el retorno recibido sobre las acreencias derivadas de la inversión directa de EE.UU. contra el resto del mundo es muy superior al pagado por Estados Unidos sobre sus obligaciones de inversión directa al resto del mundo o sobre cualquier otro activo. Además, la inversión directa en los EE.UU. tiene una mayor participación en las acreencias que en las obligaciones. Con esta combinación de diferencias en el retorno y la composición, las acreencias de EE.UU. obtienen en total por año alrededor de un punto porcentual más que el que Estados Unidos paga sobre sus obligaciones.

Este diferencial en la tasa de retorno no deriva, por sí solo, en un ingreso neto positivo sobre una posición neta negativa: si la posición neta de obligaciones de EE.UU. de USD 2,5 billones fuera el resultado de posiciones brutas más modestas, entonces el ingreso neto estadounidense podría no ser positivo. Estas enormes posiciones brutas magnifican el impacto de las distintas tasas de retorno sobre las acreencias y obligaciones; como resultado, en términos netos, los flujos de ingresos son positivos. Debido a este efecto de apalancamiento, no es particularmente útil comparar la posición neta con el ingreso neto ni calcular una tasa de retorno sobre la posición neta. En última instancia, ésta es la razón del fracaso del argumento de la "materia oscura", porque depende de la posición neta negativa para inferir la existencia de activos faltantes.

En este sentido, Estados Unidos no es único. En otros países, incluyendo el Reino Unido, el ingreso neto proveniente de la inversión es positivo, a pesar de una gran posición neta de obligaciones. Y tal como ocurre en EE.UU., la principal responsable es la diferencia entre la tasa de retorno sobre las acreencias de la inversión directa y la de las obligaciones.

En conjunto, estas observaciones son un aporte importante para resolver este supuesto enigma: es posible explicar los flujos de ingresos netos positivos provenientes de la inversión frente a obligaciones netas en la posición de inversión si tenemos en cuenta las diferencias entre la composición de las acreencias y obligaciones de Estados Unidos y entre las tasas de retorno correspondientes, magnificadas por el efecto de apalancamiento de las enormes posiciones brutas.

Sin embargo, aún resta responder la siguiente pregunta: ¿qué explica el alto retorno sobre las acreencias de inversión directa de EE.UU.? Este alto retorno podría reflejar, en parte, una prima de riesgo asociada a inversiones en las economías emergentes. La política impositiva también podría jugar un papel importante en este esquema; algunos analistas han sugerido que las entidades multinacionales están trasladando sus activos intangibles -como la propiedad intelectual- a países con leyes impositivas más favorables para reducir su carga tributaria

total. No obstante, y considerando las magnitudes involucradas, es poco probable que los activos intangibles no registrados expliquen una parte sustancial del diferencial de retorno. El tema sigue siendo objeto de una investigación exhaustiva.

Enigma 2: ¿Puede Estados Unidos tomar dinero prestado sin aumentar su deuda?

El segundo enigma es más reciente: ¿por qué tenemos la impresión de que Estados Unidos puede contraer un préstamo sin el correspondiente aumento de su deuda? Es bien conocido que EE.UU. tiene un abultado déficit en cuenta corriente desde hace muchos años. Para financiar este déficit tuvo que recurrir a grandes préstamos del exterior. Sin embargo, el aumento neto de las obligaciones de EE.UU. resulta ser bastante pequeño en relación con los déficit en cuenta corriente acumulados.

En términos más específicos, durante los últimos seis años, Estados Unidos registra un déficit en cuenta corriente que supera los USD 3,8 billones y estos déficits requirieron un monto equivalente de financiamiento del sector externo. Podríamos pensar, entonces, que este endeudamiento derivó en aumentos igualmente considerables de la deuda externa norteamericana, pero éste no es el caso. Durante el mismo período, las obligaciones netas de EE.UU. aumentaron sólo USD 600.000 millones, es decir USD 3,2 billones menos que los déficit en cuenta corriente acumulados³ (ver la Figura 4). En consecuencia, podría parecer que Estados Unidos pudo tomar en préstamo grandes sumas del exterior y simultáneamente acumular pocas obligaciones adicionales. Volviendo a la analogía de la tarjeta de crédito, imaginemos una tarjeta de gastos con un saldo que aumenta sólo una pequeña fracción de nuestros gastos. Ningún banco emitiría una tarjeta de este tipo. Entonces, ¿cómo puede un país estar haciendo precisamente esto?

Sin embargo, a diferencia del saldo de la tarjeta de crédito, los cambios en el saldo neto de la deuda externa de EE.UU. reflejan algo más que transacciones netas. También hay cambios en la posición neta derivados de las ganancias de capital y otros ajustes a los valores de las acreencias y obligaciones. Tal como mencioné antes, durante los últimos seis años, la posición neta difiere de la cuenta corriente acumulada en alrededor de USD 3,2 billones, que representan las ganancias de capital y otros ajustes. Unos USD 2,4 billones de esta diferencia se deben a ajustes de valuación (ganancias de capital) a favor de las acreencias de EE.UU.; estos ajustes surgen de los movimientos observados en los precios

3. Dirección de Análisis Económico (BEA) de Estados Unidos. Cuentas corrientes entre 2002 y 2007, inclusive. Las posiciones comparan el cierre del ejercicio 2001 con el cierre del ejercicio 2007.

de los activos y el dólar. La agencia que mantiene y publica las cuentas internacionales de Estados Unidos, llamada Dirección de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés), denomina “otros ajustes” a unos USD 800.000 millones adicionales.

Algunos investigadores interpretan estos “otros ajustes” como ganancias de capital adicionales. Estos ajustes favorecen de manera significativa a las acreencias norteamericanas, e incluirlos en las ganancias de capital duplica la ventaja de retorno total a favor de las acreencias de Estados Unidos, llevándola del cálculo publicado de alrededor de dos puntos porcentuales por año a cuatro puntos porcentuales. Utilizando una frase que hiciera popular Charles de Gaulle, estos investigadores sugieren que este diferencial de retorno constituye un “privilegio exorbitante” del que disfruta Estados Unidos. Sin embargo, el personal ejecutivo de la Reserva Federal utilizó datos de relevamientos para las posiciones subyacentes en el exterior para demostrar que estos “otros ajustes” no son ganancias de capital ocultas, sino que surgen de la imprecisión en la medición de una serie de flujos de la balanza de pagos y posiciones en el exterior. Como resultado, la ventaja en los retornos a favor de las inversiones estadounidenses es, de hecho, la mitad de la suma que sugieren los propulsores del “privilegio exorbitante” y es compatible con los datos publicados por BEA.

Tal como ocurrió con el primer enigma, la clave para resolver el segundo radica en las diferencias en los retornos, la composición y el tamaño de la cartera. La mayoría de las obligaciones norteamericanas son títulos de deuda, que obtienen bajas ganancias de capital, mientras que una gran parte de las acreencias de EE.UU. con el resto del mundo son acciones, que obtienen mayores ganancias de capital. El resultado es una diferencia neta en la tasa de las ganancias de capital ligeramente a favor de los inversores de Estados Unidos. Sin embargo, la aplicación de este diferencial de tasa a las enormes posiciones brutas de acreencias y obligaciones genera un ajuste considerable en la posición neta de inversión.

Tal como vimos en el primer enigma, Estados Unidos tampoco está solo en el segundo. En otros países, incluyendo el Reino Unido, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, las posiciones de inversión internacional tuvieron, durante períodos prolongados, marcadas diferencias con el valor sugerido por los saldos históricos en cuenta corriente, de manera similar a lo que ocurre con Estados Unidos. Esta diferencia puede darse también en sentido opuesto: en la actualidad, Suiza y Japón informan posiciones netas de inversión sustancialmente menos positivas que las que sugieren sus persistentes superávits en cuenta corriente.

Conclusiones

Desde el comienzo de la reciente crisis financiera, nuestra experiencia sugiere de manera contundente que la economía global está unida por fuertes vínculos comerciales y financieros y, a través de ellos, Estados Unidos sigue estando estrechamente ligado a la economía global. Por consiguiente, enfrenta “realidades” económicas similares a las de las economías avanzadas y emergentes. Estos vínculos generan conexiones poderosas o “acoplamientos” entre las economías y pueden contribuir de manera importante al funcionamiento eficiente de los mercados globales.

La naturaleza y el alcance de los vínculos financieros entre las economías dependen de una serie de características de las inversiones en el exterior, incluyendo el tamaño y composición de las posiciones brutas subyacentes, así como también del desempeño de los activos subyacentes. Es posible explicar dos supuestos enigmas relacionados con estos vínculos internacionales (la aparente disposición de los residentes del exterior a pagar por prestarle a EE.UU. y la aparente capacidad de Estados Unidos para endeudarse sin el correspondiente aumento de su deuda) mediante un análisis minucioso de estos datos en lugar de recurrir a teorías como la “materia oscura” o el “privilegio exorbitante”. Después de todo, las realidades económicas que enfrenta Estados Unidos no son diferentes de las que enfrenta el resto del mundo.

Referencias

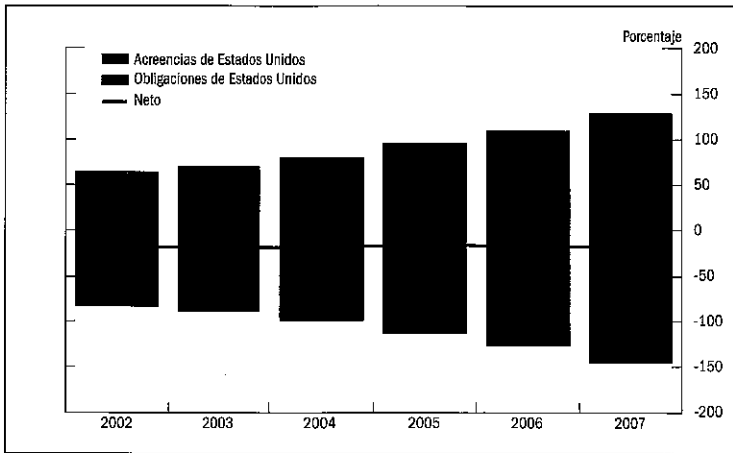
Curcuru, Stephanie E., Tomas Dvorak, y Francis E. Warnock (a publicarse en breve). “Cross-Border Returns Differentials”, *Quarterly Journal of Economics*.

Curcuru, Stephanie E., Charles P. Thomas, y Francis E. Warnock (a publicarse en breve). “Current Account Sustainability and Relative Reliability,” Seminario Internacional sobre Macroeconomía de NBER.

Hausmann, Ricardo, y Federico Sturzenegger (2007). “The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations, and Its Implications for Global Imbalances,” *Economic Policy*, vol. 22, páginas 469-518.

Gourinchas, Pierre-Olivier, y Helene Rey (2007). “From World Banker to World Venture Capitalist: The U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” en R. Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press, páginas. 11-55.

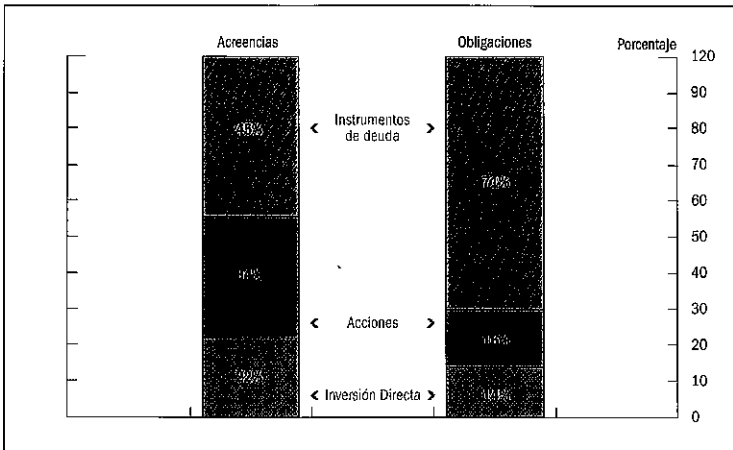
**Figura 1. Acreencias y obligaciones de Estados Unidos en el exterior
(porcentaje del PIB estadounidense de 2007)**



Nota: La inversión directa está expresada sobre la base del costo corriente.

Fuente: Dirección de Análisis Económico (BEA).

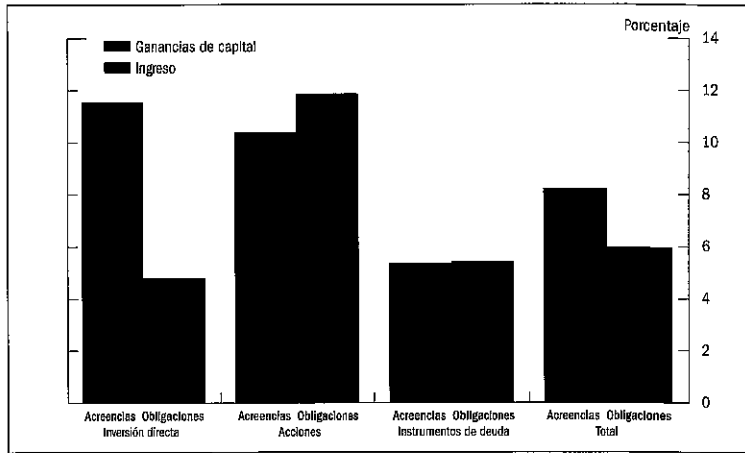
**Figura 2. Composición de los activos de las acreencias y obligaciones
de Estados Unidos en el exterior (cierre fiscal 2007)**



Nota: La inversión directa está expresada sobre la base del costo corriente. Excluye los instrumentos derivados financieros.

Fuente: Dirección de Análisis Económico (BEA).

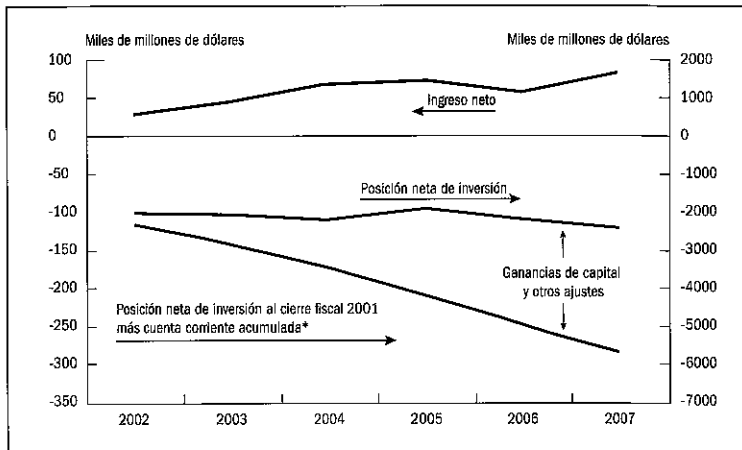
Figura 3. Retornos sobre las acreencias y obligaciones de Estados Unidos en el exterior por tipo de activo (promedio 1990-2007)



Nota: La inversión directa está expresada sobre la base del costo corriente. Excluye los instrumentos derivados financieros.

Fuente: Directorio de la Reserva Federal, cálculos del personal ejecutivo.

Figura 4. Ingreso neto, posición neta de inversión y posición neta de inversión más cuenta corriente acumulada de Estados Unidos



* La cuenta corriente acumulada a una fecha determinada es la suma de los saldos de cuenta corriente desde el 2002 hasta esa fecha dada.

Nota: La inversión directa está expresada sobre la base del costo corriente.

Fuente: Dirección de Análisis Económico (BEA).

Hu Xiaolian
(Vicepresidente - Banco Popular de China)

Acontecimientos recientes en la economía China y respuestas de política

Estimado Presidente del Banco Central de Argentina Martín Redrado, damas y caballeros.

Es un honor haber sido invitada a estas jornadas realizadas en esta hermosa ciudad de Buenos Aires. Como todos ustedes saben, los acontecimientos recientes en la economía global se han visto caracterizados por una amplia desaceleración del crecimiento, una inflación creciente y fuertes turbulencias en los mercados financieros. En este contexto, los hacedores de políticas de diversas economías están atrapados en el dilema de mantener el crecimiento y frenar la inflación. Me complace tener la oportunidad de participar de un intercambio franco de ideas sobre los desafíos que enfrenta China y las medidas de política que hemos tomado en este contexto.

I. Acontecimientos económicos recientes en China

Desde comienzos de 2008, la economía china ha mantenido un ritmo de crecimiento rápido y estable a pesar de las secuelas de los desastres naturales más devastadores de la historia y del entorno económico y financiero desfavorable a nivel mundial. Durante el primer semestre del año, el PIB creció un 10,4% anual, 1,8 puntos porcentuales menos que durante el mismo período del año anterior; esto sugiere que sólo hubo una modesta desaceleración, pero el crecimiento continúa en niveles altos. Los desarrollos económicos enfatizaron las siguientes tendencias:

La inversión, el consumo y las exportaciones crecieron de forma más equilibrada, mientras que la demanda interna, en especial la demanda del consumidor, se transformó en una fuerza impulsora más fuerte del crecimiento económico. Durante el primer semestre, la inversión en activos fijos y las ventas minoristas de bienes de consumo crecieron un 26,3% y un 21,4%, respectivamente. De este modo, la brecha entre inversión y crecimiento del consumo se redujo de más de 10 puntos porcentuales en los últimos años a 4,9 puntos porcentuales en la actualidad. Las importaciones crecieron un 30,6% contra el año

anterior, superando en 8,7 puntos porcentuales al 21,9% de crecimiento de las exportaciones. Como resultado, el superávit de la balanza comercial registró una caída anual de 11,8%.

Se puso un fuerte énfasis en mejorar aún más el sector de manufacturas y optimizar la estructura industrial, y se redoblaron los esfuerzos tendientes a la reducción de emisiones contaminantes y la conservación energética. Durante la primera mitad del año, el valor agregado industrial de las empresas importantes aumentó un 16,3%, desacelerándose 2,2 puntos porcentuales en comparación con el mismo período del año anterior, hecho que puede atribuirse principalmente a la desaceleración del crecimiento de 5,6 puntos porcentuales de seis industrias de alto consumo energético. Aunque las industrias de la maquinaria y la alta tecnología de elevado valor agregado crecieron un 21,6% y 17,6%, respectivamente, el consumo de energía por unidad del PIB cayó un 2,88%, mejorando en 0,12 puntos porcentuales la declinación observada en el mismo período de 2007.

Se mejoró aún más la calidad y eficiencia del desarrollo económico, de manera tal que siguieron creciendo los ingresos de los hogares, las ganancias corporativas y la renta fiscal. Durante el primer semestre del año, el ingreso disponible *per cápita* de los residentes urbanos registró un crecimiento anual de 14,4%; el ingreso en efectivo *per cápita* de los productores agropecuarios subió un 19,8% y la renta fiscal total aumentó un 33,3%. En los primeros cinco meses del año, las empresas significativamente importantes registraron un crecimiento de las ganancias de 20,9%, 21,2 puntos porcentuales por debajo del crecimiento del año anterior. No obstante, a excepción de las pérdidas de sectores como las refinerías de petróleo y la electricidad, las empresas industriales fueron testigos de un crecimiento de las ganancias del 38,4%, lo que refleja una aceleración de alrededor de 7,6 puntos porcentuales respecto del mismo período del año anterior.

En general, la economía china goza de buena salud y se alcanzaron los objetivos de crecimiento estable, mejor estructura y mayor eficiencia. Sin embargo, la economía sigue enfrentando problemas estructurales e institucionales; además, la creciente incertidumbre tanto a nivel nacional como internacional suma nuevos riesgos para el desarrollo económico y financiero de China.

II. Problemas y desafíos que enfrenta la economía china

Presión inflacionaria. Después de años de niveles de precios bajos y estables, reapareció la inflación a nivel mundial. Aunque la mayoría de los países en desarrollo y emergentes están enfrentando el problema de la inflación, es cada vez

mayor la presión inflacionaria sobre éstos, generando un mayor riesgo de inestabilidad macroeconómica. En China, los precios al consumidor vienen aumentando desde el segundo semestre de 2007. El IPC de ese año creció un 4,8% en términos acumulados. Si tomamos los datos trimestrales, el IPC subió 2,7%, 3,6%, 6,1% y 6,6% en los cuatros trimestres del año, respectivamente. Esto representa, sin duda, una tendencia ascendente. Durante la primera mitad del año 2008, el IPC aumentó un 7,9% contra el año anterior, es decir que se ubicó 4,7 puntos porcentuales por encima de la cifra del mismo período del año anterior.

El impacto de la crisis de las hipotecas *subprime*. La irrupción y propagación de la crisis de las hipotecas *subprime* tuvo un fuerte impacto en la economía de Estados Unidos, la economía mundial, el mercado financiero y, también, en la economía de China. La desaceleración económica norteamericana afectará las exportaciones chinas. Los sucesivos recortes de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, la continua depreciación del dólar estadounidense y las turbulencias de los mercados financieros globales generaron una creciente incertidumbre asociada al movimiento de capitales. La debilidad del dólar aumenta los precios de los *commodities* medidos en dólares, ejerciendo sobre China una presión de inflación importada.

III. Sesgo de la reciente política monetaria China y uso de herramientas de política monetaria.

A fines del 2007 y a la luz de los riesgos y problemas en el desarrollo macroeconómico, una de las principales prioridades de las políticas macroeconómicas de China fue “evitar que el crecimiento acelerado se convierta en recalentamiento y que los aumentos estructurales de precios generen una inflación a gran escala”. Recientemente, China volvió a subrayar la necesidad de mantener, de manera sustentable, un crecimiento económico rápido y frenar los aumentos excesivos de precios como objetivo principal de su política macroeconómica, estableciendo como prioridad máxima de nuestra agenda el control de la inflación. En este sentido, hemos tomado diversas medidas.

El Banco Popular de China (PBC, por sus siglas en inglés) ha utilizado múltiples instrumentos de política monetaria y ha implementado una política macrofinanciera flexible, de acuerdo con el marco general de la política macroeconómica y la situación real del país.

En primer lugar, se utilizó la exigencia de encaje para congelar la liquidez. En términos de la selección de instrumentos de política monetaria y de acuerdo con la actual situación de China, el PBC utiliza esta exigencia y otros instrumentos para administrar la liquidez en el mercado doméstico. Desde comien-

zos de 2008, el PBC elevó la exigencia de encaje en seis oportunidades, llegando a 17,5% para las instituciones financieras comunes. Según las prácticas de nuestro país, esta exigencia puede utilizarse con flexibilidad. Por ejemplo, las cooperativas de crédito rurales (RCC, por sus siglas en inglés) que poseen un alto porcentaje de préstamos relacionados con el agro y activos de pequeña cuantía, así como las instituciones financieras de las zonas azotadas por terremotos, disfrutaban de una menor exigencia de encaje. En la actualidad, para las RCC, este requerimiento se ubica en 5,5% por debajo del nivel normal aplicado a otras instituciones financieras. Además, a diferencia de la mayoría de los países, el Banco Central paga intereses por el encaje que deben mantener los bancos, cubriendo hasta cierto punto los costos de los depósitos.

En segundo lugar, las transacciones de mercado se caracterizaron por su naturaleza abierta y flexible. Las principales operaciones del PBC consistieron en la emisión de letras del Banco Central y operaciones de pase.

En tercer lugar, se fortalecieron los mecanismos de persuasión y la guía de política crediticia. Para mantener el crecimiento económico y frenar la inflación, el Banco Popular de China orientó de manera apropiada el crecimiento del crédito e instó a las instituciones financieras a fortalecer la administración crediticia. Al mismo tiempo, en sintonía con el principio de distintos tratamientos para diferentes prestatarios, el PBC orientó a los bancos comerciales para que optimicen su estructura crediticia, limitando de manera rigurosa el otorgamiento de préstamos a las empresas de baja eficiencia en industrias de alto consumo energético, alta contaminación o excesiva capacidad de producción, fortaleciendo al mismo tiempo el apoyo crediticio a la economía rural, la reconstrucción posterior a los desastres naturales, la pequeña empresa, la industria de servicios, la innovación de los emprendedores, la conservación de la energía y la protección ambiental.

En cuarto lugar, se mejoró el mecanismo de formación del tipo de cambio del RMB (Yuan) y se fortaleció su flexibilidad. Se realizaron esfuerzos por mejorar el régimen de tipo de cambio administrado basado en la oferta y demanda del mercado en relación con una canasta de monedas, para alentar el papel fundamental de la oferta y la demanda en el mecanismo de formación del RMB y fortalecer su flexibilidad. Durante la primera mitad del año 2008, la fluctuación diaria de la paridad central del RMB alcanzó los 79 puntos básicos, en comparación con los 62 puntos básicos registrados en el año 2007.

En quinto lugar, se mejoró el mecanismo de transmisión de la política monetaria y se promovió la reforma constante de las instituciones financieras. En la actualidad, estamos profundizando la reforma de tenencia accionaria de los bancos comerciales estatales. Una vez finalizado el proceso de reforma, el Banco

Industrial y Comercial de China, el Banco de China, el Banco de Construcción de China y el Banco de Comunicaciones siguieron consolidando la gobernabilidad corporativa y la transformación y el desempeño de negocios. Hubo un avance importante en el trabajo preliminar de reforma del Banco de Agricultura de China, y la reforma del Banco de Desarrollo de China está avanzando con firmeza. A su vez, la reforma de las cooperativas de crédito rurales tuvo un éxito notable y ya hemos cosechado los primeros frutos.

IV. Otras medidas relacionadas con la política macroeconómica

Frente a la compleja situación macroeconómica, China adoptó un *mix* de política monetaria y política fiscal para la administración macroeconómica con el objetivo de promover el crecimiento rápido y sostenido, y controlar el aumento de precios.

En primer lugar, aumentamos la producción y la oferta para aliviar la tensión entre la oferta y la demanda de *commodities* importantes. En particular, pusimos el énfasis en la producción y oferta de bienes esenciales como cereales, aceites comestibles, carnes y otros *commodities* importantes, condición esencial para frenar el aumento de precios. En los últimos años, China realizó esfuerzos sin precedentes por apoyar a la economía rural mediante diversas medidas y políticas. Entre los años 2003 y 2007, el gobierno central aumentó la inversión en la economía rural a una tasa anual promedio de 17,8%. Se eliminaron los impuestos a la agricultura y la ganadería, así como los impuestos especiales a la producción rural y la faena de animales. Se estipuló un precio de compra mínimo para los principales productos cerealeros, que fue aumentando paulatinamente. Desde principios de este año y para garantizar la oferta interna de cereales, se redoblaron los esfuerzos de respaldo a la economía rural. En comparación con el año pasado, se duplicó el subsidio directo a los productores agropecuarios. Además, se realizaron obras de infraestructura en las zonas rurales.

En segundo lugar, se realizaron múltiples esfuerzos para impulsar la reforma de precios de la energía, tanto a base de carbón como eléctrica, de forma estable y paulatina. En mi país, el precio de la energía se mantuvo en niveles bajos durante muchos años, de manera tal que reflejaba sólo el costo de la explotación y el transporte, dejando de lado los costos resultantes de la escasez energética y la contaminación ambiental. A largo plazo, la distorsión de precios no podrá sostenerse y será necesario realizar una reforma. Pero, a corto plazo, el aumento de los precios de los productos derivados de la energía acelerarán la presión inflacionaria. En este caso, el gobierno chino adoptó una estrategia de ejecución gradual para la reforma de los precios de los productos energéticos basada en el mercado. Por ejemplo, aumentamos el precio de la

nafta y el diesel en junio de 2008. Con esta medida, después de la reforma, los precios continúan siendo accesibles para los consumidores y logramos mantener la estabilidad social y económica.

En tercer lugar, mejoramos la administración del tipo de cambio para anticiparnos al ataque especulativo de capitales financieros internacionales sobre la economía de China. Además, se implementaron mejoras tendientes a supervisar, analizar y gestionar los flujos de capitales hacia el exterior, verificar las transacciones en moneda extranjera y controlar enérgicamente las actividades financieras ilegales y el lavado de dinero. En línea con la necesidad de cambiar la situación de la balanza de pagos y la reforma del régimen de administración del tipo de cambio, se modificaron las regulaciones y normas administrativas referidas a este último punto. Además, se modificó la política administrativa que rige el movimiento de fondos más allá de las fronteras nacionales, de manera tal que dejamos de alentar la entrada de capitales y restringir la salida y decidimos focalizarnos en una “administración más equilibrada”.

Las medidas antes mencionadas ya han mostrado los primeros resultados. La suba de precios se ha desacelerado. El IPC bajó de 8,7% en febrero a 6,3% en julio. Fue posible controlar los agregados monetarios y crediticios hasta alcanzar un nivel básicamente apropiado. Ahora, el tipo de cambio del RMB tiene una mayor flexibilidad. A partir de la reforma del régimen de tipo de cambio de julio de 2005 y hasta fines de agosto de 2008, el tipo de cambio del RMB respecto del dólar estadounidense registró una apreciación acumulada de 21,3%. Según las estadísticas del BPI, el RMB se revaluó en un 10,8% y 17,0% en términos nominales y efectivos reales, respectivamente.

En la próxima etapa, China mantendrá la consistencia y estabilidad de la política monetaria e intentará llegar a un equilibrio entre contener la inflación y mantener un crecimiento sustentable de la economía. Además, debido a la profundización de la globalización económica y la mayor propagación del riesgo financiero, todos los países enfrentarán desafíos crecientes en términos de la formulación de sus políticas macroeconómicas, en especial en el territorio de la política monetaria. Por lo tanto, necesitamos una mayor coordinación. Esperamos poder fortalecer la comunicación y cooperación con otros bancos centrales para crear la sinergia necesaria para impulsar el desarrollo sustentable y duradero de la economía global.

Finalmente, deseo que estas jornadas sean un éxito rotundo. Muchas gracias.

William White
(Ex Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios - Banco de Pagos Internacionales)

Estados Unidos, China y Europa: Instrumentos diferentes, realidades diferentes

La respuesta de los bancos centrales a los acontecimientos desagradables

Durante el último año, la mayoría de los bancos centrales del mundo se ha tenido que enfrentar, en distintas magnitudes, con tres hechos desagradables. Esto complicó seriamente la conducción de la política monetaria porque estos diferentes factores suelen requerir respuestas monetarias que entran en conflicto. En términos amplios, fuimos testigos de una reversión brusca de las tendencias económicas y financieras marcadamente positivas vistas en algunos países durante años e incluso durante décadas en otros.⁴

El primer hecho desagradable es que la inflación alcanzó niveles más altos en casi todo el mundo pero, en particular, en varias economías emergentes importantes. El segundo es que las estimaciones de crecimiento están cayendo de manera drástica, en especial en una serie de economías avanzadas. El tercer hecho desagradable, que afecta principalmente a las economías avanzadas con mercados de capitales bien desarrollados, es que estos mercados ahora son disfuncionales en muchos sentidos. Además, los precios de los activos de muchas economías están bajando, las instituciones financieras están registrando pérdidas y cada día se cuestiona más si el capital de los bancos es suficiente. Dado que el capital es cada vez más caro, el resultado es un endurecimiento en las condiciones del crédito, que repercutiría una vez más sobre los precios de los activos y sobre el crecimiento global.

4. En Estados Unidos, a las últimas dos décadas se las conoce como la "Gran Moderación". Tanto el nivel como la volatilidad de la inflación fueron bajos. En cuanto al crecimiento del producto, si bien su nivel era alto, su volatilidad también era baja. Además, hubo *shocks* financieros recurrentes pero el sistema financiero mostró capacidad de resistencia. Si bien algunas economías emergentes afectadas por las crisis exhibieron un peor desempeño general, durante un período prolongado similar, esta década estuvo caracterizada por un desempeño económico sobresaliente en la mayoría de los países emergentes.

En este contexto, los bancos centrales respondieron de maneras muy diferentes. En un extremo del espectro, tenemos a países como Brasil, India, Australia y Suecia. Allí, las tasas de interés de política subieron de manera significativa y el punto de inflexión recién ha comenzado. En la zona del Euro y China, las tasas también se endurecieron pero de una manera más marginal, mientras que en Japón prácticamente no se modificaron. En el otro extremo del espectro está Estados Unidos, donde se redujo la tasa de interés de política con mayor agresividad que en cualquier otro momento del período de posguerra.

Si consideramos que todos estos bancos centrales están respondiendo a los mismos acontecimientos adversos, esta diversidad de respuestas requiere una explicación. Aquí sugeriremos que los diferentes grados de exposición a los hechos desagradables individuales son una buena parte de la explicación, pero debemos decir también que hay otras diferencias clave que deben considerarse. A pesar de la creciente focalización en mantener a la inflación bajo control, los bancos centrales todavía difieren en su historia, paradigmas teóricos y evaluación de las exposiciones reales y potenciales. No obstante, antes de analizar estas diferencias, vale la pena especular un poco sobre el papel que jugaron las políticas anteriores de los bancos centrales en la creación del conjunto actual de desafíos económicos globales. Esto podría brindar algunas pautas sobre cuál es la mejor respuesta de los bancos centrales en este momento y cuáles serían los cambios institucionales capaces de ayudar a minimizar los costos de estos problemas en el futuro.

Si bien este trabajo es más positivo que normativo, vale la pena hacer un comentario introductorio. A comienzos de la década de los setenta, un creciente número de bancos centrales extendió su horizonte de política para capturar las costosas implicancias inflacionarias del crecimiento real que trataban de estimular con sus políticas monetarias. La gran pregunta hoy, en la que los bancos centrales todavía difieren mucho, es si debería extenderse aún más el horizonte de política para capturar otros efectos colaterales no deseados (a los que aquí llamaremos “desequilibrios”) de las políticas expansivas. En el límite, cuando el auge del crédito se convierte en colapso, estos desequilibrios pueden llevar a deflación en lugar de inflación. La experiencia histórica a lo largo de los siglos indica que es probable que ésta sea una amenaza todavía más costosa a la estabilidad de precios.⁵

5. Para una descripción general y muy útil de esta historia, ver Reinhart C y Rogoff K, “This time is different; a panoramic view of eight centuries of financial crises”, Documento de Trabajo 13882, NBER, marzo de 2008.

Causas comunes de problemas muy comunes

No es difícil contar una historia en la que las condiciones financieras laxas durante muchos años constituyen la esencia de las dificultades globales de hoy. Con baja inflación inducida por *shocks* de oferta positivos, en particular debido a la reintegración de muchos países emergentes a la economía global, las tasas de interés reales (medidas *ex-post*) han sido muy bajas durante muchos años en la mayoría de las principales regiones del mundo. En realidad, no parecía haber ninguna razón para aumentar las tasas de política aunque las tasas de crecimiento del PIB fueran altas. Y, del mismo modo, no parecía haber ninguna razón para no bajar las tasas cuando el crecimiento se desacelerara o las turbulencias financieras amenazaran con ese desenlace en el futuro. La historia comenzó con el relajamiento de las políticas monetarias en los principales países industrializados, en particular Japón y Estados Unidos, en respuesta a sus respectivos “colapsos” de principios de los años noventa y comienzos de esta década. Sin embargo, cuando esta situación generó una presión alcista sobre la moneda de las principales economías emergentes, estos países respondieron con una intervención masiva sobre el tipo de cambio y con políticas monetarias más laxas. La intervención ayudó a bajar las tasas de los bonos a nivel global, dado que las reservas en divisas se invertían en los principales centros financieros, mientras que las políticas laxas alentaron el gasto doméstico.

Estos fenómenos pueden colocarse en una perspectiva más wickselliana al señalar que la tasa mundial real agregada de los bonos a 10 años (utilizando las tasas TIP en caso de estar disponibles) cayó por debajo de la estimación del crecimiento global potencial del FMI en el año 1997. El primer fenómeno siguió desde entonces con su tendencia bajista y el segundo no dejó de subir. La brecha entre la tasa de interés “natural” y la “tasa financiera” es, entonces, de larga data y hoy llega a casi el 4%. Las tasas de política reales siguen estando en cero en muchas regiones y exhiben valores significativamente negativos en otras. En China, dada su alta tasa de crecimiento potencial, la brecha podría ser de entre 8 y 10 puntos porcentuales.

En estrecha relación con lo anterior, las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y el crédito han sido altas en casi todas las regiones (a excepción de Japón) durante mucho tiempo y, en los últimos años, estas cifras excedieron el 20% en muchas economías emergentes. Además, estas mediciones subestiman el grado de estímulo financiero y monetario en funcionamiento en la economía mundial. Esto se debe al proceso de innovación del sector financiero (en especial, los procesos de titulización, globalización y consolidación) cuyo efecto fue poner el crédito a disposición de muchos agentes que antes no tenían acceso a él. Naturalmente, esto incluye a prestatarios hip-

tecarios *subprime* en Estados Unidos (y en menor grado en otros países) y a los pobres recientemente urbanizados de muchas economías emergentes.

Las bajas tasas de política podrían, por sí solas, haber alentado este proceso de innovación financiera. Por ejemplo, los productos en tramos como las obligaciones de deuda colateralizadas (CDO) y las obligaciones crediticias colateralizadas (CLO) están diseñados para hacer que los tramos senior parezcan libres de riesgo. Tal como ahora resulta claro, el proceso no reducía las pérdidas esperadas sino la probabilidad de pérdida, al tiempo que aumentaba la magnitud de la pérdida si el evento adverso se materializaba. De manera similar, las bajas tasas de interés de política también pudieron haber alentado la expansión de los mercados en los cuales los flujos ingresan inicialmente pero las pérdidas potenciales sólo se materializan de manera esporádica (si es que sucede) y en el futuro. Este comportamiento incluiría la expansión masiva de suscripciones de opciones *out-of-the-money*, *swaps* de *default* de créditos e instrumentos relacionados y el uso generalizado de estrategias *carry trade* financiadas con monedas de bajo rendimiento. Quizá la versión más peligrosa de este último instrumento ha sido el uso creciente de hipotecas denominadas en divisas de menor rendimiento por parte de los deudores hipotecarios de Europa Central y del Este.

No hace falta ser “monetarista” para sospechar que una expansión monetaria y financiera de esta magnitud y duración terminaría, con el tiempo, en inflación. Las tasas de crecimiento récord, a nivel global, de los últimos años parecen haber elevado la demanda global a un nivel equiparable hoy a la oferta potencial de corto plazo de las economías mundiales y las presiones inflacionarias están claramente en alza. Las recientes subas de precios de los *commodities* han sido el punto de partida de estas presiones, y reflejan una alta elasticidad ingreso de la demanda, en particular en los países emergentes, y una baja elasticidad precio de la oferta, en especial respecto de los metales y la energía. No obstante, los salarios y los precios están aumentando ampliamente, en especial en las economías emergentes. Está claro que la inflación medida de estos países ha subido, pero lo cierto es que también están creciendo las presiones inflacionarias en las economías industrializadas avanzadas. El aumento de los precios de las importaciones fue la primera manifestación, pero hay otros numerosos canales también.⁶ Además, países como Estados Unidos y el Reino Unido, que tienen un gran déficit de cuenta corriente, podrían enfrentar más presiones inflacionarias resultantes de la depreciación del tipo de cambio. En un entorno de menor capacidad excedente

6. Ver White WR (2008) “Globalisation and domestic inflation”, Documento de Trabajo 250, BPI.

global y márgenes más reducidos, el *pass-through* de esa depreciación de la moneda podría ser mayor de lo que ha sido hasta ahora.⁷

Tampoco hace falta ser de la escuela austríaca para sospechar que la significativa y prolongada brecha entre las tasas de interés financieras y naturales bien podría haber tenido otros efectos indeseables. Durante muchos años, el BPI planteó su preocupación por cuatro grupos de “desequilibrios” interrelacionados de la economía mundial definiendo, en términos amplios, a los desequilibrios como desviaciones sostenidas y significativas respecto de las normas históricas. La primera preocupación fueron los precios de los activos que parecían muy altos con respecto a sus valores históricos. Esto incluye los precios de la vivienda prácticamente en todo el mundo, el precio de los bonos soberanos y de alto riesgo (es decir, bajos *spreads* de riesgo), así como el de las antigüedades, las obras de arte, los vinos y hasta las estampillas. A su vez, hasta hace poco tiempo, el precio de una póliza de seguros contra riesgos de todo tipo era inusualmente bajo. Una segunda manifestación, que recibió mucha atención, fueron los insólitos desequilibrios comerciales mundiales.

Por lo visto, estos desequilibrios generaban la preocupación de que pudiera reestablecerse la normalidad revirtiendo las tendencias de precios anteriores, incluyendo la posibilidad de un cambio desordenado en el valor de las monedas al tiempo que los países acreedores estuvieran menos dispuestos a financiar los déficits de cuenta corriente de los deudores. Hasta cierto punto, este proceso de ajuste ya ha comenzado. Los precios de las propiedades están cayendo en varios países y los *spreads* de riesgo están subiendo de manera significativa dentro del contexto actual de contracción del crédito, que comenzó con el “Momento de Minsky”⁸ en julio de 2007. Ambos factores desacelerarán el gasto en el futuro cercano, de la misma manera que antes estimularon el gasto y el crecimiento. La construcción de viviendas y el empleo en este rubro están bajando drásticamente en muchos países. No obstante, los precios más bajos de los

7. Ver Galati G y Mellick W. R., “The evolving inflation process: an overview”, Documento de trabajo 196, BPI. Los autores documentan que el traslado del tipo de cambio bajó en la mayoría de los países en los últimos años. Sin embargo, si esto se debió principalmente a que los *shocks* de oferta positivos estaban enmascarando los efectos de la depreciación, esta tendencia podría no continuar. En realidad, los *shocks* positivos se están tornando negativos.

8. Minsky advirtió sobre los peligros de los préstamos cada vez más imprudentes, es decir sobre el riesgo de prestar lo que, en realidad, son esquemas de financiamiento tipo Ponzi, dado que los préstamos terminan siendo utilizados para atender servicios de deuda anteriores. En un determinado momento, la gente se da cuenta de lo que viene sucediendo y los préstamos se detienen. En este “Momento de Minsky”, el problema parece ser la escasez de liquidez, pero la preocupación subyacente es el riesgo de contraparte. Ver Kindelberger CP y Aliber RZ (2005) “Manias, panics and Crashes” Palgrave Macmillan. Los autores utilizan el modelo de Minsky como herramienta analítica central. Ver el Capítulo 2 de la quinta edición.

activos y las condiciones crediticias más duras son sólo la primera etapa de este proceso de reversión.

El tercer y cuarto grupo de desequilibrios identificados podrían tener efectos aún más serios en el futuro. El tercer desequilibrio observado son los patrones de gasto inusuales y potencialmente insostenibles similares, en algunos aspectos, a lo que la escuela austríaca denomina “inversiones erróneas”. Aunque las bajas tasas de interés son el impulsor básico en todos lados, los efectos particulares en los diferentes países parecen estar relacionados con su respectivo estado de desarrollo financiero. En este aspecto, Estados Unidos se encuentra en un extremo del espectro (criterios de préstamos impulsados sobre todo por el mercado) y China en el otro (criterios de préstamos impulsados por la políticamente). Además, el hecho de que se hayan producido distintos tipos de “inversiones erróneas” en los diferentes países también parece tener una cuota de responsabilidad en los desequilibrios comerciales a nivel mundial. En Estados Unidos y otros países, el consumo excesivo motorizó las importaciones, mientras que en China la inversión excesiva alentó las exportaciones. Por último, el cuarto desequilibrio está relacionado con el aumento de las exposiciones al riesgo en el sistema financiero y, en especial, el bancario. Más adelante analizaremos estos desequilibrios del tercer y cuarto grupo.

En Estados Unidos y otros países (muchos de habla inglesa), la “inversión errónea” asociada a tasas de interés muy bajas ha resultado en una reducción secular y probablemente insostenible de las tasas de ahorro de los hogares a cero o, incluso, negativas. El aumento de los precios de los activos generó un crecimiento del colateral para obtener un préstamo, y la percepción de una mayor riqueza también parece haber desalentado el ahorro.⁹ A su vez, a medida que aumentaba la demanda de crédito por parte de los hogares, los sistemas bancarios se refocalizaron y convirtieron al préstamo a los hogares en un componente esencial de sus nuevas estrategias de negocios. Este cambio de orienta-

9. Con respecto a la importancia relativa de los efectos de las garantías vs. la riqueza, ver Muellbauer J (2007) “Housing and consumer behaviour”, en *Housing, Housing Finance and Monetary policy*, Banco de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas. Ver también White W R (2007), “Measured wealth, real wealth and the illusion of saving”, en *Measuring the financial position of the household sector*, Boletín de la CFI de julio. Tanto White como Muellbauer sostienen que el aumento de la “riqueza” derivada de los precios más altos de las propiedades no es, en realidad, un aumento de la riqueza si la definimos correctamente como la capacidad para disfrutar un mejor nivel de vida en el futuro. La razón fundamental es que los precios más altos de la vivienda implican un aumento idéntico (una vez descontado) del costo de los servicios de la vivienda en el futuro. Pero los niveles de vida siguen siendo los mismos. Sin embargo, como el efecto del precio es inicial mientras que los costos relacionados se distribuyen en el tiempo, los propietarios bien pueden haber tenido la “percepción” de que eran más ricos. Esto es similar al sesgo hacia los resultados de corto plazo y la tendencia a ignorar los riesgos a más largo plazo que, con frecuencia, caracterizan a los mercados financieros.

ción estuvo respaldado por el hecho de que los préstamos a las empresas se realizaban cada vez con mayor frecuencia a través de los mercados. Esta falta de ahorro de los hogares estuvo acompañada por un firme aumento de sus niveles de deuda y por un marcado incremento del déficit comercial de Estados Unidos debido al alto contenido de importaciones en los gastos del consumidor. Esta última tendencia hizo subir la deuda externa neta de Estados Unidos a niveles inéditos.

La preocupación evidente frente a esta declinación de las tasas de ahorro de los hogares fue que podían repuntar con efectos duraderos y materiales sobre el crecimiento. Este proceso acaba de comenzar y se verá alentado por la interacción de precios más bajos de los activos (en especial de la vivienda) y endurecimiento de las condiciones crediticias. En Estados Unidos, la marcada reducción de las tasas de política se dio en simultáneo con un aumento de la prima de riesgo hipotecaria, de manera tal que las tasas hipotecarias subieron en lugar de bajar. Además, en Estados Unidos, y en menor grado en el resto del mundo, es mayor la exposición debido a nuevos instrumentos (como las tasas “artificialmente altas” de los préstamos *subprime*), diseñados para que puedan pagarse con el correr de los años sólo si los precios de las viviendas seguían subiendo.¹⁰ Ahora que los precios han bajado considerablemente, un número importante de propietarios no pueden refinanciar sus hipotecas y tienen deudas superiores al valor de su propiedad. Esto podría derivar en otra ronda de ejecuciones hipotecarias porque la capacidad para reestructurar la deuda hoy parece muy limitada.¹¹

En China, la “inversión errónea” resultante de la brecha especialmente amplia entre la tasa de interés natural y financiera es de un tipo más tradicional. El ratio inversión/PIB aumentó a más del 45%, un nivel no alcanzado siquiera en el pico de la burbuja japonesa de los años ochenta. Buena parte de esta

10. Otorgar créditos hipotecarios a personas que no pueden pagarlos con sus fuentes de ingresos generaba comisiones iniciales para los originadores de esas hipotecas. En muchos casos, quedaba claro desde el principio que el prestatario no iba a poder pagar el préstamo después de la “refinanciación”. En esos casos, la intención era refinanciar la hipoteca contra el supuesto valor superior de la propiedad, con lo cual se cobraba un segundo conjunto de comisiones. No había ningún riesgo a largo plazo con esta estrategia porque la hipoteca se vendía luego a un banco (generalmente para ser titulizada después) y el originador a menudo no tenía ninguna exposición personal.

11. Limitada pero no inexistente. HSBC realizó un esfuerzo decidido en este aspecto, pero tiene una cierta capacidad de maniobra no compartida por los demás prestamistas. Muchos préstamos *subprime* otorgados por otros se concedieron sujetos a una segunda hipoteca (otorgada por otra empresa) que se utilizaba para realizar el pago inicial. Aunque la caída del precio de la vivienda puede haber eliminado el valor de la segunda hipoteca, el dueño de esa hipoteca podría intentar todavía obtener valor interfiriendo en el proceso de reestructuración de deuda entre el deudor y el otorgante de la primera hipoteca.

inversión fue realizada por empresas que todavía pertenecen al estado u operan bajo su influencia. Las autoridades políticas a nivel local y regional también ejercieron una influencia importante, con inversiones similares en industrias de moda al límite de su capacidad. En ambos casos, la disponibilidad de financiamiento a bajo costo por parte de los bancos estatales jugó un rol facilitador relevante. Frente a este panorama, no es difícil imaginar que muchas de estas inversiones terminarán siendo no rentables o improductivas (para la infraestructura patrocinada por el estado). Además, hubo una focalización en la industria pesada, destinada en última instancia a respaldar la producción para los mercados de exportación, que ha sido muy contaminante y ha utilizado como insumos una gran cantidad de *commodities*. Estas externalidades tornan aún más dudosa a la racionalidad social de esas inversiones.

En el caso chino, la primera preocupación es que este nivel de inversión inusualmente alto podría retroceder mucho. Si esto ocurriera antes de que el consumo doméstico (que viene cayendo como porcentaje del PIB) aumentara lo suficiente como para compensarlo, entonces el crecimiento interno se resentiría. No obstante, ésta no debería ser una preocupación inminente. Las autoridades chinas tienen la capacidad financiera y política para mantener la demanda por inversión el tiempo que haga falta.¹² Sin embargo, también implica que los problemas subyacentes serán cada vez peores. Una segunda fuente de preocupación relacionada es el nivel que alcanzaron las inversiones realizadas para respaldar a las industrias orientadas a las exportaciones. Una desaceleración del crecimiento a nivel mundial tendría un efecto material en China y quizá un efecto aún mayor en quienes exportan piezas que se ensamblan en China. A su vez, podría surgir un último desequilibrio intertemporal a nivel global si el reciente fortalecimiento de la capacidad exportadora de Asia (y también de Europa Central y del Este) apareciera justo cuando un número importante de países del mundo industrializado comienza a subir las tasas de ahorro de los hogares en respuesta a su exceso de consumo pasado.

El cuarto desequilibrio que surge de este prolongado período de condiciones crediticias laxas es la mayor exposición al riesgo del sistema bancario global y el sistema financiero en general. Se ha escrito tanto sobre este tema que podemos ser breves al respecto. Lo que está claro es que se relajaron los estándares de préstamo de muchos países en una amplia variedad de mercados, no sólo en los créditos *subprime* sino también en los *near-prime*, los préstamos para la vivienda, las propiedades comerciales, las deudas con tarjeta de crédito y los

12. En los últimos días, se ha difundido el rumor de que las autoridades chinas se proponen flexibilizar la política monetaria y brindar un paquete fiscal sustancial para mantener altas tasas de crecimiento.

préstamos *cov-lite* (préstamos sindicados de baja cobertura). Lo que no está claro es hasta dónde llegarán las pérdidas o quién se hará cargo de ellas, aunque todo parece indicar que las instituciones norteamericanas y europeas soportarán la mayor carga. Éste es el tema principal que subyace a los mercados financieros disfuncionales de la actualidad. En última instancia y desafortunadamente, es imposible saberlo. Los resultados finales dependerán de la reversión de los restantes desequilibrios mencionados y ellos, a su vez, dependerán del nivel de endurecimiento de las condiciones crediticias. Al final de cuentas, todo es endógeno.

En síntesis, la aparición simultánea de inflación creciente, desaceleración del crecimiento y turbulencias financieras es un subproducto de un prolongado período de excesiva expansión del crédito impulsada por condiciones monetarias laxas e innovación financiera. Estamos en el punto de inflexión que anuncia el final de la etapa de “boom”, con sus implicancias inherentemente inflacionarias, y el comienzo de la etapa de “colapso”, impulsada por la reversión de los desequilibrios acumulados. Este proceso bien podría culminar en una inflación aún mayor si se permite que aumenten las expectativas inflacionarias sin oponerle resistencia.¹³ Pero también podría terminar en una rotunda deflación, a la que la magnitud de las deudas nominales acumuladas durante los años de *boom* torna más peligrosa. La pregunta que hoy enfrentan los *policymakers* es: ¿a qué enemigo combatimos primero?

¿Por qué los bancos centrales han respondido de manera diferente?

Si consideramos a la economía global en su conjunto, queda claro que la inflación muestra una tendencia ascendente. Aunque los alimentos y la energía son componentes importantes, a nivel global estos movimientos de precio deben ser considerados endógenos, y no exógenos, y sujetos a la influencia de la política monetaria. Además, los antecedentes de los países industrializados en la década de los setenta indican que las expectativas inflacionarias pueden derivar en efectos de segunda ronda que son muy difíciles de revertir. En este contexto y con un crecimiento global previsto por el FMI del 4,1% para el 2008, mantener las tasas de interés de política reales en cero (o menos) implica grandes riesgos para el panorama de inflación. Más aún, el mantenimiento de estrategias de este tipo orientadas al crecimiento amenaza con empeorar los

13. Tampoco podemos decir que una mayor inflación alentará más crecimiento de manera sustentable porque la curva de largo plazo de Phillips es chata. A la luz de la experiencia de Europa Central en la década de los veinte, a los austríacos también les preocupaba que los “desequilibrios” derivaran con el tiempo en una inflación muy superior. Otro ejemplo a tener en cuenta es la experiencia de muchos países de América Latina durante décadas.

desequilibrios identificados. Por ambas razones, dado que los desequilibrios eventualmente se revierten y la inflación más alta eventualmente debe combatirse, es casi seguro que estimular hoy un mayor crecimiento significará un crecimiento mucho menor en algún momento del futuro. Estos argumentos implicarían que la política monetaria global debería ser, en general, mucho más restrictiva de lo que es hoy.¹⁴

Dicho esto, los principales bancos centrales han reaccionado de manera distinta a la fecha y hay muchas razones que explican estas diferencias. Incluso suele haber razones que justifican esas diferencias; “el tamaño único no necesariamente es para todos”. Hay cuatro grupos de consideraciones que parecen explicar por qué los distintos bancos centrales tomaron determinadas decisiones. Las autoridades monetarias tienen diferentes objetivos y preocupaciones sobre el momento actual (incluyendo las diferentes realidades), distintos niveles de preocupaciones sobre el futuro y también distintas herramientas para enfrentar los objetivos conflictivos. En línea con el título de esta presentación, el foco estará puesto en los bancos centrales de algunos de los países más grandes.

A pesar de sus distintos objetivos, prácticamente no hay duda de que los bancos centrales del mundo han convergido en un modelo que pone un mayor énfasis en el control de la inflación sin perder de vista los costos del desvío del producto real de su nivel potencial. La notoria diversificación de los “regímenes de metas inflacionarias” explícitas es una señal de esta tendencia, aunque las diferencias en enfoque y resultados entre quienes definen metas implícitas y explícitas parecen ser menores de lo que muchos creen.¹⁵ De hecho, los bancos centrales de las áreas de divisas más importantes no consideran que están definiendo metas de inflación explícitas y esto brinda un margen amplio para la diferenciación.

La Reserva Federal tiene el doble mandato de mantener el crecimiento y la estabilidad de precios, quizás con un sesgo histórico hacia el primero. Después

14. Esto es una receta más que un pronóstico. Al igual que los mercados financieros y los hogares, tal como señalé antes, los gobiernos y bancos centrales también pueden ser miopes y descontar demasiado el futuro. Además, Asia en particular tiene muy poca experiencia histórica de inflación alta y sus autoridades podrían subestimar sus efectos negativos. Por otro lado, para países con altos niveles de deuda y cargos por servicio de la deuda relativamente fijos, una inflación más alta podría parecer un camino de escaso costo para reducir la carga real del servicio de la deuda real. Estados Unidos enfrenta una tentación adicional porque la mayor parte de su deuda externa está denominada en dólares estadounidenses. Si el valor nominal efectivo del dólar cae a medida que aumenta la inflación, entonces son los extranjeros los que asumen las pérdidas. Tal como dijera una vez John Connolly: “Our dollar, your problem” (Nuestro dólar, su problema).

15. Ver los comentarios de White (2008) en el cierre de la conferencia sobre “El futuro de las metas de inflación”, Banco de Canadá, julio de 2008.

de todo, la “Gran Depresión” fue el acontecimiento económico definitorio de Estados Unidos durante el siglo XX. Por su parte, el BCE debe priorizar la estabilidad de precios, pero puede explotar luego la libertad de acción resultante para concretar otros objetivos. Esto también es consistente con la historia europea, porque el acontecimiento económico definitorio del siglo XX fue la hiperinflación de Europa Central de la década de los veinte. En China, por cuestiones prácticas, son los objetivos del Consejo del Estado los que rigen la conducción de la política monetaria. Además, esto podría cambiar con rapidez dependiendo de cuál se considere que es la mayor amenaza a la estabilidad social en un momento determinado, la desaceleración del crecimiento o el aumento de la inflación. El mandato del Banco de Japón no es claro y funciona además bajo la enorme presión del gobierno a través del Ministerio de Finanzas. Estas presiones son especialmente poderosas en una sociedad que se maneja tradicionalmente por consenso.

A pesar de sus diferentes preocupaciones actuales, los principales bancos centrales enfrentan los mismos hechos desagradables pero en diferente medida. La Reserva Federal y el BCE han reaccionado de manera muy distinta a la fecha. En Estados Unidos, los desequilibrios en el gasto de los hogares (hoja de balance) parecen muy grandes para los estándares de Europa, los precios de las propiedades han caído más y el potencial para una recesión seria parece mucho mayor. Esto es así a pesar del retroceso del PIB europeo durante el segundo trimestre. Además, y en estrecha relación, el sistema financiero norteamericano hoy parece más expuesto y la evidencia indica que las condiciones crediticias de EE.UU. ya se están endureciendo de manera drástica. Estas consideraciones darían respaldo al relativamente mayor relajamiento de la política en Estados Unidos. En este sentido, también podría decirse que las expectativas de inflación serían más estables en Estados Unidos y que la ausencia relativa de sindicalización y de indexación salarial también funcionan en la misma dirección.¹⁶ Como resultado, se considera que la inflación podría ser un problema de menor envergadura. Por último, otro argumento que respalda la necesidad del Banco Central Europeo de ser relativamente cauteloso es que se trata de una institución bastante nueva y su credibilidad está más sujeta a cuestionamientos.

Desde que comenzó la crisis, ni el Banco de Japón ni el Banco Popular de China han cambiado su tasa de política de manera sustancial. Ambos parecen estar atrapados en un tira y afloje entre las distintas preocupaciones que

16. En Estados Unidos, la cantidad de afiliados a los sindicatos bajó a alrededor del 7% de la fuerza laboral y la mayoría pertenece a industrias con serios problemas (automotriz, aerolíneas, de la construcción, etc.). En Europa, los afiliados a los sindicatos representan alrededor del 25% de la fuerza laboral.

deriva en inacción. Por un lado, el Banco de Japón enfrenta por el momento una inflación creciente y ha dicho en reiteradas ocasiones que desea “renormalizar” las tasas. Por el otro, ya nota los efectos de la desaceleración norteamericana en sus exportaciones, y el PIB real se ha debilitado sensiblemente. China enfrenta un dilema similar aunque, en este caso, la tasa de crecimiento y la tasa de inflación son mucho más altas que las de Japón. Para completar este panorama, es importante señalar que los chinos cuentan con otras herramientas monetarias (más adelante discuto este tema) que ya vienen utilizando para resistir las presiones inflacionarias.

¿Qué podemos decir de la influencia de las preocupaciones acerca del futuro sobre las políticas actuales? Nuevamente, parece haber una especie de división transoceánica.¹⁷ La Reserva Federal se focaliza casi por completo en diseñar la política para obtener el efecto deseado en el crecimiento y la inflación durante un horizonte de política relativamente breve, digamos de dos a tres años. En este contexto de un período, la brecha del producto doméstico juega un papel dominante en la evaluación de las perspectivas de inflación. Poca atención se le presta a la posibilidad de que esas políticas, aunque funcionen de manera efectiva durante ese período, puedan crear “desequilibrios” que dificulten la formulación de la política en los períodos subsiguientes.

El Banco Central Europeo parece un poco más abierto a estas consideraciones aunque, quizá, no del todo convencido. Tradicionalmente, los europeos se han preocupado más por el “riesgo moral” y, en los últimos años, algunos han planteado la preocupación de que el relajamiento agresivo de la política monetaria en los ciclos desfavorables (el “Put de Greenspan”) había creado “burbujas seriales” en Estados Unidos y el resto del mundo. El BCE tiene también un segundo “pilar”, que permite que la supuesta relación de largo plazo entre dinero e inflación incida en la política. De hecho, es el Banco de Japón el que parece más preocupado por los efectos colaterales de largo plazo de políticas que parecen perfectamente sensatas en un contexto de corto plazo. En realidad, la segunda “perspectiva” que guía la política del Banco de Japón es la promesa implícita de conducir la política de forma tal de no repetir los errores cometidos en Japón en los años ochenta. No obstante, es importante señalar que esto representa un marcado contraste con el segundo “pilar” del BCE, en el sentido de que los japoneses temen que la excesiva creación monetaria y crediticia bien podría derivar en una deflación (después de que

17. Desde la perspectiva de la historia del pensamiento económico, esta línea divisoria nos recuerda la diferencia entre los “keynesianos”, cuyas ideas esencialmente se resumen en el modelo IS-LM de un período, y los “austríacos” que tienen una historia mucho más dinámica. Ver Laidler, D., “Fabricating the Keynesian Revolution”.

explote la burbuja) y no en inflación. Estas preocupaciones son, presumiblemente, la razón de la continua frustración del Banco de Japón en no poder “normalizar” el nivel de las tasas de política.

Los bancos centrales también difieren en otros sentidos que pueden tener una influencia material en lo que hacen con su tasa de interés de política. A los fines de esta presentación, estas influencias reciben el nombre de “diferencias” en sus respectivas cajas de herramientas. La primera está relacionada con la elección del índice de precios que captura las presiones inflacionarias. En particular, las mediciones que excluyen a los alimentos, la energía y los servicios de los hogares, cuando estos precios suben de manera constante, derivarán en un diseño más laxo de la tasa de política y no al revés. En segundo lugar, hay diferentes puntos de vista sobre la efectividad de las políticas para resistir las implicancias de las burbujas crediticias, aún cuando se aceptara que esos desequilibrios pueden tener efectos colaterales desagradables a largo plazo. La Reserva Federal sostiene, desde hace tiempo, que “luchar contra el viento” no es efectivo y concluye que “hacer la limpieza después” es la única alternativa factible. Otros bancos centrales han cuestionado ambas propuestas y podrían, por consiguiente, estar más dispuestos a tomar medidas preventivas durante los ciclos alcistas.

La tercera diferencia está en el desacuerdo sobre cuál debería ser el instrumento de política. Mientras que la mayoría de los bancos centrales se focalizan en la tasa *overnight*, el Banco Nacional de Suiza se propone estabilizar la tasa LIBOR a tres meses. Dado el estado disfuncional actual del mercado interbancario, esto implica un relajamiento más vigoroso de la tasa *overnight*. Por último, los bancos centrales de los países con mercados financieros menos avanzados pueden explotar las ineficiencias restantes de diversas maneras. Por ejemplo, desde que el acceso al crédito de los mercados no está libremente disponible, el Banco Popular de China, el Banco de la Reserva de India y muchos otros bancos centrales de las economías emergentes aumentaron el encaje bancario para morigerar la disponibilidad general de crédito.

¿Debería haber más convergencia en el diseño de la política monetaria?

Si, tal como se indicó al comienzo de la sección anterior, la política monetaria global tiene que ser más rígida de lo que es hoy, entonces es necesario algún mecanismo de coordinación que aliente esta acción. En este momento, la inflación global sube porque los países que ven desacelerarse su crecimiento resisten esta tendencia con mayor agresividad que los países cuyas tasas de crecimiento están superando a su potencial. En realidad, con tipos de cambio más o menos atados a un dólar estadounidense que se deprecia, muchos países con

tasas de inflación en aumento no están intentando (ni pueden hacerlo) contener la inflación. La existencia de tipos de cambio más flexibles sería una solución. Otra sería que países como Estados Unidos, que desean una política laxa, tuvieran en cuenta a la inflación y otras externalidades que son producto del régimen de tipo de cambio. En la práctica, ninguno de estos resultados parece factible.

En la sección anterior, brindamos cuatro conjuntos de explicaciones de por qué los bancos centrales podrían decidir hacer cosas diferentes con sus tasas de interés de política. Sin embargo, explicar estas diferencias no significa convalidarlas. Por un lado, si los distintos países se encuentran en circunstancias objetivamente diferentes en un supuesto modelo de un período (descrito como “distintas preocupaciones sobre el momento actual”), entonces, parecería apropiado que tengan distintos diseños de política. Por el otro lado, las restantes explicaciones para el diseño de políticas distintas (distintos objetivos, niveles de preocupaciones sobre el futuro y herramientas) plantean la pregunta de por qué existen estas diferencias en primer lugar. Una posibilidad es que están justificadas por el hecho de que las distintas economías tienen diferentes estructuras, en cuyo caso las distintas políticas podrían, una vez más, tener un justificativo. No obstante, otra posibilidad es que algunos bancos centrales estén sencillamente equivocados. En este sentido, la pregunta crucial es si las preocupaciones sobre los crecientes “desequilibrios” deberían o no jugar un rol central en el diseño de las políticas monetarias domésticas. También lo es la afirmación de que es posible enfrentar con facilidad las consecuencias de esos desequilibrios (el colapso posterior al auge) con las políticas macroeconómicas apropiadas. Si se intensifica la actual desaceleración global y si la política monetaria expansiva resulta inefectiva, los debates sobre el tema seguramente se intensificarán.

Precios de alimentos e inflación

Panel II

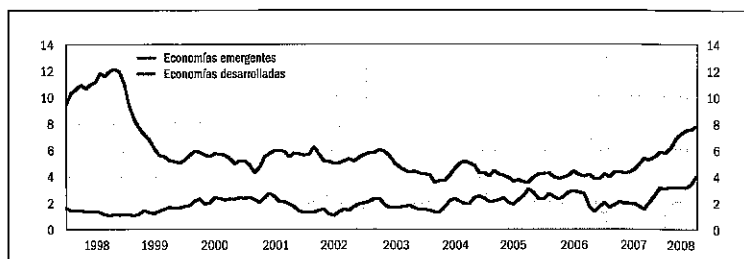
Stephen Cecchetti¹⁸

(Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios - Banco de Pagos Internacionales)

Precios de los *commodities*, inflación y política monetaria: Una visión comparativa

La inflación está subiendo prácticamente en todo el mundo. En las economías avanzadas, los precios al consumidor están aumentando a una tasa superior al 4% anual, de un 2% hace algunos años. Y en las economías emergentes, la inflación ha subido alrededor de 4 puntos porcentuales y hoy está en el 8% (vea el Gráfico 1).

Gráfico 1. Inflación. Cambios en los precios al consumidor en 12 meses; en porcentaje



Economías emergentes: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, China, República Checa, Hong Kong SAR, Hungría, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Taiwán (China), Tailandia, Turquía y Venezuela.

Economías maduras: Canadá, Dinamarca, zona del Euro, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

Fuentes: OCDE; CEIC; datos nacionales.

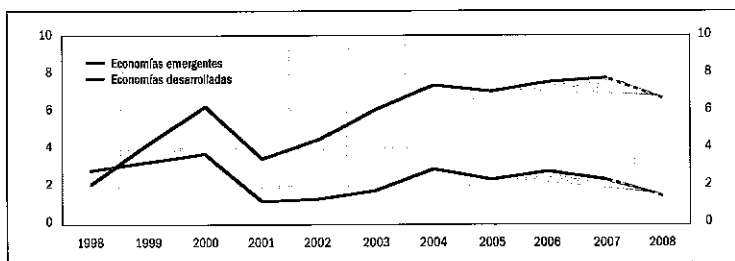
18. Asesor económico y Director del Departamento Económico y Monetario del Banco de Pagos Internacionales (BPI), Basilea, Suiza; Investigador asociado, Dirección Nacional de Investigación Económica (NBER); y Fellow en Investigación del Centro de Investigación de Política Económica CEPR). Quiero agradecer a Piti Disyatat, Dietrich Domanski, Clara García, Michael King, Ramón Moreno, y, especialmente, a Richhild Moessner por su colaboración en este trabajo. Los comentarios, incluyendo todos los errores, afirmaciones erróneas y confusiones me pertenecen y no representan las ideas del BPI, el NBER, o el CEPR.

Mientras tanto, se prevé que el crecimiento real del 2008 se desacelerará de 3% a 2% en las economías avanzadas y de 8% a 6% en el mundo emergente (vea el Gráfico 2). Al momento de escribir este artículo, el hecho de que los acontecimientos del año pasado tuvieran un escaso impacto en el crecimiento es un indicio claro de la capacidad de los banqueros centrales para aislar de manera efectiva a la economía real de las turbulencias del sector financiero, al menos hasta ahora. Aunque el endurecimiento de las condiciones financieras representa un riesgo importante para el crecimiento en los países desarrollados, el impacto fue sorprendentemente bajo hasta el tercer trimestre de 2008.

La constelación de suba de la inflación y caída del crecimiento representa un gran desafío para los banqueros centrales. Perder las ventajas tan duramente ganadas en el frente de la inflación es hoy motivo de preocupación.

La causa más próxima del aumento de la inflación es bien conocida: los precios de los alimentos y la energía registraron un aumento sideral durante los últimos años. El precio del petróleo se triplicó con creces, de USD 43 a principios de 2005 a USD 145 a mediados de 2008.¹⁹ Y los precios de los alimentos a nivel mundial, según las Organización de las Naciones Unidas, se duplicaron durante el mismo periodo (vea el Gráfico 3).²⁰

Gráfico 2. Evolución histórica y esperada del crecimiento real de la producción



Economías emergentes: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, China, República Checa, Hong Kong SAR, Hungría, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Taiwán (China), Tailandia, Turquía y Venezuela.

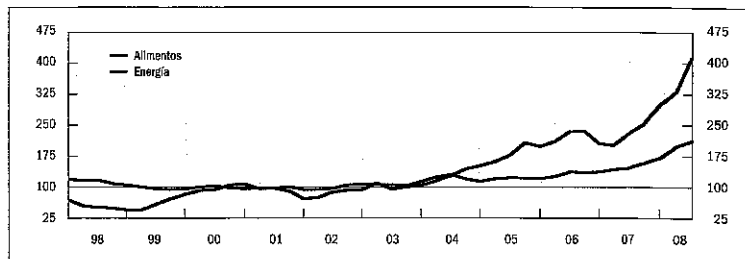
Economías maduras: Canadá, Dinamarca, zona del Euro, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

19. Precio promedio spot diario West Texas Intermediate (WTI) informado por el Departamento de Administración de Información Energética, <http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/hist/rwtcd.htm>.

20. <http://www.fao.org/worldfoodsituation/FoodPricesIndex/en/>.

Gráfico 3. Precios de los alimentos y la energía. Datos trimestrales; 2000 = 100



Fuentes: FMI; Datastream.

El aumento de la inflación a nivel global, combinado con la creencia de que tiene un origen común, derivó en reclamos de una acción coordinada, presumiblemente bajo la forma de un endurecimiento de la política monetaria para retrotraer la inflación a los niveles moderados de hace algunos años. Sin embargo, las medidas adoptadas fueron bastante diferentes: algunos banqueros centrales ajustaron mientras que otros flexibilizaron. Pero nos estamos adelantando a los acontecimientos. Detengámonos por un momento y examinemos primero la dinámica de la inflación y luego las respuestas en términos de política monetaria.

Importancia diferencial de los alimentos y la energía en la inflación entre países

Si bien el aumento de los precios de los alimentos y la energía ha sido un fenómeno de carácter mundial, su impacto en la inflación fue diferente según el país. Dos razones lo explican. En primer lugar, algunos países son importadores primarios de alimentos y energía, mientras que otros son exportadores primarios. Volveremos sobre este punto más adelante. Por ahora, deseo focalizarme en la segunda razón de esta experiencia diversa: la diferencia en la importancia relativa de la energía y los alimentos en el consumo interno. Mientras que la mejora en los ingresos llevó a los consumidores de las economías emergentes a aumentar el consumo de artículos no alimenticios, la regla de que a mayor pobreza más dinero se gasta en alimentos sigue vigente.²¹ Por ejemplo, en Brasil y México, la participación de los alimentos en el índice de precios al consumidor es de 16,7% y 19,9%, respectivamente. Las cifras comparativas para Estados Unidos y el Reino Unido son 9,8% y 11,8%. Esto implica que un aumento dado en los precios de los alimentos es casi dos veces más

21. Por ejemplo, vea el gráfico de la página 13 del FMI (2007).

importante para los brasileños y mexicanos que para los norteamericanos y británicos. La Tabla 1 muestra que mientras que la inflación en los alimentos aportó 0,7 puntos porcentuales a la inflación acumulada de 3,9% en las economías desarrolladas, es responsable de 3,7 puntos porcentuales de 7,6% de inflación del mundo emergente. Es decir, los aumentos de precios de los alimentos incidieron mucho menos en la inflación de las economías avanzadas (alrededor de 18% de la inflación) que en las economías emergentes (alrededor de la mitad de la inflación).

La implicancia de esta observación simple es que un *shock* de alimentos a nivel global probablemente requiere respuestas de política diferentes de los bancos centrales dependiendo del país, aunque las dos autoridades nacionales compartan el mismo objetivo de estabilidad de los precios internos.²² Para entender este concepto, podemos comparar algunas economías emergentes con Estados Unidos, preguntando cómo hubiera sido la inflación si la participación de los alimentos y la energía hubiese sido distinta. Es decir, ¿qué hubiera ocurrido si el IPC de EE.UU. hubiese tenido la participación mexicana de los alimentos del 19,9% en lugar del 9,8%? Los resultados de la comparación de Estados Unidos con México o Brasil se encuentran en el Gráfico 4, y son sorprendentes. Desde comienzos de 2007, la inflación norteamericana hubiera estado entre $\frac{1}{2}$ y 1 punto porcentual por encima de su nivel, ya elevado.

22. Si la elasticidad de la inflación con respecto al instrumento de los hacedores de política monetaria se escalara de manera exacta respecto de la participación de los alimentos en los precios al consumidor, entonces, los hacedores de política responderían de la misma manera. No obstante, si esta coincidencia ocurre para un aumento global de los precios de los alimentos, necesariamente no ocurriría para ningún otro *shock* global.

Tabla 1. Inflación y factores de incidencia a mediados de 2008¹

	Inflación ²		Alimentos ³		Energía ⁴		No alimentos y no energía	
	Participación ⁵	Factor de incidencia ⁶	Participación ⁵	Factor de incidencia ⁶	Participación ⁵	Factor de incidencia ⁶	Factor de incidencia ⁶	Real ²
Economías avanzadas⁷								
Media	3,9	12,3	0,7	0,7	7,3	1,5	1,4	1,8
Rango	2,0-5,0	9,8-19,7	0,4-1,1	0,4-1,1	6,2-9,6	0,9-1,8	0,5-3,1	0,7-3,9
Economías emergentes⁸								
Media	7,6	29,5	3,7	3,7	6,8	0,7	3,2	5,1
Rango	4,5-12,8	15,9-51,4	0,8-8,1	0,8-8,1	3,5-14,0	-0,3-2,8	0,4-8,1	0,8-10,9

1. De junio de 2007 a junio de 2008 estimación parcial media de las economías citadas los factores de incidencia y las cifras reales excluyendo a los alimentos y la energía son cálculos del BPI destinados a la comparación entre países y puede ser distintos a los de las fuentes nacionales. Las medias de los factores de incidencia no necesariamente suman el total.

2. Cambio en los precios al consumidor; en porcentaje.

3. Alimentos y bebidas no alcohólicas (COICOP 01) o la serie más cercana disponible.

4. Electricidad, gas y otros combustibles (COICOP 04.5), más combustibles y lubricantes para equipos de transporte personal (COICOP 07.2.2) o la serie más cercana disponible.

5. Como porcentaje del IPC minorista.

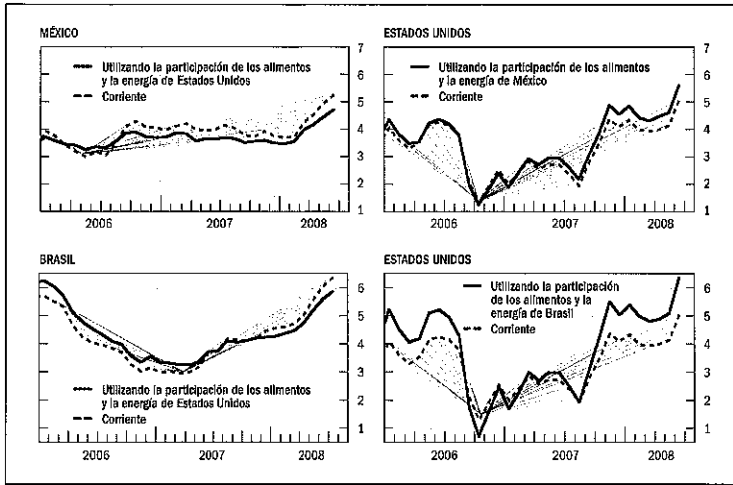
6. Factor de incidencia, en puntos porcentuales.

7. Australia, Canadá, zona del Euro, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

8. Brasil, China, México, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Polonia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuentes: OCDE CEIC Datastream; datos nacionales cálculos del BPI.

Gráfico 4. Inflación y participación de los alimentos y la energía
Cambios en los precios al consumidor en 12 meses; en porcentaje



Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI.

Proyectando la inflación

La política monetaria tiene que ver con incidir en el futuro y no en el pasado. Cuando analizan sus acciones, los banqueros centrales se preocupan por la inflación de los próximos uno a dos años. Analizar la inflación de los últimos doce ó veinticuatro meses sólo es importante si nos ayuda a entender lo que viene.

Los precios de los alimentos y la energía no sólo tienen diferentes participaciones en el cálculo de la inflación en los distintos países sino que también tienen distintas implicancias dinámicas para la trayectoria futura de la inflación. Y esto puede verse de distintas maneras. Examinemos dos preguntas relacionadas:

1. ¿Ayuda la inflación de precios de la energía o los alimentos a pronosticar la inflación?
2. ¿Permite la desviación de la inflación minorista respecto de la inflación subyacente tradicional (excluyendo los alimentos y la energía) pronosticar un aumento o disminución de la inflación?

Para responder la primera pregunta, examinemos una regresión simple del pronóstico para saber si, después de explicar la capacidad de la inflación pasada para ayudar a proyectar su propio futuro, la inflación pasada del precio de los alimentos o la energía en el país i , $\pi_{i,t-k}^{food}$ o $\pi_{i,t-k}^{energy}$, ayuda a pronosticar la

inflación en el país i , $\pi_{i,t}^{headline}$ (referencias: food = alimentos; energy = energía; headline = inflación):

$$\pi_{i,t}^{headline} = \alpha_i + \sum_{k=1,12} \beta_{ik} \pi_{i,t-k}^{headline} + \sum_{k=1,12} \gamma_{ik} \pi_{i,t-k}^{food} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Las pruebas estadísticas estándar basadas en la ecuación (1), a menudo conocidas como “pruebas de causalidad de Granger”, se basan en la hipótesis nula de que todos los valores y son simultáneamente iguales a cero. Aunque interesante, desde la perspectiva de los hacedores de política, es más útil observar el tamaño del efecto. Es decir, si la inflación del precio de los alimentos aumentara un punto porcentual durante doce meses –una suba sostenida–, ¿cuál sería el impacto en la inflación? Es más interesante analizar el impacto a largo plazo que tiene un cambio en la inflación del precio de los alimentos sobre la inflación minorista. Esto significa analizar la suma de los valores γ .

Para comparar el impacto del precio de los alimentos y la energía en la inflación entre varios países es necesario que los datos sean consistentes entre ellos. Domanski, Heath y Moessner (2008) hicieron algunos avances en este sentido y definieron un conjunto de veintisiete países que incluye economías desarrolladas y emergentes.²³

El Gráfico 5 muestra un histograma de la suma de los valores y junto con información sobre si las sumas son significativamente diferentes de cero, tanto para la energía como para los alimentos. Hay una evidencia modesta que sugiere que la inflación del precio de los alimentos podría ayudar a proyectar la inflación con doce meses de anticipación. En el caso de los precios de la energía, la evidencia es escasa. Una explicación posible, que no analizaré en detalle aquí, es que la inflación del precio de los alimentos es más persistente que la inflación del precio de la energía, de manera tal que la inflación de hoy en el precio de los alimentos tiende a proyectar la inflación de los alimentos en los próximos 12 meses. Dado que los precios de los alimentos son un componente del índice de precios minoristas, esto significa que permiten pronosticar la inflación minorista.

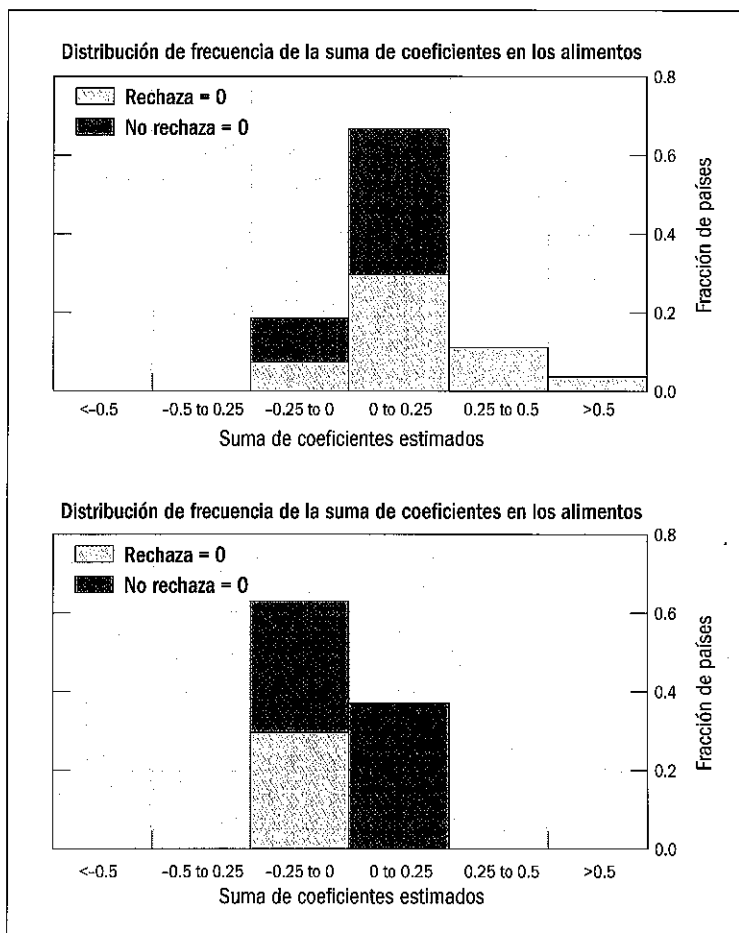
La ecuación (2) considera la segunda pregunta: cuando la inflación del precio de los alimentos y la energía es relativamente alta, ¿la inflación minorista sube o baja?

$$\pi_{i,t}^{headline} - \pi_{i,t-12}^{headline} = \alpha_i + \beta_i (\pi_{i,t-12}^{headline} - \pi_{i,t-12}^{core}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(referencias: headline = inflación minorista; core = inflación subyacente)

23. Los datos de los países de la OCDE son todos consistentes y provienen de fuentes de la OCDE. En algunos países emergentes (por ejemplo, Brasil), los datos son consistentes, pero en otros (por ejemplo, India, Filipinas, Tailandia, Malasia y China) no lo son.

Gráfico 5. Pronóstico de la inflación

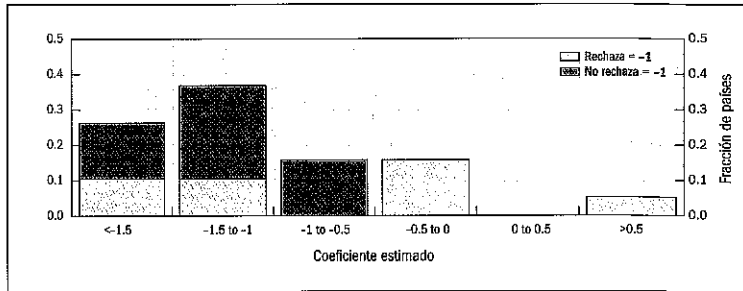


Estimaciones de la suma de γ s de la ecuación (1) utilizando datos mensuales para 27 economías. La prueba de si la suma de γ s es cero a un nivel del 5%. Las regresiones son mensuales con 12 rezagos durante el período comprendido entre enero de 2003 y mayo de 2008.

Fuentes: OCDE; CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

El coeficiente β responde la pregunta: si β es negativo, entonces podemos concluir que cuando la inflación minorista está por encima de la inflación subyacente, la inflación del precio de los alimentos y la energía está por encima del promedio y la inflación minorista revierte a la subyacente. Si β es -1 , entonces la reversión es rápida y completa.

Gráfico 6. Distribución de frecuencia de la reversión de la inflación minorista a inflación subyacente. Junio de 2003-mayo de 2008



Estimaciones de β de la ecuación (2) utilizando datos mensuales de 19 economías.

Fuentes: OCDE; CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

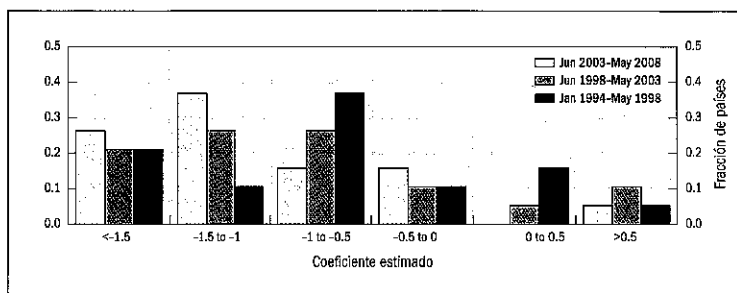
Los resultados de esta regresión estimada durante los últimos cinco años se ilustran mediante un histograma en el Gráfico 6. La estimación puntual para β es negativa en dieciocho de diecinueve casos y, en trece de diecinueve casos, un intervalo del 95% de la estimación incluye el valor -1.0 . Estos resultados claramente sugieren que cuando la inflación del precio de los alimentos y la energía es mayor o menor que otros componentes de la inflación, las desviaciones son temporales.

La lección aprendida de este análisis comparativo entre países es la siguiente: si bien los países son diferentes, hay una tendencia clara a que las alzas en los precios de la energía y los alimentos sean transitorias.

Antes de continuar, es oportuno preguntarnos si esta tendencia de la inflación minorista a revertir a la inflación subyacente cambió con el transcurso del tiempo. Si el origen último de la inflación de precios de los alimentos y la energía es un mayor ingreso y más riqueza en Asia del Este y del Sur, entonces bien podría ser así. Dado que el desarrollo económico de esas regiones es continuo, podría preverse que todos los meses tendremos un grupo de nuevos consumidores demandando más alimentos y energía. Si esto sucediera de una vez y para siempre, produciría un cambio en el nivel de precios de los alimentos y la energía pero, si se produjera todos los meses, entonces la demanda cambiaría continuamente. Si este fuera el caso, entonces debería esperarse una caída en el grado de reversión a la media de la inflación hacia la inflación subyacente.

Aunque es imposible resolver esta pregunta de modo convincente, podemos analizar si las estimaciones del coeficiente β en la ecuación (2) se modificaron con el tiempo. Con esto en mente, el Gráfico 7 reproduce el histograma del Gráfico 6 para tres períodos de muestra no superpuestos de entre cuatro años

Gráfico 7. Distribución de frecuencia de la reversión de la inflación minorista a la inflación subyacente



Estimaciones de β de la ecuación (2) utilizando datos mensuales de 19 economías.

Fuentes: OCDE; CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

y medio y cinco años. Los resultados sugieren que, en todo caso, el grado y la velocidad de la reversión de la media aumentaron en promedio.

Una explicación posible para este sorprendente resultado deriva de pensar en el poder estadístico asociado a una regresión como la ecuación (2) cuando la inflación es estable. Cuando tanto la inflación minorista como la subyacente tienen escasa variación, como en general ocurrió durante la década de los noventa, es difícil obtener estimaciones precisas del parámetro β .²⁴

Consideraciones teóricas

La experiencia de los años setenta está grabada a fuego en la memoria de los macroeconomistas que la vivieron. En los años sesenta, la inflación promedio del mundo industrializado fue de un solo dígito, y bajo. Por ejemplo, en los Estados Unidos la inflación de precios al consumidor subió a una tasa anual promedio del 2,7%, creciendo lentamente del 1% en la primera mitad de la década al 5% hacia el final. Y, debido al sistema de Bretton Woods, gran parte del resto del mundo heredó esta experiencia. Pero los años setenta fueron muy distintos: la inflación subió de manera constante hasta alcanzar un pico de 13% (en promedio en el mundo industrializado) en 1980.

24. Para las economías emergentes, esto podría ser consecuencia de las exitosas políticas desinflacionarias implementadas durante los últimos 10 a 15 años. Las metas de inflación combinadas con políticas macroeconómicas más estables podrían ser responsables de la tendencia creciente de la inflación minorista a revertir a la inflación subyacente.

Hay una serie de explicaciones potenciales para esta experiencia.²⁵ Lo que todas comparten, y lo que figura en los manuales de economía, es que una serie de aumentos en el precio del petróleo –primero en 1974 y luego en 1978– produjo lo que hoy llamamos “*shocks* de oferta agregada”. Son perturbaciones macroeconómicas que elevan la inflación y simultáneamente reducen el crecimiento. Y, dado que la energía es un insumo importante para la producción en los países avanzados, el aumento del precio del petróleo significó un *shock* de oferta importante. Pero en vez de optar por el endurecimiento monetario, los hacedores de política de ese entonces flexibilizaron de manera efectiva y el resultado fue un aumento drástico de la inflación.

Considerando esta experiencia, ¿cómo deberían haber respondido los bancos centrales de un país al reciente aumento del precio de los alimentos y la energía? En principio, la teoría macroeconómica posterior a los años setenta, en su versión base, nos enseña que las autoridades monetarias deberían haber endurecido las condiciones monetarias. En el modelo neo-keynesiano estándar, un aumento en el precio de un insumo para la producción, como es el petróleo, tiende a elevar la inflación porque reduce el producto potencial. Ante la ausencia de distorsiones, la mejor política es evitar que la inflación suba, porque esto mantendrá a la producción cerca del nivel potencial (ahora más bajo).²⁶ Sin embargo, en la práctica, la respuesta a esta pregunta depende de una serie de elementos:

- **¿Cuáles son las condiciones iniciales del país?** Tal como señalé antes, el impacto en la producción y la inflación puede variar de manera considerable entre los países. Las razones subyacentes de esta variación tienen implicancias para la aplicación de la política monetaria. Por ejemplo, en muchos países, el impacto de los aumentos del precio de la energía en la producción y la inflación fue silenciado mediante controles de precios y subsidios a la energía. Por un lado, estos subsidios y controles ocultan la dimensión del ajuste de precios requerido por la economía (y pueden tornarse insostenibles si los precios de la energía siguen subiendo). Por el otro, eliminar los subsidios genera un alza en la inflación.
- **¿Es el *shock* permanente o temporal? Y, aunque sea temporal, ¿qué ocurre durante la transición?** Un tema importante en este contexto es que la persistencia de los aumentos recientes en los precios de los *commodities* ha generado preocupaciones por los efectos de segunda vuelta.

25. Sargent (2001) y DeLong (1997) son ejemplos.

26. Implicancia del modelo neo-keynesiano estándar (por ejemplo, véase Blanchard y Gali (2007)).

- **¿Cómo es el marco institucional?** Por ejemplo, ¿es el tipo de cambio fijo o flexible? Para los países que fijan o buscan estabilizar el tipo de cambio, el margen para endurecer la política monetaria con el objetivo de contrarrestar el aumento del precio de la energía puede ser más limitado.
- **¿Hay distorsiones o condiciones que puedan alterar la receta de política de que el endurecimiento es la mejor respuesta a los aumentos de precios de los *commodities*?** Las rigideces pueden impedir que caiga el salario real en respuesta a un aumento del precio del petróleo, generando un mayor desempleo y creando un *trade-off* entre la producción y la estabilización de la inflación que excede al tradicional. Además, en los países con sistemas financieros débiles, el endurecimiento monetario puede tener efectos contractivos más profundos que podrían tener que considerarse al diseñar la política. En algunos casos, el ajuste monetario a corto plazo en respuesta a la inflación de precios de los *commodities* será, en consecuencia, considerado como muy costoso.
- **¿Es el país un importador o un exportador neto de alimentos y energía? ¿El país se ha enriquecido o empobrecido?** Un país exportador de *commodities* experimentaría una ganancia de términos de intercambio a partir del aumento en los precios de los *commodities*, con la correspondiente mejora del poder adquisitivo de los residentes locales. En cambio, un país importador de *commodities* enfrentaría una caída del poder de compra de sus residentes, con posibles efectos contractivos en la demanda y la producción. Es más, el endurecimiento monetario podría derivar en una revaluación de la moneda y el consiguiente deterioro de los saldos de cuenta corriente de los importadores de *commodities*. Si bien las posiciones de deuda externa mejoraron de manera considerable en los países emergentes y sus reservas en divisas aumentaron, esta situación podría generar preocupación en algunos casos. El endurecimiento monetario para frenar las presiones inflacionarias asociadas al alza de precios de los *commodities* podría ser más un dilema para el importador de *commodities* que para el exportador.

Una taxonomía completa de las respuestas apropiadas para todas las circunstancias está mucho más allá del alcance de este ensayo. No obstante, preocupa el hecho de que algunos de los factores identificados anteriormente puedan dificultar el ajuste por parte de las autoridades monetarias de las economías emergentes en la medida necesaria para mantener a la inflación dentro de la meta. Esto representa un desafío para los banqueros centrales que necesitan sostener la credibilidad de la política monetaria.

Tabla 2. Metas de inflación e inflación observada (porcentaje)

	Meta de inflación	Inflación en junio de 2008
Economías maduras:		
Australia	2-3	4,5
Canadá	1-3	3,1
Islandia ¹	2,5	12,7
Nueva Zelanda	1-3	4,0
Noruega	2,5	3,4
Suecia ²	2 (+/-1)	4,3
Reino Unido ³	2	3,8
Economías emergentes:		
Brasil	4,5 (+/-2)	6,1
Chile	2-4	9,5
Colombia	5 (+/-0,5)	7,2
República Checa	3 (+/-1)	6,7
Hungría	3,5 (+/-1)	6,7
Israel	1-3	4,8
Corea ⁴	2,5-3,5	5,5
México	3 (+/-1)	5,3
Perú	2 (+/-1)	5,7
Polonia	2,5 (+/-1)	4,7
Filipinas	3-5	11,4
Tailandia	0-3,5	8,9
Turquía ⁵	4	10,6
Sudáfrica	3-6	12,2

1. El objetivo es mantener la tasa de inflación promedio lo más cerca posible de la meta. Si se desvía más de 1½% en cualquier dirección, el banco central se ve obligado a presentarle al gobierno un informe, que se hará público, que detalle las razones de la desviación respecto de la meta y las respuestas del banco a esa desviación.

2. Normalmente, es la meta a alcanzar en un período de dos años.

3. Si no se cumple la meta por más de 1 punto porcentual en cualquiera de las dos direcciones, el Presidente del Banco Central debe escribir una carta abierta al Ministro de Economía explicando por qué la inflación se ubicó por encima o por debajo de la meta y cuáles son las propuestas del banco central para garantizar que la inflación vuelva a ubicarse dentro de la meta.

4. En términos del promedio de tres años de la inflación anual para el IPC minorista.

5. Meta de inflación corregida para el 2009: 7,5% para 2010: 6,5% y para 2011: 5,5%. Consulte la carta abierta del Banco Central al gobierno de Turquía del 3 de junio de 2008, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/announce/2008/ANO2008-14.pdf>.

Fuente: Datos nacionales.

Esta última preocupación no es una especulación académica. La Tabla 2 muestra las metas de inflación y la experiencia inflacionaria reciente de un grupo de veintiún países que dicen aplicar las metas de inflación. En todos los casos, a excepción de Brasil, la inflación minorista superó la meta. Y mientras que países exportadores netos de *commodities* como Chile, México y Noruega probablemente experimentaron mejoras en los términos de intercambio durante esta década (lo que sugiere que podrían endurecer durante algunos períodos sin sufrir caídas en los ingresos), la mayoría de los restantes países de la lista no tuvieron la misma suerte.

Desafíos y resultados de la política monetaria

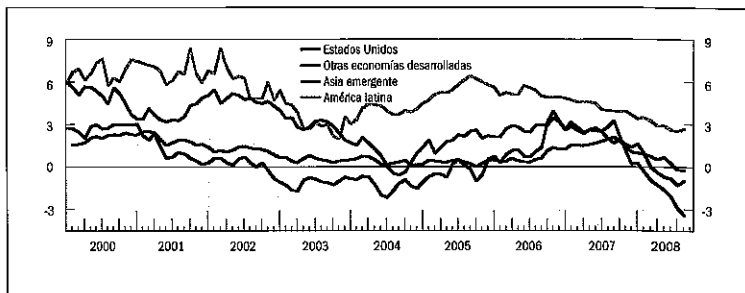
Finalmente, emprenderé la difícil tarea de medir el sesgo de la política monetaria. Para saber si la política es flexible o restrictiva es necesario definir primero el valor neutro y, para ello, necesitamos un modelo macroeconómico muy especificado. Construir este tipo de modelo incluso para un solo país, mucho menos para un número grande de países, excede el alcance del ejercicio que proponemos aquí. Por eso, consideraré dos indicadores muy simples: (i) el nivel de la tasa de interés real de corto plazo *ex-post*, medida utilizando los precios minoristas ($i-\pi$), y (ii) el cambio interanual de la tasa de política menos la suma del cambio en la inflación esperada y la variación en el crecimiento real esperado del producto ($\Delta i - \Delta \pi^e - \Delta y^e$). El primero es un indicador común del costo del financiamiento, mientras que el segundo es un indicador muy sencillo del cambio en la tasa real de política.²⁷

Los Gráficos 8 y 9 ilustran los resultados de este ejercicio simple. Juntos, me permiten llegar a dos conclusiones. En primer lugar, durante el último año y medio, las condiciones monetarias se han flexibilizado virtualmente en todo el mundo. Y en segundo lugar, en algunos casos, la flexibilización ha sido sustancial. No hice el trabajo suficiente como para poder decir cuáles son los países que deberían endurecer, dado que el análisis no considera el impacto de las modificaciones en el tipo de cambio. Por ejemplo, un país que experimentó un *shock* positivo en sus términos de intercambio y una fuerte revaluación de su moneda podría querer endurecer su tasa de política. Sin embargo, la rápida acumulación de reservas de los últimos años sugiere que varios países se resistie-

27. La tasa de interés real de equilibrio en un modelo con agente representativo y horizonte infinito del tipo analizado en Blanchard y Fischer (1989) Capítulo 2, o en Laubach y Williams (2003), es igual al crecimiento de la productividad multiplicado por la elasticidad de sustitución intertemporal en el consumo más la suma del crecimiento demográfico y la tasa de descuento. Aproximadamente, es igual a la tasa de crecimiento de la producción real. Cuando se suma la inflación, el resultado es un crecimiento del PIB nominal.

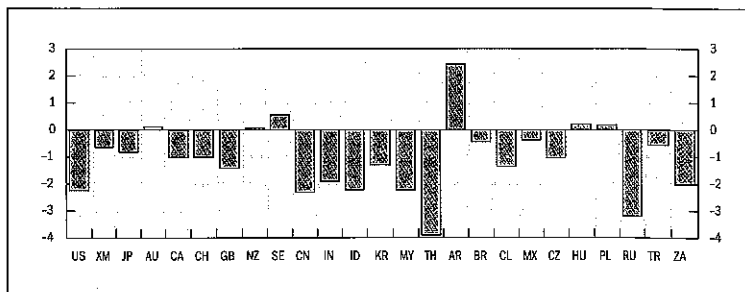
ron a la revaluación de la moneda y es probable que se justifique un endurecimiento de la política monetaria, al menos en algunos países.

Gráfico 8. Tasas reales de política
En porcentaje: deflactadas por los precios al consumidor



Fuentes: FMI; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico 9. Cambio en el sesgo de la política monetaria desde enero de 2008¹



US = Estados Unidos; XM = zona del Euro; JP = Japón; AU = Australia; CA = Canadá; CH = Suiza; GB = Reino Unido; NZ = Nueva Zelanda; SE = Suecia; CN = China; IN = India; ID = Indonesia; KR = Corea; MY = Malasia; TH = Tailandia; AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; MX = México; CZ = República Checa; HU = Hungría; PL = Polonia; RU = Rusia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

1. Cambios en la tasa de política deflactada por los cambios en las expectativas de crecimiento e inflación de Consensus para 2008; en puntos porcentuales.

Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales.

Conclusiones

Paso ahora a resumir las conclusiones de este análisis internacional comparativo de la dinámica de la inflación:

- La importancia variable de la energía y los alimentos en las canastas de consumo nacionales significa que los movimientos de precios de los *commodities* crean un panorama diverso para los hacedores de política.
- Existe una evidencia modesta de que los precios de los alimentos, pero no los de la energía, ayudan a pronosticar la inflación 12 meses hacia adelante.
- Para la mayoría de los países, la inflación minorista revierte a la inflación subyacente tradicional (excluyendo los alimentos y la energía), y la magnitud de esta reversión ha aumentado en los últimos años.
- Las consideraciones teóricas sugieren que las respuestas de política monetaria a la inflación inducida por los aumentos de precios de los *commodities* dependerán de diversas condiciones, entre ellas, el régimen de tipo de cambio del país, las condiciones iniciales y si se trata de un país exportador o importador de *commodities*.
- Las mediciones sencillas del sesgo de la política monetaria, basadas en combinaciones de tasa de interés de política y expectativas de inflación y crecimiento futuros, sugieren que la política se ha flexibilizado en la mayoría de los países.

Por último, hubo reclamos de respuestas de política coordinadas. Para comprender los riesgos de esta estrategia, primero hay que señalar que a medida que las economías emergentes se desarrollen, tendrán tasas de crecimiento persistentemente superiores a las de los países desarrollados. La razón es simple: Sus niveles de ingreso *per cápita* se encuentran transitando un proceso de convergencia hacia los valores de estos últimos. Mientras esto ocurra, su participación en el consumo mundial de energía también va a aumentar y, naturalmente, esto redundará en un incremento de su precio relativo en los mercados del mundo. Dada la oferta inelástica de estos *commodities*, su aumento de precios es potencialmente grande. Al haber desarrollado su *stock* de capital durante un período de precios más bajos de la energía, las economías desarrolladas ahora tienen que ajustarse. En este entorno, los requerimientos de un ajuste coordinado de la política monetaria pueden interpretarse como un pedido al mundo emergente para que reduzca la demanda interna y ayude al mundo desarrollado a ajustarse.

Referencias

Blanchard O. y S. Fischer (1989); *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Blanchard O. y J. Gali (2007); "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, suplemento del vol. 39, N° 1, febrero.

DeLong J. B. (1997); "America's Peacetime Inflation: The 1970s", en Christina D. Romer y David H. Romer, ediciones., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, páginas 247-76.

Domanski D., A. Heath, y R. Moessner (2008); "Food commodity prices and inflation", manuscrito no publicado, Banco de Pagos Internacionales, abril.

Fondo Monetario Internacional (2007); *World Economic Outlook*, octubre.

Laubach T. y J. C. Williams (2003); "Measuring the Natural Rate of Interest", *Review of Economics and Statistics*, vol. 85(4), noviembre, páginas 1063-70.

Sargent T. J. (2001); *The Conquest of American Inflation*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Durmuş Yılmaz
(Presidente - Banco Central de la República de Turquía)

Los precios de los alimentos y la inflación

Es un honor y un gran placer para mí dirigirme a una audiencia tan distinguida para referirme al tema de los precios de los alimentos y la inflación. El nivel actual de precios de los alimentos representa un riesgo importante para los hogares, en particular para quienes viven en los países en desarrollo. Deseo agradecer al Banco Central de la República Argentina la organización de estas jornadas y la decisión de dedicar una sesión especial a este tema en la presente coyuntura.

El segundo semestre del año 2007 no fue un período sencillo para los bancos centrales y lo que va del año 2008 ha representado todo un desafío.

Estamos enfrentando fuertes presiones inflacionarias a escala global debido a los aumentos récord de los precios de los *commodities*. El incremento de las tasas de inflación representa un gran desafío que amenaza la estabilidad de precios en muchos países. La inflación promedio a nivel mundial ha estado creciendo a un ritmo acelerado mientras que, en los países desarrollados, llegó a su nivel más alto de los últimos dieciocho años. Por primera vez en mucho tiempo, las cifras de inflación de los países en desarrollo registran valores de dos dígitos.

Además, la turbulencia internacional que comenzó en el segundo semestre de 2007 y la subsiguiente escasez de crédito están incidiendo de manera adversa en las actividades económicas. Las tasas de crecimiento se han desacelerado en muchos países y algunas economías avanzadas están en el umbral de una recesión.

Ésta no es la primera vez que el mundo experimenta *shocks* de oferta en los *commodities*. Pero los *shocks* solían darse en los precios de la energía y, por consiguiente, afectaban más seriamente a las economías avanzadas que a los países en desarrollo. En cambio, el alza de precios de los alimentos tuvo repercusiones diferentes. En comparación con el mundo industrializado, los gastos en alimentos del mundo en desarrollo constituyen un porcentaje mayor de la canasta de precios al consumidor. Por esta razón, los aumentos de precios en los alimentos suelen derivar en tasas de inflación más elevadas en los países en desarrollo.

Los precios de los alimentos vienen subiendo marcadamente, sobre todo desde mediados del año 2007. En un determinado momento, la inflación del

precio del trigo llegó a ser de tres dígitos y se observaron niveles similares en los precios del maíz, la soja y el arroz. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la inflación de los alimentos 2007, mientras que sólo fue del 27% en el 2006. En los países de Asia, esta cifra alcanza el 68%. Se estima que la inflación en los precios de los alimentos representa casi dos tercios del incremento de los índices de inflación de Brasil, Chile y Argentina. A pesar de un cierto alivio en los últimos tiempos, todo indica que seguirán siendo elevados en el futuro cercano.

Detrás de esta suba drástica en los precios de los alimentos hay tanto presiones de la oferta como de la demanda. Del lado de la oferta, la cantidad de recursos destinados a la producción agrícola se ha estancado debido a la acelerada urbanización e industrialización. Muchos países en desarrollo vienen experimentando un traslado de la mano de obra del sector agrícola a sectores no agrícolas. Las rápidas mejoras de la productividad observadas durante el período de posguerra se han desacelerado durante la última década. Por otro lado, la sequía que recientemente azotó a buena parte del mundo dio lugar a una crisis de oferta, agravando aún más la tendencia ascendente de los precios de los alimentos.

Del lado de la demanda, el enorme salto experimentado por los precios de la energía y las preocupaciones ambientales y políticas obligan a los países desarrollados a buscar fuentes de energía alternativas. La producción y el consumo de biocombustibles aumentó con rapidez, en especial después de que el Parlamento Europeo adoptara la reforma a la Política Agrícola Común en el año 2003 y de que el Senado de los Estados aprobara la Ley de Política Energética en el año 2005. Como resultado, los precios de los cultivos comúnmente utilizados para fabricar biocombustibles, como el maíz, el trigo, la caña de azúcar y la canola, empezaron a subir. Durante el período 2004-2005, sólo el 7% de la producción total de maíz se destinó a la fabricación de los biocombustibles y se estima que esta cifra llegará al 17% en el 2008 y al 31% en el 2011. La mejora del poder adquisitivo de los hogares de las economías emergentes populosas y de rápido crecimiento aumentó la demanda y generó presiones inflacionarias en los precios internacionales de los alimentos.

¿Hasta qué punto inciden estos factores en la inflación de los precios de los alimentos, en especial los exógenos como las condiciones climáticas adversas? ¿Cuál es la dimensión del papel que desempeñaron estos factores? ¿Es posible controlar los precios internos de los alimentos mediante la política monetaria?

Es difícil dar una respuesta precisa a estas preguntas, pero la investigación reciente realizada por el personal técnico del Banco Central de Turquía puede aportarnos algunas ideas. El análisis empírico de los precios de los alimentos en Turquía reveló que los factores externos tienen una gran incidencia en la infla-

ción de los precios de los alimentos. Se estima que, en el año 2007, la severa sequía que afectó al país y los precios siderales a nivel mundial fueron responsables de casi el 70% de la inflación anual de los precios de los alimentos procesados, en comparación con menos del 10% en el 2006. La investigación reveló también que las condiciones de la demanda agregada que, en general, pertenecen al territorio de la política monetaria, hicieron un aporte insignificante a la inflación de los alimentos procesados. En general, estos hallazgos revelan que los *shocks* de oferta y los factores externos fueron los principales impulsores del reciente aumento de estos precios.

En los últimos meses se advierten algunas señales de alivio en términos de esta inflación. Las presiones inflacionarias generadas por la sequía y la consiguiente pérdida de cosechas se han morigerado en todo el mundo, incluyendo a Turquía. Los primeros pronósticos para el 2008 sugieren que el clima será más benigno que en el 2007. Según los actuales indicadores, la producción de cereales se recuperará con respecto a los niveles de hace un año. Es probable que la tasa de aumento de los precios de los alimentos se desacelere durante el segundo semestre de 2008.

Sin embargo, a pesar de las mejores perspectivas del lado de la oferta, todo indica que los precios seguirán siendo altos a mediano plazo, como producto de la demanda de los países en desarrollo de acelerado crecimiento. Permítanme darles algunas cifras y explicarles mi línea de razonamiento.

Como mencioné antes, los gastos en alimentos de los países en desarrollo representan un porcentaje mayor de la canasta de precios al consumidor que el de los países desarrollados. Este porcentaje es bajo en los Estados Unidos, que se ubica en el 15%, mientras que es alto en India, donde alcanza a 60%. Además, la elasticidad-ingreso de la demanda de alimentos también es significativamente más alta en los países menos desarrollados. En Bangladesh, un aumento de 1% en el ingreso de los hogares genera un crecimiento de la demanda de alimentos de 0,73%. En cambio, en los Estados Unidos, un hogar promedio que recibe un dólar extra sólo gasta sólo 10 centavos más en alimentos.

¿Qué significa esto?

Significa que mientras se mantengan las aceleradas tasas de crecimiento de los países en desarrollo, es muy probable que la demanda de alimentos también aumente rápidamente. En el período de posguerra, no observamos un incremento similar en la demanda de alimentos porque, en ese momento, el principal motor de la economía mundial eran las economías avanzadas. En cambio, hoy enfrentamos un panorama diferente. Las economías emergentes están creciendo con rapidez. Su participación en el consumo mundial es tres veces más

alta de lo que era a principios de los años ochenta. Y, sobre todo, algunos de estos países, como China, India e Indonesia, tienen enormes poblaciones. Según las estimaciones del Banco Central de Turquía, el aporte de sólo dos países (China e India) al crecimiento de la demanda de alimentos a nivel mundial llegó a casi el 50% en el año 2007, de un 10% en 1980. Se considera que el crecimiento de la demanda global de alimentos supera al de la oferta global desde principios de 2000 y que esa relación se mantendrá en el futuro cercano.

En otras palabras, enfrentamos una brecha entre la oferta y la demanda de alimentos, y los precios deben ajustarse para restablecer el equilibrio. Dado que la elasticidad-precio de la demanda de alimentos es baja si la comparamos, por ejemplo, con la de los bienes durables, la consecuencia es un aumento drástico del precio de los alimentos, que es precisamente lo que está sucediendo en la actualidad.

La práctica comúnmente aceptada en un régimen de metas de inflación es que la política monetaria no debería reaccionar a los *shocks* impulsados por la oferta, que son temporales por naturaleza, y que deberían admitirse aumentos transitorios de la inflación a corto plazo, a menos que generen un deterioro de las expectativas de inflación. De lo contrario, podrían surgir fluctuaciones indeseables en la actividad económica y los precios relativos. El aumento de los precios de los *commodities* desencadenaría un mecanismo de corrección automática. Al modificarse los precios relativos, se contaría con información valiosa sobre cómo deben distribuirse los recursos de la economía. Si bien los altos precios de los alimentos y la energía frenan el consumo de estos productos, también alientan la inversión y el aumento de la oferta a largo plazo. En síntesis, la visión común es que los bancos centrales no deben hacer otra cosa más que esperar a que los *shocks* de oferta sigan su curso natural.

Sin embargo, en el entorno actual de aumentos rápidos y persistentes en los precios de los alimentos y la energía durante un período prolongado, la preponderancia de esta visión ha comenzado a ser cuestionada, en especial a la luz de las actuales proyecciones que prevén precios todavía más altos en el futuro cercano. En realidad, muchos países con un régimen de metas de inflación ahora proyectan que la inflación recién convergerá hacia la meta a fines del año 2009 o en 2010, en el mejor de los casos.

Un período prolongado de alta inflación representa un riesgo serio para la estabilidad de precios. Primero, el nivel general de precios puede subir a un ritmo más acelerado si los productores y trabajadores de otros sectores solicitan aumentos de precios y salarios como respuesta a la pérdida de su poder adquisitivo real. La caída de las tasas de interés generada por el deterioro de las expectativas de inflación representa otro riesgo, dado que las tasas reales más

bajas derivarán en un ritmo más acelerado de expansión del crédito. El factor común de estos dos riesgos es que los *shocks* de oferta persistentes puedan convertirse en *shocks* de demanda después de un tiempo.

Por consiguiente, en algún momento, los bancos centrales tendrán que decidir qué nivel de aumento de la inflación están dispuestos a tolerar. Frente a los *shocks* de oferta, los defensores del enfoque “esperar y ver” no son claros respecto de cuándo se supone que termina un *shock* de oferta y empiezan los aumentos de precios impulsados por la demanda, en un contexto en el que la inflación sigue subiendo. Si no se clarifica este punto, cualquier cifra de inflación por encima de la meta o cualquier corrección hacia arriba de los pronósticos de inflación puede atribuirse fácilmente a factores de la oferta. Debería trazarse una línea clara entre los datos económicos que refutarían este discurso y lo que constituiría el límite de los *shocks* de oferta desde la perspectiva de un banquero central.

Dedicaré la última parte de mi discurso a los recientes acontecimientos de la economía turca y la política monetaria implementada durante este período.

A principios del 2008, los *shocks* de oferta en los precios de los alimentos y la energía empezaron a ejercer fuertes presiones inflacionarias, dado que alcanzaron niveles inéditos por encima y más allá de las expectativas. Por ejemplo, el Informe de Inflación de octubre de 2007, basado en las proyecciones de agencias internacionales, había previsto que los precios del petróleo se ubicarían en torno de los USD 70 el barril en 2008 y que habría una corrección gradual del precio de los alimentos. En otras palabras, se supuso que los *shocks* de oferta serían transitorios y perderían su impacto después de un tiempo. Estos pronósticos eran compatibles con los precios de los mercados de futuros y a término. Sin embargo, estas expectativas no se cumplieron. Tanto los precios del petróleo crudo como de los *commodities* agrícolas siguieron subiendo. Los efectos adversos de los *shocks* de oferta alcanzaron niveles sin precedentes durante el primer semestre del 2008.

En circunstancias normales, se prevé que los *shocks* de oferta tendrán un impacto transitorio en los precios relativos, sin que se modifique el curso de la inflación a mediano plazo. Pero, el surgimiento de varios *shocks* simultáneos y su persistencia durante un período considerable agravaron los riesgos que afectan al comportamiento de los precios. De hecho, la investigación realizada por el personal ejecutivo de nuestro Banco Central indica que los agentes económicos se focalizan cada día más en la inflación pasada para formar sus expectativas de inflación.

Después de evaluar estos acontecimientos, el Banco Central concluyó que los aumentos de precios de los alimentos de los últimos años reflejan un cambio

estructural derivado del contexto económico global. Aunque es posible observar alguna corrección en el futuro cercano, es probable que estos precios mantengan su tendencia al alza en el mediano plazo debido tanto a presiones de la oferta como de la demanda. En particular, nuestras proyecciones revisadas sugieren que incluso manteniendo una postura de política monetaria cautelosa en el futuro previsible, llegar a la meta de 4% va a llevar un largo período de tiempo.

A la luz de estas evaluaciones, el Banco Central de Turquía anunció el marco de su política monetaria para el próximo período en el Informe de Inflación de abril de 2008 y en la carta sobre metas de inflación enviada al gobierno el 3 de junio de 2008.

El primer pilar del marco de política monetaria es la revisión de la meta. Su principal propósito es la creación de una trayectoria de desinflación viable que los agentes económicos puedan tomar como referencia y que nos llevaría a nuestro objetivo de estabilidad de precios a mediano plazo, que es una tasa de inflación del 4%. Como ustedes saben, Turquía no ha tenido cifras de inflación baja, de un solo dígito, durante casi medio siglo. Esto afectó de manera adversa las expectativas de llegar a la meta de inflación del 4%. Además, no haber podido cumplir con las metas de inflación en 2006 y 2007 y los *shocks* de oferta recientes elevaron aún más las expectativas. Por esa razón, las nuevas metas anunciadas el 3 de junio de 2008 se proponen crear un nuevo ancla para los agentes económicos que sea alcanzable.

En este punto, me gustaría subrayar que la naturaleza de estas nuevas metas difiere marcadamente de las definidas para el período 2006-2008. El Banco Central tratará a las metas revisadas de manera asimétrica. En este contexto, en el próximo período, el Banco Central preferirá una inflación que permanezca por debajo de las metas. Por consiguiente, un resultado más favorable que lo previsto en los precios de los alimentos y la energía o en otros factores globales será percibido como una oportunidad para bajar la inflación a mayor velocidad que la que lleva implícita la trayectoria revisada de la meta. Si se materializan los riesgos de un alza en la inflación, la política monetaria procurará minimizar cualquier desviación hacia arriba respecto de las metas revisadas.

La revisión de la meta es la solución que dio nuestro Banco al “problema de demarcación” que hoy enfrentan casi todos los bancos centrales. Sin embargo, la revisión sólo va a funcionar si se adopta la postura de política necesaria. Por esta razón, el segundo pilar de la política monetaria incluye la implementación de un endurecimiento de la política monetaria compatible con las nuevas metas de inflación. Estas metas son referencias que ayudarían a quienes deben tomar decisiones económicas a entender el razonamiento en el que se

sustenta esa postura, es decir, los factores que llevaron al endurecimiento monetario y la dimensión que debe tener cuando resulte necesario. En otras palabras, el Banco Central anunció, mediante la revisión de la meta, los límites de su tolerancia a los impactos de primera ronda de los *shocks* de oferta.

Concluyendo mi exposición, quisiera expresar mi agradecimiento al Banco Central de la República Argentina y a todas las instituciones e individuos que colaboraron en la organización de estas importantes jornadas.

Muchas gracias.

Desafíos de política para la economía norteamericana

Panel III

Allen Sinai
(Fundador y Presidente - Decision Economics, Inc.)

Desafíos y opciones de política para la economía norteamericana²⁸

Después de aproximadamente seis años de expansión económica (caracterizada en los Estados Unidos por auges en el mercado inmobiliario, en los préstamos hipotecarios, y en los servicios y mercados financieros en general; mientras que en otros países, por un sólido crecimiento económico y, a nivel global, por una inflación relativamente baja –hasta hace seis a nueve meses–, mejoras en el empleo e índices de desempleo más bajos), las economías de Estados Unidos y del mundo enfrentan hoy severas tensiones económicas y financieras que le plantean a la política económica los mayores desafíos en décadas.

¿Cuáles son? En el caso de Estados Unidos, hay una combinación escalofriante de problemas que van desde la recesión y la inflación hasta el desorden y las turbulencias del sistema y los mercados financieros, pasando por los altos y crecientes costos de la energía y la inaceptable dependencia de combustibles fósiles a largo plazo, el creciente déficit del gobierno federal y el aumento de la deuda del gobierno de Estados Unidos en relación al PIB, además de los continuos desequilibrios en el frente externo y en cuenta corriente, el ineficiente servicio de atención médica y la necesidad de controlar la alta inflación y los costos crecientes; tampoco hay que olvidar el financiamiento del sistema de seguridad social y del sistema jubilatorio ni la necesidad de reconstruir los ahorros, recapitalizar a los intermediarios financieros y corregir los desequilibrios en las posiciones financieras de las instituciones financieras, los hogares y el gobierno y, por último, la reconstrucción de la infraestructura de Estados Unidos para mejorar la productividad y el bienestar público.

Para la economía mundial, la caída en el ciclo norteamericano, aunque poco profunda aún, parece estar diseminándose a muchas economías, y presenta el difícil desafío de política de cómo enfrentar y combatir esta situación. Si se

28. El autor agradece la colaboración de Chip Curran y David Kalita. Edición de la presentación original.

tratara sólo de una recesión, las opciones de política serían simples: una política monetaria más laxa, y quizás de manera agresiva, y estímulo fiscal.

Pero la alta inflación en Estados Unidos y en muchos otros países impide este tipo de respuesta y plantea un desafío adicional: cómo reducir la inflación. Si se tratara sólo de un fenómeno inflacionario, las opciones de política serían sencillas: una política monetaria de tasas de interés más altas y endurecimiento crediticio y/o fiscal. Sin embargo, esta última opción es difícil de implementar en cualquier país y en cualquier momento.

Las condiciones recesivas o inflacionarias son claras o han aparecido en más de la mitad de los cuarenta y siete países analizados por Decision Economics, Inc. (DE), que representan casi el 75% de la producción global total. Veintiséis países muestran “signos de estanflación”. La estanflación es una situación en la cual se combinan: (i) una prolongada debilidad económica, recesión o condiciones similares a la recesión, (ii) inflación inaceptablemente alta o en aumento y (iii) crecimiento del índice de desempleo.

Para la política monetaria, la aparición simultánea de recesión y alta inflación presenta evaluaciones y opciones difíciles, tanto para un banco central como la Reserva Federal y quizá el Banco de Japón (BOJ) –que operan bajo el “doble mandato” de alcanzar el máximo crecimiento sustentable y mantener la estabilidad de precios–, como para bancos centrales focalizados principalmente en la estabilidad de precios con una meta de inflación “laxa”, como el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BOE), o para aquellos que poseen una meta de inflación “dura” establecida por ley, como el Banco de Canadá (BOC) y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda. El desafío de enfrentar a la recesión o a la inflación, y en qué secuencia, son dilemas importantes para la política.

Además, los acontecimientos que desembocaron en un increíble auge del mercado inmobiliario, de los créditos hipotecarios, de los derivados financieros, de los instrumentos de inversión estructurada y del crédito, llevaron a la turbulencia e inestabilidad financiera del sistema y de los mercados financieros de Estados Unidos (colapso del boom inmobiliario, explosión de la burbuja del precio de los activos inmobiliarios, escasez de crédito y contracciones sin precedentes en los balances de numerosos bancos e intermediarios financieros no bancarios y “Secuelas del Colapso”), planteando otro desafío complejo a la política. Aún no está claro de qué manera deberían enfrentar este inusual problema los hacedores de política.

La inestabilidad financiera, una parte de lo que podríamos llamar “ciclo financiero”, siempre ha estado ligada a las bajas en los ciclos de la economía real,

en especial a las más severas y duraderas. En general, los períodos de inestabilidad y crisis financiera suelen encontrarse en el punto de inflexión superior del ciclo económico norteamericano, integrados a la estructura y los procesos del sistema macroeconómico de Estados Unidos.²⁹

Cómo enfrentan los hacedores de política estos desafíos y cuáles son las opciones a elegir son el tema del día, y la recesión, la inflación y la inestabilidad financiera son los principales retos de la Reserva Federal e, indirectamente, también de los hacedores de política de los restantes países cuyo desempeño económico depende del crecimiento económico y la estabilidad financiera de EE.UU. Más allá de esto, muchos son los países (fuera de Estados Unidos) y regiones del mundo que enfrentan una potencial estanflación emergente, aunque sin las tensiones financieras y los desequilibrios que caracterizan a Estados Unidos.

En la economía global, la debilidad económica norteamericana está afectando adversamente el crecimiento de las exportaciones de otros países. Los altos precios del petróleo, la energía, los alimentos y los derivados, muchos de los cuales se definen a nivel global pero son exógenos a economías individuales, están generando *shocks* económicos y de inflación negativos, tal como ocurrió en la década de los setenta y principios de los años ochenta. Aunque definidos de manera endógena por la oferta y la demanda global, los precios de los alimentos y del petróleo crudo se presentan como exógenos a los países consumidores de petróleo, esencialmente una buena parte de la economía global.

Actualmente, un creciente número de países está experimentando una recesión incipiente o condiciones similares a la recesión, o van camino a ella. Las turbulencias financieras en EE.UU. y el resto del mundo impiden una respuesta económica normal a la reducción de tasas de interés y a la inyección de liquidez provista por la Reserva Federal y otros bancos centrales, que se ve eclipsada por instituciones financieras reacias al riesgo que absorben esta liquidez pero sin otorgar créditos ni invertir. Las economías que crecían con solidez se están desacelerando, y los países en auge se están acomodando a un menor crecimiento. Según las mediciones de DE, entre el 55% y el 60% de la economía mundial ya está en algún tipo de recesión, o lo estará en breve. ¡Una recesión global se está convirtiendo en realidad!

29. Ver Otto Eckstein y Allen Sinai, "The Mechanisms of the Business Cycle in the Postwar Era", en Robert J. Gordon, ed., *The American Business Cycle: Continuity and Change*, University of Chicago Press, 1986, pp. 39-120; también Allen Sinai, "Financial and Real Business Cycles," *Eastern Economic Journal*, discurso presidencial, marzo de 1992, pp. 1-54. Ver también los principales escritos de Hyman Minsky.

Al mismo tiempo, la inflación viene aumentando marcadamente en muchos países, a diferencia de lo que suele ocurrir cuando las economías entran o marchan hacia una recesión. Más de cuarenta países muestran tasas de inflación altas o en aumento –en algunos casos de dos dígitos y, en otros, de un solo dígito alto o de un solo dígito medio– que han excedido, o están excediendo, los límites fijados por los bancos centrales. En muchos países, también hay inflación de salarios que amenaza con trasladarse a los precios a través de costos laborales unitarios más altos y, luego, quizá nuevamente a los salarios y otra vez a los precios y así sucesivamente aunque, por el momento, esta no es la situación en Estados Unidos.

Los bancos centrales están atados de pies y manos frente a una combinación de recesión y alta inflación, o estancamiento, sin saber si ocuparse del estancamiento o de la inflación. Para la economía norteamericana, la combinación de una economía débil o debilitándose, inflación alta o creciente y aumento del desempleo representa un telón de fondo muy negativo. Las actuales circunstancias tienen pocos paralelos, quizá los ciclos bajistas de 1973-75, 1979-80 y principios de la década de los ochenta.

No obstante, ninguno de estos períodos tuvo alguno de los siguientes desafíos que hoy enfrenta EE.UU.: (i) contracción y crisis del sistema financiero con un nivel de aversión al riesgo y desapalancamiento inéditos desde los años treinta o vistos en Japón durante los años noventa; (ii) finanzas gubernamentales cada vez más frágiles con cargas crecientes sobre la Reserva Federal y el Tesoro de los Estados Unidos debido a la absorción de activos con garantías débiles; (iii) los efectos desconocidos de un enorme desapalancamiento, contracciones en los préstamos basados en activos, las inversiones y los balances de un gran número de intermediarios financieros; y (iv) inflación a nivel global que se está reflejando en mayores costos de producción en las economías del resto del mundo, especialmente de los países en desarrollo, que durante largo tiempo fueron fuente de deflación y desinflación.

De hecho, después de muchos años de descuido, todo indica que la lista de desafíos de política que enfrenta Estados Unidos es muy larga, y se suma a los problemas políticos y sociales que deberá enfrentar también en los años venideros.

Estos problemas incluyen, pero no se limitan a: (i) la economía y el empleo; (ii) la independencia y conservación energética; (iii) la infraestructura de Estados Unidos; (iv) el sistema financiero norteamericano; (v) la reconstrucción de la actividad inmobiliaria y la reestructuración del financiamiento hipotecario; (vi) el sistema de salud norteamericano; (vii) el ahorro de los hogares y su situación financiera; (viii) EE.UU. como nación deudora; (ix) la creciente desigualdad en los ingresos y la riqueza; (x) la redefinición del sistema de inter-

mediarios financieros y sus normas, dado el aumento sin precedentes de la cantidad y el tipo de instituciones financieras que vienen cumpliendo funciones similares a las de los bancos sin una regulación o supervisión prudencial.

En general, y acertadamente, se considera que el colapso del sistema bancario comercial norteamericano y del crédito durante la década de los treinta fue una causa importante de la Gran Depresión. Pero hoy, la gran cantidad de instituciones financieras no bancarias con apalancamiento de activos y balances eclipsa en tamaño y cantidad al sistema bancario comercial, mientras que la deuda y los mercados de capitales han sido la fuente de financiamiento de buena parte de la expansión económica a medida que se expandían los valores de los activos y los balances. Todo esto funcionó, y en exceso, mientras los valores de los activos y los balances se expandieron pero cuando “se detuvo la música”, como en definitiva ocurre siempre, la contracción de los balances y el desapalancamiento necesario invirtieron el sentido del proceso, generando consecuencias potencialmente negativas.³⁰

Pero hoy y aquí, en la conferencia de un banco central, deseo focalizarme en el principal desafío de política a largo plazo que enfrenta la Reserva Federal y quizá también otros bancos centrales: la estanflación. Las turbulencias y el desorden financiero –sus efectos, orígenes y “remedios”– quedarán para otra ocasión.

La estanflación –ya presente en Estados Unidos y otros lugares, e incipiente en algunos países, es decir una economía débil o debilitándose, inflación alta o creciente y aumento del desempleo actual y futuro– plantea elecciones de política difíciles para la Reserva Federal y posiblemente para otros bancos centrales y, al mismo tiempo, limita a estas instituciones.

30. El proceso de cómo funciona la expansión financiera por balances es, en buena medida, desconocido y se ignora su potencial para el colapso. Tardíamente, los acontecimientos están obligando a centrar la atención en él y dieron origen a algunos trabajos de investigación sobre el tema.

Ver Tobias Adrian y Hyun Song Shin, “Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy”, presentado en el Simposio de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas, *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, 22 de agosto de 2008, Jackson, Wyoming. Los autores presentan evidencias del enorme crecimiento de los préstamos respaldados por activos y la naturaleza centrada en el mercado de los préstamos y la inversión de los intermediarios financieros en comparación con los préstamos e inversiones basados en los depósitos de los bancos comerciales que antes caracterizaban al sistema financiero.

Los cálculos de los autores no incluyen a las actividades basadas en activos y apalancadas por los balances del gran número de intermediarios como los Fondos de Capital Privado, Capital de Riesgo, Fondos de Cobertura y Fondos de Riqueza Soberana. Estos intermediarios desempeñaron un papel clave en la intermediación de los fondos provenientes de todas las fuentes que revitalizaron la actividad económica norteamericana y del mundo entero. En el ciclo desfavorable, están intensificando el cierre de los balances y la contracción del sistema financiero de EE.UU. La transparencia está prácticamente ausente aquí.

No hay lugar en el mundo en el que este desafío sea más difícil que en Estados Unidos, donde el doble mandato de maximizar el crecimiento económico sustentable y mantener la estabilidad de precios presenta conflictos y *trade-offs* para la Reserva Federal que cuestionan la eficacia de la política monetaria en este episodio.

Economía norteamericana y global: perspectivas y desafíos

La economía de Estados Unidos se encuentra hoy en recesión o en una condición similar a la recesión, por ahora poco profunda pero diseminándose e intensificándose, complicada por alta inflación en los precios del petróleo, la energía y los alimentos, mayores costos de producción doméstica y global, y agravada por una crisis financiera.

Es poco probable que este episodio de recesión sea breve; será poco profundo y largo o profundo y largo. Los ciclos económicos desfavorables más cortos del pasado fueron de seis meses en 1980 y de ocho meses en 1957-58, 1991 y 2001. Los más largos ocurrieron en 1973-75 y 1981-82, dieciséis meses cada uno, cuando los precios de la energía y el petróleo crudo subieron marcadamente.

El episodio actual parece más similar al de mediados de los años setenta y principios de los ochenta, pero con una combinación inusualmente negativa de ingredientes, algunos viejos y otros nuevos: (i) una severa crisis inmobiliaria (colapso); (ii) explosión de la burbuja del precio de los activos inmobiliarios (las mayores caídas del precio de la vivienda desde la Gran Depresión); (iii) escasez de crédito dentro y fuera del sistema financiero (crisis financiera); (iv) contracción del valor de los activos y los balances de los bancos comerciales y ahora también de un gran número de intermediarios financieros no bancarios, como *Brokers/Bancos de Inversión*, Fondos de Capital Privado, Fondos de Cobertura y las subsidiarias fuera del balance de los bancos comerciales (crisis financiera); (v) "Secuelas del Colapso" potencialmente considerables para los bancos y otras instituciones financieras, que derivarán en consolidaciones y absorciones importantes (crisis financiera), y (vi) altos precios del petróleo y la energía que impactan de manera adversa en la actividad económica y la inflación.

Las respuestas futuras de los hacedores de política que inevitablemente vendrán, y sus interacciones, positivas o negativas, con los procesos que se están sucediendo son desconocidas a la fecha. Cualquiera sea la reacción de los hacedores de política de EE.UU. y el resto del mundo, lo más probable es que afecte el rumbo, el ritmo y los patrones de lo que suceda después.

La fase bajista del ciclo, su dimensión y severidad, no pueden analizarse desde la perspectiva del PIB real trimestral, indicador al que muchos consideran como resumen estadístico de la economía norteamericana. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anualizada fue del 3,3% del PIB para el segundo trimestre, pero las devoluciones impositivas transitorias ayudaron a aumentar el consumo aunque, en términos reales, llegó a sólo el 1,7% anualizado. Esto elevó el PIB real, aunque es probable que sólo de manera transitoria, junto con un fuerte aumento de las exportaciones, el gasto en atención de la salud y un fuerte gasto real del gobierno federal.

Pero el resumen estadístico trimestral del PIB puede ser engañoso y no es el único que se utiliza para definir técnicamente a la recesión. Otros indicadores mensuales importantes –ingresos personales menos transferencias ajustadas por inflación, ventas reales de las empresas, empleo no agropecuario y producción industrial– revelaron picos similares a los de octubre de 2007, diciembre de 2007 y enero de 2008, y hoy se encuentran por debajo de esos valores. Si bien las bajas respecto de esos picos han sido relativamente pequeñas a la fecha, el curso previsto de la economía sugiere que el impulso recesivo va a profundizarse y extenderse hasta mediados de 2009 como mínimo, empeorando durante el tercer y cuarto trimestre de 2008 y el primero del 2009.

Todo indica que habrá una mejora transitoria del PIB real durante el segundo y el tercer trimestre debido a los efectos positivos de las devoluciones temporales de impuestos a los gastos de consumo; luego, los consumidores se replegarán más de lo que vemos hoy porque carecerán de estímulo de cualquier origen (razón por la cual se estima que el PIB real se mantendrá estable o declinará dentro del rango de 0,5%-1%).

Los efectos negativos del repliegue del consumidor sobre las ventas y las ganancias de las empresas norteamericanas; los recortes de la producción, el gasto corporativo y el empleo; la debilidad del gasto público estadual y local a medida que bajen los ingresos tributarios; la depresión de la actividad inmobiliaria comercial y el desorden continuo en el sistema financiero sugieren un período prolongado de debilidad económica, acompañada quizás por una declinación de la inflación aunque no necesariamente hacia niveles bajos. La debilidad del consumo puede deprimir el crecimiento de las exportaciones del resto del mundo, y terminar debilitando el actual auge exportador norteamericano.

A pesar de las devoluciones impositivas, el gasto del consumidor ya se ha debilitado mucho, y creció en promedio sólo un 1,6% anual durante los últimos cinco trimestres en comparación con la tasa de crecimiento histórica a largo plazo del 3,5% anual.

Por lo tanto, las perspectivas económicas de EE.UU. señalan un estancamiento del crecimiento económico y una inflación alta –una estanflación genérica– con una economía débil o recesiva e inflación alta que desciende durante un tiempo pero no lo suficiente como para disipar por completo las preocupaciones por la inflación de muchos miembros de la Reserva Federal. Se estima que la tasa de desempleo aumentará de forma irregular hasta alcanzar un nivel de entre 6,5% y 7% para mediados de 2009.

Hay evidencias de que este patrón de recesión e inflación se está expandiendo.

Un creciente número de países y regiones entraron en recesión, evidencian señales de recesión inminente o de menor crecimiento económico cuando antes crecían con solidez, y de desaceleración económica cuando antes estaban florecientes. La Tabla 1 ilustra los países de cada una de estas categorías.

Además, la inflación subió marcadamente en un gran número de países, en particular durante los últimos seis a nueve meses. De las cuarenta y siete economías analizadas por Decision Economics, Inc., la inflación ha sido alta, o va en aumento, en 41 de ellas, en parte como producto de las mismas fuerzas que impulsan hacia arriba a la inflación norteamericana –los precios crecientes del petróleo, la energía y los alimentos– pero también como resultado de la demanda de las economías de sólido crecimiento y los mayores costos de la producción. Se están excediendo las metas de inflación o los rangos de inflación deseados por los bancos centrales en más de la mitad de los países donde se aplican. La Tabla 2 indica algunos rangos de inflación y los países que hoy se encuentran en cada uno de ellos; también ilustra si la inflación de precios se está acelerando (A), está estable (S, por *stable* en idioma inglés), o se está desacelerando (D).³¹

31. Para estas evaluaciones, se utiliza el IPC general. La inflación “subyacente”, por lo general el IPC *food and energy*, también fue examinada y está creciendo en numerosos países, incluyendo Estados Unidos. Pero, para la mayoría, las lecturas sobre el IPC subyacente, cuya intención original fue ser principalmente una categoría descriptiva, presentan los indicadores más bajos posibles sobre la inflación cuando los precios de la energía y los alimentos suben e incluso cuando no suben. Si estos últimos aumentos de precios son exógenos o transitorios, entonces sacar a los precios de la energía y los alimentos puede tener sentido. Si no es así, entonces los hacedores de política que lo utilizan corren el riesgo de pensar que la inflación puede ser baja cuando en realidad no lo es, sin duda la situación que ha existido en los Estados Unidos. Los precios del petróleo crudo y la energía vienen subiendo, en promedio, desde hace años, de modo que no se trata de un fenómeno transitorio; volátil, sí, transitorio, no. El régimen de tasas de interés muy bajas elegido por la Reserva Federal a principios y mediados de esta década reflejó la focalización en la inflación subyacente, y contribuyó sin duda al auge de la vivienda, el crédito y la deuda e indirectamente a los excesos que se cometieron en torno de estas áreas de actividad.

Tabla I. Desafíos de política: ¿"Recesión" en EE.UU. y a nivel global?

	Países en o cerca de una "recesión"		Países que se dirigen hacia una "recesión"		Países con crecimiento sólido debilitándose		Países en auge que se desaceleran		Países todavía fuertes o estables	
	País	% del total ⁽¹⁾	País	% del total ⁽¹⁾	País	% del total ⁽¹⁾	País	% del total ⁽¹⁾	País	% del total ⁽¹⁾
1	EE.UU.	25,6	España	2,6	Brasil	2,2	China	5,8	Rusia	2,2
2	Japón	8,6	Australia	2,5	Corea del Sur	1,8	India	2,0	Indonesia	0,8
3	Alemania	6,1	México	1,7	Suiza	1,7	Argentina	0,5	Austria	0,7
4	Reino Unido	5,0	Holanda	1,4	Bélgica	0,8	Hong Kong	0,4	Polonia	0,7
5	Francia	4,6	Suecia	0,8	Turquía	0,8	Venezuela	0,4	Israel	0,3
6	Italia	3,8	Taiwán	0,7	Grecia	0,7	Colombia	0,1	Egipto	0,2
7	Canadá	2,5	Portugal	0,4	Noruega	0,6	Perú	0,1	Jordania	0,03
8	Dinamarca	0,5	Hungría	0,2	Sudáfrica	0,5				
9	Irlanda	0,5			Finlandia	0,4				
10	Nueva Zelanda	0,5			Tailandia	0,4				
11	Singapur	0,3			Chile	0,3				
12					República Checa	0,3				
13					Malasia	0,3				
14					Filipinas	0,3				
	Total(es)	58,0		10,3		11,1		9,3		4,93
										92,93
										-2

(1) Datos correspondientes a fines del 2007, con conversión al PIB nominal en dólares porcentaje del total global.

(2) Redondeo y países omitidos aproximadamente el 7% del total global.

Fuente: Decisión Economics, Inc.

Tabla 2. Desafíos de política: "Inflación" – en EE.UU. y a nivel global

	Países con inflación de dos dígitos (10% a 35%) ⁽¹⁾		Países con inflación (6% a 9,9%) ⁽¹⁾		Países con inflación (3% a 5,9%) ⁽¹⁾		Países con inflación todavía (por debajo del 3%)	
	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)
1	Venezuela	A	Chile	A	Taiwán	A	Japón	A
2	Egipto	A	Tailandia	A	Corea del Sur	A		
3	Jordania	A	Malasia	A	Perú	A		
4	Rusia	S	Colombia	A	EE.UU.	A		
5	Sudáfrica	A	República Checa	S	México	A		
6	Turquía	A	Hungría	S	Bélgica	D		
7	India	A	Singapur	D	España	A		
8	Filipinas	A	China	D	Grecia	S		
9	Indonesia	A	Hong Kong	S	Israel	D		
10	Argentina	A	Brasil	A	Polonia	A		
11					Nueva Zelanda	A		
12					Reino Unido	A		
13					Irlanda	D		
14					Suecia	A		
15					Finlandia	S		
16					Noruega	A		

Tabla 2. Desafíos de política: "Inflación" – en EE.UU. y a nivel global (continuación)

	Países con inflación de dos dígitos (10% a 35%) ⁽¹⁾		Países con inflación (6% a 9,9%) ⁽¹⁾		Países con inflación (3% a 5,9%) ⁽¹⁾		Países con inflación baja todavía (por debajo del 3%)	
	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)	País	Acelerándose (A), Estable (S), o Desacelerándose (D)
17					Australia	A		
18					Italia	S		
19					Dinamarca	A		
20					Austria	S		
21					Francia	A		
22					Canadá	A		
23					Alemania	S		
24					Holanda	A		
25					Suiza	A		
26					Portugal	D		

(1) Último registro anual IPC global.
Fuente: Decision Economics, Inc.

Las expectativas de inflación crecieron en Estados Unidos y en otros lugares como el Reino Unido y la Zona del Euro, exhibiendo una mayor proclividad a subir los precios y aceptar los aumentos de estos. A su vez, la inflación alta y creciente, y, en los Estados Unidos, el Reino Unido y la Zona del Euro, las expectativas de una inflación mayor, plantean dificultades a la Reserva Federal, al BOE y al BCE, ya que se encuentran “atrapados” entre tratar de estimular la actividad económica (o amortiguar su debilitamiento) o luchar contra la inflación. Tenemos la esperanza de que no se produzcan otras rondas de traslados de los mayores precios a los salarios y luego nuevamente a los precios. Sin embargo, hay otros canales por los cuales la inflación esperada puede allanar el camino hacia una inflación real más alta, por ejemplo el aumento de los costos no laborales, la caída de la productividad y los costos laborales unitarios más altos, o el alza de los costos de los bienes importados, que pueden dar impulso a los precios o mantenerlos altos, posiblemente durante un período de tiempo prolongado.

La presencia de altos precios de la energía y del petróleo y su potencial traslado a los costos de producción y otros precios dificulta la salida de un entorno recesivo y lo mismo podría suceder con otras economías además de la norteamericana, prolongando así cualquier estancamiento.

Problemas para la recuperación de Estados Unidos

La economía norteamericana enfrenta numerosos obstáculos que impiden una recuperación rápida y sostenida.

1) Inflación del precio del petróleo crudo y la energía, que afecta de manera negativa a las economías consumidoras de petróleo porque reduce el crecimiento y da impulso a la inflación. La mayor parte de la economía global pertenece a la categoría de “consumidores netos de petróleo”. El mundo desarrollado de Asia, incluyendo a Japón y Corea del Sur, los países emergentes de Asia, a excepción hasta cierto punto de China e India, buena parte de la Zona del Euro, Estados Unidos en niveles importantes, algunas otras naciones industrializadas y la mayor parte de Europa Emergente tienen una particular exposición al aumento de los precios del petróleo y la energía. Los productores de petróleo de la economía mundial gozan de relativa buena salud, aunque no todos ellos, como por ejemplo Venezuela y quizá Noruega. En América Latina, Brasil y Argentina son relativamente inmunes al alza de los precios del petróleo y la energía. Brasil es ahora un país productor; lo mismo sucede con Rusia (productor líder de gas y petróleo y segundo productor mundial de petróleo crudo), muchos países productores de petróleo de Medio Oriente, Australia y Nueva Zelanda. Sin embargo, las economías de Brasil, Argentina, Australia y Nueva Zelanda se están debilitando de todos modos como producto del alza

inflacionaria y de otros factores. Con rezagos, la debilidad económica del resto del mundo puede afectar de manera negativa las exportaciones de EE.UU.

2) El colapso del mercado de la vivienda de Estados Unidos y la escasez de crédito hipotecario –no sólo en relación con los préstamos *subprime* y *Alt-A* sino, en general, en todo el financiamiento hipotecario, además de la incapacidad de los consumidores para utilizar su patrimonio inmobiliario para diversos fines– sigue arrastrando hacia abajo a la economía.

3) El sistema financiero norteamericano, acosado por un colapso inmobiliario después de un increíble auge, enfrentando ahora su propio tipo de “colapso”: reversión de los abultados precios de los activos residenciales, del crédito, del *boom* de los derivados financieros, del negocio de instrumentos derivados y productos estructurados y de los desarrollos financieros que tuvieron lugar durante un contexto amparado por una regulación permisiva. Los excesos en la expansión de los balances apalancados, sin precedentes en su alcance por la cantidad de compañías financieras involucradas y los montos, sugieren una línea de tiempo incierta para la necesaria recapitalización de los bancos y los intermediarios financieros no bancarios. Esto es especialmente así en el caso de los bancos de inversión/*brokers*, los bancos comerciales, los fondos de capital privado y capital de riesgo, las empresas de seguros y otras instituciones financieras que desarrollan funciones similares, que colectivamente constituyen hoy el principal canal financiero y de crédito de la economía. La escasez de crédito para la compra/venta de inmuebles comerciales, para el consumidor con diversas dimensiones de endeudamiento y cada vez más para las empresas no financieras, es uno de los resultados y desalienta nuevas Ofertas Públicas Iniciales (IPO) y el financiamiento de empresas no cotizantes.

La contabilización a valor de mercado de activos cuyos precios se erosionan o son difíciles de estimar, la acumulación o apuntalamiento de capital, el recorte de gastos y la escasez de crédito son características de la reversión que, en un contexto de desapalancamiento, hasta la fecha no hemos visto. El tiempo que dure este proceso y el tiempo que lleve reparar y reconstruir el sistema financiero norteamericano son sumamente importantes para determinar la duración y profundidad del ciclo desfavorable, y son difíciles de estimar a esta altura. La extrema aversión al riesgo por parte de las instituciones financieras está impidiendo que las inyecciones masivas de liquidez por parte de la Reserva Federal y otros bancos centrales surtan efecto.

4) El exceso de deuda y préstamos para los hogares, las empresas y las instituciones financieras –los ajustes necesarios en una recesión– y la caída en el valor de los activos son otros impedimentos a una recuperación económica sostenida y sustentable.

La expansión generalizada y agresiva financiada mediante deuda ha dejado a los hogares, las empresas, las instituciones financieras y los gobiernos con una carga excesiva de deuda y crédito en relación con la garantía de respaldo, vulnerable a un período de actividad económica inferior y acuciada por la necesidad de recuperar la estabilidad financiera mediante menores gastos, menor endeudamiento y más ahorro.

5) Es muy probable que el principal impedimento sean los consumidores norteamericanos, por lo general entusiastas y dispuestos a gastar y endeudarse, como lo demuestra el crecimiento histórico a largo plazo del 3,5% anual del consumo agregado ajustado por inflación durante los últimos cuarenta y cinco años. Dada esa tasa de crecimiento a largo plazo, hasta una reducción al 1% o 2% tendría un efecto depresivo importante aunque no se traduzca necesariamente en una declinación del PIB real. El consumo ajustado por inflación se encuentra hoy cerca del 71,5% del PIB real. Un crecimiento mucho menor podría modificar el ciclo económico de manera fundamental.

Es en este punto del impulso descendente donde se encuentra focalizado hoy el ciclo económico norteamericano. Todos los determinantes importantes del gasto del consumidor agregado parecen ser negativos: (i) crecimiento del ingreso real disponible, deprimido por el debilitamiento creciente del mercado laboral, el bajo crecimiento de los salarios reales y nominales y la alta inflación de precios; (ii) enormes reducciones del patrimonio real de los hogares, producto de la caída de los precios de las propiedades y las acciones, de entre USD 3 billones y USD 4 billones durante el año pasado, lo que representa alrededor de seis centavos de consumo, según la estimación de DE, con rezagos, sobre un dólar de riqueza neta real “permanentemente” más baja, lo que representa casi dos puntos porcentuales de crecimiento económico perdido; (iii) confianza del consumidor en niveles sólo vistos en las etapas más profundas de las recesiones; (iv) incapacidad para aprovechar y utilizar el patrimonio inmobiliario para consumo e inversión, debido a las ejecuciones, la morosidad y el patrimonio negativo de los hogares; (v) según los indicadores de DE, estamos en presencia del mayor deterioro de las condiciones financieras de los hogares desde principios de los años ochenta, y (vi) restricción y endurecimiento del financiamiento hipotecario y el crédito de consumo.

El gasto de consumo se ubica significativamente por debajo de la tendencia a largo plazo desde hace cinco trimestres, promediando sólo el 1,6% de crecimiento a tasa anual, y podría ser negativo en el tercer trimestre. Esto se produce a pesar de la inyección de USD 108.000 millones por medio de devoluciones temporales de impuestos entre abril y julio, o sea USD 432.000 millones anualizados. La debilidad del gasto del consumidor golpea fuerte, dada la histórica propensión a una tasa de gastos mucho más alta y las pocas instancias en que se debilitó por períodos prolongados.

El tiempo que dure este debilitamiento del consumo y si el consumidor seguirá o no en esta “actitud defensiva” son dos elementos críticos para el grado de recuperación y el momento en que se produzca.

6) Por último, los mercados financieros en sí, y en especial el mercado bursátil bajista, también son impedimentos a una recuperación sostenida. La baja en el precio de las acciones afecta negativamente la confianza del consumidor y la riqueza de los hogares y, por añadidura, el gasto del consumidor. Un mercado bursátil bajista no permite reunir fondos para nuevos emprendimientos y para reestructurar los balances. La caída en el precio de las acciones eleva el costo del capital promedio ponderado después de impuestos, incrementando el costo de los nuevos proyectos. Esto reduce el nivel de transacciones y de ofertas públicas de acciones que pueden sostener la actividad económica.

Los precios de las acciones bajan debido a las expectativas de un debilitamiento económico; a su vez, esta baja de precios debilita a la economía; una economía más débil reduce el crecimiento de las utilidades; las valuaciones de las acciones caen, y la economía se debilita, y así sucesivamente. Es decir, se produce un circuito de *feedback* negativo. Una vez que el ciclo económico desfavorable llegue a su piso y las caídas en el crecimiento de las utilidades empiecen a revertirse, por lo general en presencia de tasas de interés bajas o en declinación, el mercado accionario puede empezar a recuperarse y es posible romper con ese círculo negativo. Estados Unidos no se encuentra hoy cerca de este punto.

Por lo tanto, correspondería esperar un largo período de ajuste, y quizá una prolongada debilidad en las condiciones económicas o condiciones similares a una recesión –la parte de la estanflación que corresponde al estancamiento– combinado con altos índices de inflación en general y de inflación “subyacente” (*ex-food and energy*), –la parte correspondiente a la inflación de la estanflación.

El desafío de política monetaria: señales de estanflación

Tal como se ilustra en la Tabla 1, hoy se pronostica que once países están en recesión, o cerca de ella, ocho países se dirigen a una recesión, catorce que antes crecían con solidez ahora se están debilitando y siete países antes en auge hoy se están desacelerando. Siete países parecen mantenerse sólidos o estables.

El menor crecimiento del empleo y el creciente desempleo ya se están produciendo en un número significativo de países y, donde todavía no están presentes, lo estarán probablemente muy pronto. En Estados Unidos, el grueso de las

reducciones de la fuerza laboral y la mayor parte del desempleo siguen estando en el horizonte hasta bien entrado el año 2009.

Los países en recesión, o próximos a ella, representan alrededor del 58% de la economía global, según las mediciones de Decision Economics, Inc. Los siete países que se dirigen hacia la recesión representan el 10,3% de la producción total mundial. Los veintiún países donde se está desacelerando el crecimiento respecto de su ritmo anterior representan alrededor del 20,4% de la economía global. Y, de los países restantes que fueron analizados, siete siguen creciendo o no se están desacelerando, y representan el 4,93% de la producción global.³²

¿Cuál es la razón de esta caída generalizada?

Estados Unidos es el epicentro de un movimiento bajista en la actividad económica que afecta también a buena parte del mundo. La “actitud defensiva” del consumidor norteamericano está reduciendo el crecimiento de las exportaciones de numerosos países y, aunque están menos expuestos que antes a un ciclo desfavorable en Estados Unidos, siguen estando expuestos, en especial a la demanda de exportaciones de las empresas y consumidores norteamericanos. Con un comercio intra-regional más pronunciado que nunca en Asia, la Eurozona y Europa Emergente, el continente americano y Medio Oriente, los países cuyas exportaciones a Estados Unidos se están debilitando también están viendo debilitarse sus flujos comerciales y los negocios relacionados con el comercio.

La inestabilidad y las turbulencias financieras de Estados Unidos también están debilitando a la actividad económica global, operando de manera indirecta mediante la depresión de la actividad inmobiliaria y la caída de los precios de las propiedades y la riqueza de los hogares hacia un menor consumo agregado y menores importaciones de Estados Unidos. Pero la turbulencia financiera actúa también como un factor directo, impactando de manera adversa en los mercados bursátiles globales y restándole apoyo a la actividad económica

32. Decision Economics, Inc. analiza y realiza proyecciones para cuarenta y siete países de la economía global, que representan aproximadamente el 93% de la producción global total. La clasificación de estos países se obtiene convirtiendo las monedas locales a dólares nominales, utilizando para ello los tipos de cambio del país. Los cálculos relacionados con la expansión y la recesión, y para los rankings de las economías involucradas, pueden diferir de otros, como los del FMI. Por ejemplo, DE define a la recesión norteamericana sobre la base de los criterios estándar de NBER, que incluye el crecimiento del PIB real pero, sobre todo, una amplia variedad de lecturas, en relación con picos anteriores, para una serie de indicadores económicos mensuales. Según las cifras de DE, hay recesión global cuando el crecimiento del PIB real global es inferior al 2%, y se basa en el enfoque del índice de difusión para el crecimiento económico del país *versus* las tasas de crecimiento históricas potenciales. También se utilizan indicadores económicos mensuales para cada uno de los países, aunque en muchos la información sobre los indicadores mensuales dista mucho de ser tan confiable como la de Estados Unidos.

global de las instituciones radicadas en Estados Unidos y algunas a nivel mundial cuyos balances se están contrayendo.

Al mismo tiempo, la inflación es más alta en casi todo el mundo, en especial desde hace seis a nueve meses, en parte como consecuencia de los pronunciados aumentos de los precios del petróleo crudo, la energía y los alimentos. La inflación alta y en aumento redujo el poder adquisitivo de los hogares en muchos países y, junto con el debilitamiento del comercio, está generando recesión o condiciones similares a la recesión.

Uno de los riesgos futuros de Estados Unidos se encuentra en este momento en las exportaciones y en las empresas cuyo negocio se encuentra cada vez más atado a los ingresos y las utilidades externas. En la actualidad, las exportaciones norteamericanas se ubican por encima del 13% del PIB real, más de cuatro veces el nivel deprimido de la construcción residencial, de manera tal que, a medida que la economía global se debilite, las exportaciones de EE.UU., con rezagos, también se debilitarán y luego, a través de efectos multiplicadores de las exportaciones, afectarán negativamente a la economía.

Las señales de estancamiento aparecen en la Tabla 3, que incluye los patrones recientes y las expectativas de crecimiento e inflación a corto plazo calculadas por DE para varios países y regiones globales clave. Los datos correspondientes al segundo trimestre de 2008 ya se conocen casi por completo, en particular los datos sobre inflación. Los resultados del segundo trimestre para el PIB real todavía no están disponibles en una serie de países.

La Tabla 3 muestra un patrón bastante generalizado de desaceleración del crecimiento económico real y aumento de la inflación en los Estados Unidos, varios países clave y las principales regiones globales de la economía mundial.

La inflación parece haber aumentado significativamente en Estados Unidos y otros países durante el cuarto trimestre de 2007, un poco antes en el Reino Unido, Estados Unidos y la Zona del Euro, y un poco después en Japón. La debilidad económica regional global pronunciada es más reciente y se ha intensificado en los últimos seis meses.

La creciente y generalizada inflación de los últimos seis a nueve meses está golpeando fuerte (Tablas 3 y 4 más abajo) si consideramos que veinte países exhiben alta inflación, 6% o más en términos anuales, y veintiséis países tienen una inflación anual de entre el 3% y el 5,9%. Sólo un país tiene una tasa de inflación continua inferior al 3%: Japón. La Tabla 3 también demuestra que el aumento más severo de la inflación es reciente y, a excepción de Estados Unidos, la fuerte desaceleración del crecimiento es muy reciente.

Tabla 3. ¿“Estañflación” a nivel regional y global?

	2008:3F	2008:2F	2008:1A	2007:4A	2007:3A	2007:2A
Global						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	2,1	2,8	3,3	3,4	3,7	3,5
Inflación del IPC (% un año atrás)	5,0	4,7	4,2	3,8	2,8	2,7
EE.UU.						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	1,2	2,2	2,5	2,3	2,8	1,8
Inflación del IPC (% un año atrás)	5,4	4,3	4,2	4,0	2,4	2,6
Reino Unido						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	0,4	1,4	2,3	2,8	3,1	3,3
Inflación del IPC (% un año atrás)	4,3	3,4	2,4	2,1	1,8	2,6
Japón						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	0,6	0,8	1,2	1,4	1,8	1,8
Inflación del IPC (% un año atrás)	2,2	1,4	1,0	0,5	-0,1	-0,1

Tabla 3. ¿Estanflación? a nivel regional y global? (continuación)

	2008:3F	2008:2F	2008:1A	2007:4A	2007:3A	2007:2A
UE						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	1,0	1,5	2,2	2,4	2,8	2,8
Inflación del IPC (% un año atrás)	4,2	3,6	3,4	2,8	1,9	1,9
Zona del Euro						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	0,9	1,4	2,1	2,1	2,6	2,6
Inflación del IPC (% un año atrás)	3,9	3,6	3,4	2,9	1,9	1,9
G-7						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	0,9	1,5	2,1	2,0	2,5	2,0
Inflación del IPC (% un año atrás)	4,0	3,4	3,1	2,9	1,8	2,0
OCDE						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	1,2	1,8	2,4	2,4	2,8	2,4
Inflación del IPC (% un año atrás)	4,4	3,7	3,3	3,1	2,0	2,2

Tabla 3. ¿“Estañflación” a nivel regional y global? (continuación)

	2008:3F	2008:2F	2008:1A	2007:4A	2007:3A	2007:2A
América Latina						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	3,8	4,9	5,1	5,8	5,4	5,1
Inflación del IPC (% un año atrás)	8,4	7,5	6,4	5,7	5,3	5,1
Asia Emergente y en desarrollo						
Países (Excepto Japón)						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	7,3	8,8	9,4	9,9	10,1	10,6
Inflación del IPC (% un año atrás)	8,5	7,9	7,2	6,0	5,8	4,2
Europa Emergente						
Crecimiento PIB real						
(% cambio c/respecto a un año atrás)	4,0	3,4	5,8	4,4	4,5	4,8
Inflación del IPC (% un año atrás)	8,5	7,7	7,0	6,2	5,1	6,4

F-Promóístico

A-Real

Fuente: Decision Economics, Inc.

El crecimiento económico y la inflación son dos parámetros que pueden definir la estanflación. Otros son el empleo y la tasa de desempleo y si el traslado de los costos a precios es producto de fuentes de inflación exógenas, o endógenas, como la energía, los salarios y los costos no laborales.

El aumento de los precios del petróleo crudo y la energía durante un período prolongado de tiempo, u otras fuentes de menor crecimiento económico e inflación más alta como el alza de precios de los alimentos, también son indicadores de estanflación, presentes, sin duda, en otros episodios históricos caracterizados de esa manera. Los precios del petróleo crudo vienen subiendo desde los USD 19 el barril de crudo liviano en noviembre de 2001 y, en particular, durante el último año donde los aumentos no parecen deberse exclusivamente a fuentes endógenas. Saber con exactitud por qué los precios del petróleo crudo han subido tanto y tan rápidamente es un enigma. Pero sus efectos en las tasas de inflación de un gran número de países se reflejan claramente en los datos.

En muchos países, la inflación salarial también se está acelerando. Esto es particularmente así en el mundo emergente o en desarrollo, donde hubo auges y las tasas de desempleo de muchos países han alcanzado niveles bajos. Los costos de producción están aumentando marcadamente en estos países. Dada la naturaleza global de la producción y el consumo, así como la capacidad de las empresas para producir, distribuir y enviar productos a casi todas partes, la inflación de precios y salarios del mundo emergente debe considerarse como una fuente potencial de inflación en todo el mundo.

En términos individuales, para muchos países, el aumento de la inflación parece exógeno, debido por ejemplo a los precios del petróleo crudo y los alimentos, y no endógeno, resultante de la mayor demanda generada por una economía sólida. El impulso de los costos en los países es producto del aumento de los precios del petróleo, la energía, los alimentos y los *commodities* y, en general, como parte de la oferta y demanda global, y en muchos países ahora parece ser parte del proceso inflacionario.

Yuxtaponiendo la inflación y la recesión, la Tabla 4 muestra que Estados Unidos y otros doce países estarían en estanflación o próximos a ella. Se estima que quince países se dirigen hacia algún tipo de estanflación.

Para definir a la estanflación se utilizaron seis parámetros:

1. Crecimiento económico anual real
2. Crecimiento económico trimestral reciente, para ver el impulso actual
3. Inflación general del IPC

4. Inflación “subyacente”, inflación *ex-food and energy*, si se encuentra disponible
5. Inflación salarial, si está disponible
6. Tasa de desempleo, si está disponible.

Las señales de estancamiento clásicas se presentan como: (i) una recesión o estancamiento que podría prolongarse; (ii) inflación obstinadamente alta o en aumento, tanto general como “subyacente”; (iii) traslado a precios desde mayores costos salariales, costos laborales unitarios, menor crecimiento de la productividad y/o costos no laborales, y (iv) desempleo creciente. También pueden estar presentes *shocks* exógenos de precios, salarios o productividad, originados por fuentes económicas o geopolíticas, o ambas. La política monetaria permisiva o acomodaticia ha sido otra característica. Crecientes expectativas inflacionarias, si fuese posible medirlas, deberían presumiblemente estar presente también.

Dependiendo de cómo se la mida, podría decirse que la política monetaria de muchos países hoy es permisiva o acomodaticia, en especial en términos de las tasas de interés reales, particularmente las tasas interbancarias del banco central. En algunos países, y sobre todo en Estados Unidos, la tasa real de los fondos federales es muy negativa, pero las condiciones del crédito son restrictivas, de manera tal que el nivel de laxitud o la naturaleza acomodaticia de la política monetaria norteamericana podrían ser ambiguos. La Reserva Federal viene inyectando una gran liquidez, razón por la cual podría juzgarse a la política monetaria como acomodaticia. En cambio, en el crédito no lo es.

Los Gráficos 1 y 2 indican que varios de los parámetros que definen a la estancamiento están presentes en los Estados Unidos –una economía debilitándose o en declinación, quizá una recesión, por lo menos en una serie de indicadores económicos mensuales; inflación creciente, de forma marcada desde el tercer trimestre de 2007, y aumento de la tasa de desempleo. El alza abrupta del precio del petróleo crudo, la energía y los alimentos desde mediados de 2007 tras años de aumentos y las crecientes expectativas inflacionarias también son características distintivas.

Hasta la inflación “subyacente” y la tasa de desempleo aumentan en conjunto, otra señal más de estancamiento. Se estima que el crecimiento del PIB real ha sido de sólo 1,25% a 1,5% anual durante el último año, y la inflación subyacente, medida por el deflactor de los gastos de consumo personal, que hoy se encuentra en su punto cíclico más alto, 2,5%.

La inflación del IPC subyacente es del 2,5% anual. La tasa de desempleo se ubica hoy en el 6,1%, en comparación con el 4,7% de hace un año y el 4,4% de marzo de 2007.

Tabla 4. Desafíos de política: ¿Estanflación en EE.UU. y a nivel global?*

	Países en o cerca de la "estanflación"	Países con "mini estanflación"	Países con economía débil (W), o alta inflación (H), o ambas (B)					
1	EE.UU.	Australia	Francia	W	Argentina	H	Australia	B
2	Canadá	Francia	Alemania	W	Brasil	H	Canadá	B
3	Reino Unido	Alemania	Japón	W	Chile	H	Dinamarca	B
4	Italia	Japón			Colombia	H	Hungría	B
5	Nueva Zelanda	Taiwán			Egipto	H	Irlanda	B
6	Singapur	Holanda			India	H	Italia	B
7	México	Bélgica			Indonesia	H	México	B
8	Chile	Noruega			Jordania	H	Holanda	B
9	España	Finlandia			Malasia	H	Nueva Zelanda	B
10	Irlanda	Polonia			Perú	H	Portugal	B
11	Dinamarca	Hungría			Filipinas	H	Singapur	B
12	Suecia	República Checa			Polonia	H	España	B
13		Turquía			Rusia	H	Taiwán	B
14		Sudáfrica			Corea del Sur	H	Reino Unido.	B
15					Tailandia	H	EE.UU.	B
16					Turquía	H		
17					Venezuela	H		

* Definida según los parámetros del crecimiento económico, inflación del IPC general, inflación "subyacente" si está disponible, inflación salarial si está disponible, y tasa de desempleo. No disponible para todos los países.

Fuente: Decision Economics, Inc.

Gráfico 1. PIB, inflación del IPC y tasa de desempleo de EE.UU. (% de cambio desde el trimestre correspondiente a un año atrás, para el PIB y la inflación)

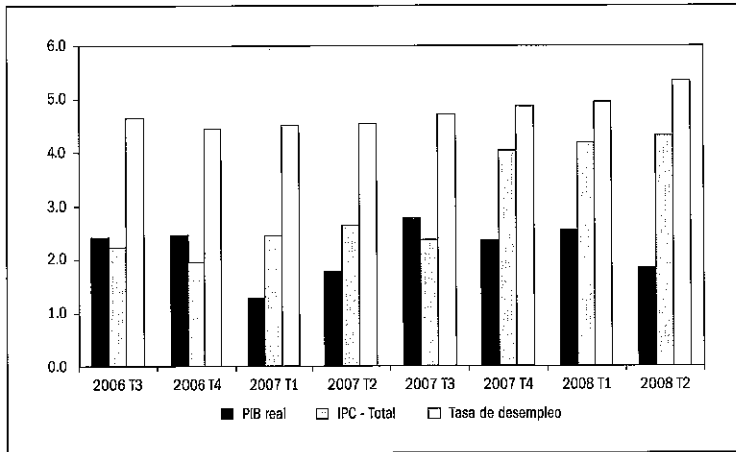
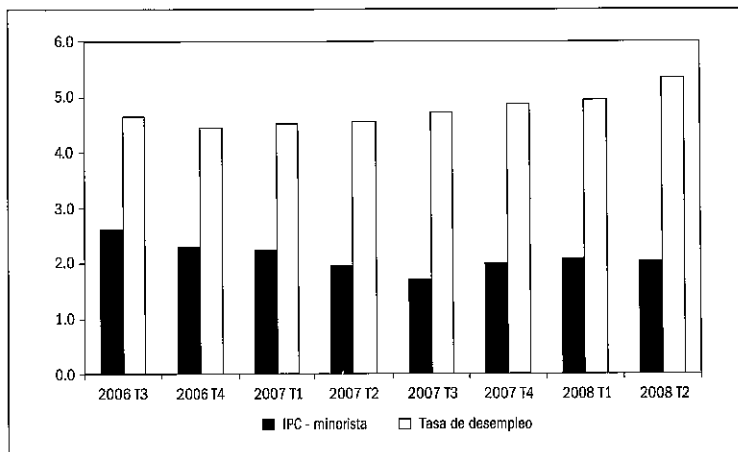


Gráfico 2. Inflación IPC “subyacente” y tasa de desempleo de EE.UU. (% de cambio desde el trimestre correspondiente a un año atrás para la inflación)



¿Por qué hay estanflación en Estados Unidos?

Algunas de las razones son el pronunciado ciclo desfavorable del mercado inmobiliario, que generó bajas inéditas en los precios de las propiedades residenciales y la inestabilidad y turbulencias financieras y los efectos negativos

sobre el consumo como producto de la menor confianza del consumidor, las reducciones del patrimonio real de los hogares, la pérdida del empleo y el menor crecimiento de los ingresos. Otras razones son el deterioro de las condiciones financieras de los hogares y las secuelas de la morosidad y las quiebras. La recomposición del desequilibrio de los balances de los hogares y la escasez de crédito predicen un proceso prolongado de restricción del gasto.

Otra razón es el menor poder adquisitivo de los consumidores, que también se está dando en muchos otros países, provocado por un fuerte aumento de los precios del petróleo, la energía y los alimentos. Esto reduce los ingresos reales, la riqueza real y el consumo real.

Una tercera razón es el marcado aumento de los precios del petróleo crudo, la nafta, la calefacción, la energía y los alimentos, que han hecho su aporte a la inflación general y se trasladaron a los costos de producción y de allí a los precios para mantener los márgenes de ganancias.

La cuarta es una agresiva política laxa de la Reserva Federal debido a la crisis financiera de Estados Unidos y sus riesgos potenciales para el sistema financiero y la economía. La política monetaria de la Reserva Federal ha sido laxa, lo que ayudó a mantener el dólar bajo y afectó a las expectativas inflacionarias de los consumidores norteamericanos, los participantes de los mercados financieros globales y las empresas. Cómo se convierte la inflación esperada en inflación real es poco claro pero su aumento se correlaciona con el alza real de la inflación.³³

La quinta es el consumidor norteamericano, que es probable que siga siendo precavido con los gastos y las deudas frente a tantos fundamentales negativos.

La sexta es que todo indica que una buena parte del ciclo bajista aún está por venir. Por el momento, los gastos de capital se mantienen y las exportaciones conservan su auge. Sin embargo, a medida que declinan las ventas corporativas y descienda el crecimiento de las utilidades, en este último caso en valores absolutos, cabe esperar recortes de las empresas en términos de producción, empleo, gastos de capital y nuevos emprendimientos comerciales.

33. La inflación esperada es una variable del lado derecho en la mayoría de las formas de la Curva de Phillips ampliada con expectativas, el paradigma de inflación que está en el centro del análisis macroeconómico de la corriente principal en la actualidad. Pero todavía no sabemos con exactitud cómo se forman estas expectativas y cómo, cuánto y durante cuánto tiempo afectan a la inflación de precios. El alza de la inflación esperada debería aumentar la inflación real, de acuerdo con este modelo. Pero, los mecanismos por los cuales se produce no fueron descifrados con claridad todavía.

La séptima es que a medida que la economía global se contraiga, probablemente se debilitarán las exportaciones norteamericanas, debilitándose de este modo lo que fue una fuente de fortaleza.

Por último, ni la política monetaria ni la política fiscal están diseñadas para brindar un estímulo duradero. La inflación excesivamente alta impide a la Reserva Federal una mayor relajación; todo lo contrario, su próximo paso sobre las tasas de interés podría ser hacia arriba y, en algún momento, la enorme liquidez y el financiamiento puestos en marcha tendrán que ser retirados.

¿Por qué persistirá la estanflación en Estados Unidos?

Una economía estancada, o al menos con bajo o menor crecimiento económico, suele tener un consumo relativamente débil y restricciones continuas, producto del ajuste necesario del sistema financiero norteamericano y del sector privado.

Pero, ¿y la inflación? ¿No debería una economía debajo del estándar, con creciente desempleo y menores precios en el petróleo y los *commodities*, hacer bajar la inflación?

Sin duda esto parece probable para finales de este año y durante el transcurso del próximo, aunque sea en términos aritméticos y sobre la base de una comparación interanual, en la cual los altos niveles de precios, ya presentes, servirán como base para una caída de la inflación en los Estados Unidos y demás países.

La pregunta es cuánto se desacelerará la inflación. Y si se producirá o no un traslado de los mayores precios a los salarios y de ahí a través de los costos nuevamente a los precios. Hasta ahora, los trabajadores norteamericanos están aceptando la pérdida de sus fuentes de trabajo y la reducción de sus ingresos reales sin exigir un aumento de salarios. Sin embargo, es probable que esto no dure mucho, aunque aumente la tasa de desempleo. Y, ahora, la naturaleza global del proceso inflacionario y su estructura sugieren que otros costos –los productos importados, no laborales y derivados de la energía– podrían impedir que la mayor capacidad económica haga descender la inflación de precios a niveles aceptables desde el punto de vista de un banco central.

Por lo tanto, es lógico esperar que la economía norteamericana crezca con lentitud en promedio, si es que sucede, con una inflación persistentemente alta, aunque más baja que la actual, y que ambas cosas persistan por bastante tiempo.

Opciones de política monetaria para Estados Unidos

En Estados Unidos, en una situación de estanflación en la que están comprometidos tanto el crecimiento económico sustentable como la estabilidad de precios, las opciones de política monetaria son muy difíciles. Esto también se aplica a otros países que podrían estar en una situación de inflación demasiado alta y crecimiento económico lento.

En Estados Unidos, la inestabilidad financiera y la crisis financiera produjeron condiciones que requirieron que la Reserva Federal se desvíe, al menos transitoriamente, de su meta de estabilidad de precios para impedir que el empeoramiento de la inestabilidad financiera empeore aún más la economía y que ésta genere después tensiones financieras adicionales y esto se traslade otra vez a la economía, creando una especie de retroalimentación negativa.

Al mismo tiempo, muchos miembros de la Reserva Federal esperaban que una economía débil redujera la inflación y que, con el tiempo, los precios del petróleo crudo y los *commodities* se nivelaran o bajaran, morigerando de este modo la inflación.

Hasta ahora, y excepto por una declinación respecto de los niveles excesivamente altos de muchos *commodities*, esto no ha sucedido y la debilidad económica, la alta inflación y el aumento del desempleo han sido el patrón, es decir, el patrón de la estanflación.

¿Cuáles son las opciones del Banco Central en esta situación?

Son básicamente cuatro: (i) no hacer nada más y limitarse a esperar que una economía débil y posiblemente una recesión global bajen la inflación, incluyendo los precios del petróleo crudo, y luego que la economía se recupere; (ii) adaptarse al contexto cambiante y caminar por la delgada línea que separa la relajación del endurecimiento, utilizando pequeños cambios en la tasa de los fondos federales, hacia arriba y hacia abajo, y herramientas de liquidez nuevas o tradicionales para sostener a la economía y simultáneamente bajar la inflación; (iii) optar por revitalizar a una economía estancada manteniendo o quizá aumentando la relajación monetaria con una tasa de fondos federales todavía más baja y más inyecciones de liquidez, o (iv) elegir si ocuparse primero de la economía o de la inflación en secuencia para cumplir con el doble mandato, es decir abandonar el objetivo de alcanzar los dos al mismo tiempo y aceptar los efectos del *trade-off* entre ambos.

Ninguna de estas opciones es sencilla. Todas tienen *trade-offs* y costos entre el crecimiento y la inflación, muchos de ellos negativos. Todas tienen también efectos de corto y de largo plazo en términos de los objetivos de los bancos centrales.

No hacer nada y sentarse a esperar conlleva el riesgo de perder el control de la inflación y/o la economía sin la interacción de la política monetaria sobre la economía, la inflación, o ambas. Es difícil imaginarse a un banco central cruzado de brazos en la situación que estamos viviendo.

Las caídas importantes en el precio del petróleo crudo y la energía podrían facilitar la elección de la política, pero no serían deseables si es a costa de una recesión global de envergadura. Los precios del petróleo crudo y la energía –y sobre todo los niveles de precios del crudo– son clave para la inflación y la recesión y para las decisiones de política monetaria que deben tomarse. Lamentablemente, desconocemos el rumbo que adoptan los precios del petróleo crudo y, al diseñar la política monetaria, muchos bancos centrales utilizan pronósticos del mercado de futuros. Estas proyecciones han sido groseramente erróneas y es probable que no dejen de serlo, por lo tanto son una base inadecuada para las presunciones del banco central sobre la inflación futura.

Adaptarse al contexto cambiante, o sea básicamente administrar la tasa de los fondos federales y la liquidez tanto para sostener a la economía como para limitar la inflación, requiere un acto de equilibrio que quizá esté más allá de la ciencia y el arte de la moderna formulación de políticas monetarias.

Este es, en esencia, el enfoque que viene intentando aplicar la Reserva Federal, con una relajación agresiva primero para amortiguar y apuntalar al sistema financiero y la economía sin tener demasiado en cuenta a la inflación, quizá con la intención de mover después nuevamente hacia arriba la tasa de los fondos federales para limitar la inflación. En esta opción es probable que, para cuando la Reserva Federal se focalice en la inflación, el proceso inflacionario ya arraigado se arraigue aún más.

Sin embargo, otra posibilidad es flexibilizar más la política monetaria para estimular la recuperación. No obstante, en este caso, existe la posibilidad de que la inflación no baje lo suficiente y que, por el contrario, vuelva a subir más, después.

En esencia, este enfoque acomodaría la tendencia ascendente de la inflación de precios que se ha producido y podría sembrar las semillas de una mayor aceleración inflacionaria más tarde, a pesar de la inflación esperada más alta que podría producirse.

Por último, la Reserva Federal podría optar por encarar primero la inflación de precios, definiendo y reiterando la tasa de inflación aceptable que, una vez alcanzada, permitiría volver a estimular la actividad económica.

Este curso de acción requeriría una tasa de los fondos federales más alta y la recuperación de parte de la liquidez extra inyectada por la Reserva Federal el

año pasado. Los aumentos pequeños y periódicos de esta tasa tendrían probablemente escaso impacto en la economía norteamericana pero subrayarían, en cambio, el compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios y ayudarían a bajar la inflación en Estados Unidos y el mundo. Un mejor dólar ayudaría a reducir los precios del petróleo crudo y morigeraría los efectos recesivos e inflacionarios del aumento del precio del petróleo.

Se desconocen los efectos de las expectativas de inflación y de la inflación de estos cuatro cursos de acción posibles. Sin embargo, parece claro que la última opción sería la más anti-inflacionaria y ayudaría a alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios a más largo plazo. También podría ser la más perjudicial para la economía. Pero optar por estimular el crecimiento y esperar el alivio de la inflación por otras razones podría permitir a la economía ingresar a un nuevo ciclo favorable antes de que la inflación baje de manera permanente.

Lecciones de la historia

Las lecciones de situaciones similares que nos deja la historia indican que la política monetaria laxa o acomodaticia para mantener el crecimiento económico pero desestimando una inflación creciente, como ocurrió en los episodios de 1973-75 y 1979-80, no funcionó. A mediados de los años setenta, se buscó estimular la economía como si la inflación no fuera un problema serio y se obtuvo sólo un alivio transitorio, sembrando en cambio las semillas de la recesión más prolongada en la era de posguerra y aún así una inflación muy alta.

Una de las lecciones de la historia proviene de la secuencia implícita del doble mandato por parte de la Reserva Federal en 1993-94, donde en apariencia se eligió primero alcanzar y mantener la estabilidad de precios como transición hacia el máximo crecimiento económico sustentable. Todo indica que esto funcionó. El desempeño económico de Estados Unidos durante la década de los noventa fue extraordinariamente bueno, con descenso de la inflación y del desempleo. Los precios del petróleo crudo también bajaron, pero podría decirse que aceptar primero el padecimiento de una economía débil ayudó en realidad a generar ese resultado.

Al elegir la estabilidad de precios y encararla primero en el episodio de endurecimiento monetario preventivo de 1993-94, la Reserva Federal tomó una decisión difícil a costa de menor crecimiento económico, caída del empleo y declinación del mercado bursátil.³⁴

34. Ver Allen Sinai, "Preemption, Changing Structure, and U.S. Monetary Policy," *American Economic Review*, mayo de 2004, pp. 49-52.

No obstante, los resultados a largo plazo fueron aceleración del crecimiento económico, descenso de la inflación y declinación del desempleo. La credibilidad del Banco Central, al optar por el endurecimiento cuando la inflación estaba bajando pero era todavía demasiado alta, se vio fortalecida por este hito histórico de política monetaria.

Elegir una acción similar en este momento significaría anular algunas de las reducciones de la tasa de interés dispuestas por la Reserva Federal durante el año pasado. El objetivo de la Reserva Federal sería claramente –y sin ambigüedades– la estabilidad de precios. El dólar subiría, ayudando a su vez a reducir la inflación. Los precios de los *commodities*, incluyendo el petróleo, bien podrían declinar, aliviando la presión inflacionaria sobre Estados Unidos y el resto del mundo. Lo más probable es que los aumentos pequeños y graduales de la tasa de los fondos federales no perjudicarían a la economía si una menor inflación fuera el subproducto.

Conclusiones: desafíos difíciles y elecciones dolorosas

Después de una expansión económica razonablemente larga y sólida en los Estados Unidos y las economías globales, la recesión y la inflación emergieron juntas en numerosos países.

En una serie de países, en especial los Estados Unidos, aparecieron las señales de estanflación: economía débil o en declive, inflación alta y/o creciente y tasa de desempleo en aumento. Estas señales tienen además otros indicadores, incluyendo: (i) precios del petróleo crudo, de la energía y los alimentos marcadamente más altos, endógenos respecto de la economía global pero exógenos a muchos países individuales; (ii) expectativas inflacionarias en ascenso, y (iii) lo que parece ser una política monetaria permisiva o acomodaticia en la mayoría de los países a pesar de algún aumento de las tasas de interés.

El desafío de política en Estados Unidos –donde conviven la recesión o condiciones similares a la recesión y una inflación acelerada, que juntas señalan una posible estanflación– es sólo uno de los numerosos problemas que enfrenta la política norteamericana en el futuro cercano. Probablemente representa, sin embargo, el desafío más importante a largo plazo para la política monetaria porque se relaciona con la economía y las fuentes de trabajo de Estados Unidos y el mundo.

Si se tratara sólo de una recesión la opción de política monetaria sería sencilla: reducir la tasa de los fondos federales y aumentar la liquidez del sistema financiero. Si se tratara sólo de una inflación, la opción también sería sencilla: subir

las tasas de interés y reducir la liquidez del sistema financiero. Pero ninguna de las situaciones es el caso. Hay recesión y también una inflación demasiado alta, que comprometen y generan posibilidades conflictivas para la política monetaria. La inflación excesiva impide un mayor descenso de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal; en realidad, sugiere un endurecimiento de la política monetaria para luchar contra la inflación. La economía débil o recesiva impide un mayor endurecimiento por parte de la Reserva Federal; en realidad, sugiere una política monetaria más flexible para poder luchar contra la debilidad económica. En buena parte de la economía global también se observan economías debilitadas e inflación más alta, lo que plantea un desafío similar al de Estados Unidos.

La situación de Estados Unidos se complica aún más por la presencia de una crisis financiera: colapso del mercado inmobiliario y el crédito hipotecario, y crisis, consolidación y secuelas del colapso para muchas instituciones financieras integrantes del canal de crédito y financiamiento. La inestabilidad financiera es una fuente de mayor debilidad para la economía; una economía más débil contribuye quizá a más inestabilidad financiera; por lo tanto, el daño a la economía puede ser todavía mayor. Juntas, la economía débil y el desorden financiero sugieren una inflación más baja, pero esto no se está produciendo todavía. Alcanzar y mantener la estabilidad financiera en una crisis financiera y sostener el máximo crecimiento económico en perjuicio de un objetivo de estabilidad de precios es extraordinariamente difícil de lograr para cualquier banco central.

Las señales de estanflación están presentes en Estados Unidos y en algunos otros países también, y dejan al banco central norteamericano sin buenas opciones para elegir. En teoría, un instrumento de política monetaria, la tasa de los fondos federales, no es suficiente para lograr dos objetivos, en este caso el máximo crecimiento económico sustentable y la estabilidad de precios. Ahora se está considerando un tercer objetivo, la estabilidad financiera, en especial respecto de su relación con la economía, para lo cual la Reserva Federal ha inventado numerosas medidas para proporcionar liquidez e impedir una mayor inestabilidad, ideando nuevos medios, quizá instrumentos de política permanentes, para alcanzar los nuevos objetivos.

La Reserva Federal y otros bancos centrales cometieron errores en épocas de estanflación pasadas: Estados Unidos con su postura demasiado permisiva a mediados de los años setenta que permitió que la alta inflación se arraigara, y con su postura demasiado restrictiva a principios de los años ochenta que llevó a la economía a una de las recesiones más largas de la historia.

Secuenciar los principales objetivos del doble mandato norteamericano en términos de política monetaria –maximizar el crecimiento económico sustentable

y lograr la estabilidad de precios— eligiendo uno sobre el otro, y de manera consistente, entre las opciones disponibles, es quizá la mejor oportunidad para una aplicación exitosa de la política monetaria en este episodio. El curso elegido debería ser la estabilidad de precios primero, claramente enunciada, y acciones de respaldo frente a los desafíos y opciones que tiene Estados Unidos.

Pero, para que el Banco Central de Estados Unidos y otros bancos centrales hagan esto hace falta dureza y voluntad para mantener el curso hasta que la inflación ceda y la economía norteamericana retome una vez más la saludable expansión. Desviarse del objetivo a largo plazo de la estabilidad de precios para ocuparse transitoriamente de la crisis financiera, si bien podría ser necesario, no debería comprometer el objetivo a largo plazo de la estabilidad de precios.

Thomas M. Hoenig
(Presidente - Reserva Federal, Kansas City)

Bancos centrales: Cambios en los mercados y cambios en los mandatos

Es un placer estar hoy en Buenos Aires para participar de estas jornadas de tan alto nivel patrocinadas por el Banco Central de la República Argentina. Los cambios revolucionarios sufridos por los mercados financieros, combinados con eventos como las disrupciones de mercado asociadas a la debacle de los préstamos *subprime* (de alto riesgo), plantean nuevas preguntas sobre el papel de la autoridad monetaria a la hora de mantener la estabilidad financiera. Aunque los bancos centrales tradicionalmente han sido en alguna medida responsables de la estabilidad financiera, esta responsabilidad no estuvo a la par de mandatos más explícitos sobre la estabilidad de precios y el desempeño financiero, en parte, quizá, debido a la naturaleza episódica de las crisis financieras. No obstante, las recientes disrupciones del mercado de los Estados Unidos dejan en claro que los mercados, el público en general y las autoridades políticas buscarán primero y principalmente en la Reserva Federal una respuesta a las amenazas significativas a la estabilidad financiera.

En este contexto, sería útil analizar con detenimiento el mandato del banco central en términos de la estabilidad financiera. Hoy, la Reserva Federal norteamericana juega un papel importante en la “prevención de las crisis” por medio de la regulación y supervisión prudencial de los bancos y los *holdings* bancarios. También juega un papel en la “administración de la crisis” inyectando liquidez para frenar las disrupciones financieras y utilizando la política monetaria para reducir el impacto de la inestabilidad financiera en la actividad económica. En la crisis actual, la Reserva Federal ha tomado medidas sin precedentes para administrar y controlar la crisis. A medida que examinemos las lecciones aprendidas de estos acontecimientos, tendremos que decidir si, tal como algunos sugieren, la estabilidad financiera podrá mantenerse mejor extendiendo la autoridad prestadora y de supervisión de la Reserva Federal a un espectro más amplio del sistema financiero. Para ello, debemos analizar tanto las consecuencias voluntarias como las involuntarias de esta decisión. Alternativamente, si no vislumbramos un papel más amplio para la Reserva Federal, entonces tendremos que definir las reformas institucionales que podrían ser necesarias para evitar la repetición de una crisis como la actual y reducir, en el futuro, la carga de la administración de crisis que recae en los bancos centrales.

Un segundo tema digno de un mayor debate es cómo equilibrar el mandato de estabilidad financiera de un banco central con sus restantes responsabilidades macroeconómicas, porque sumarle al doble mandato actual de la Reserva Federal (estabilidad de precios y crecimiento económico) un mandato más explícito respecto de la estabilidad financiera plantea preguntas importantes y complejas acerca de la compatibilidad de estas responsabilidades y los problemas que podrían surgir al intentar resolverlos todos de manera simultánea.

Permítanme comenzar examinando en profundidad lo que se entiende por “estabilidad financiera” y la función que cumple hoy la Reserva Federal para mantenerla. Luego analizaré la estructura cambiante del sistema financiero, la respuesta de la Reserva Federal a la crisis actual y los temas relacionados con la posible extensión de sus responsabilidades. Por último, consideraré algunas de las posibles implicancias que tendría la ampliación de su mandato para las restantes responsabilidades macroeconómicas de la autoridad monetaria.

Estabilidad financiera y riesgo sistémico

Como todos sabemos, un sistema financiero estable es esencial para el crecimiento económico, en especial en términos de brindar un mecanismo de pago sólido y un sistema de intermediación crediticia sustentable y eficiente. Dado que las disrupciones de este sistema de pago o del proceso de intermediación crediticia afectarán de manera directa y adversa a la actividad económica real, creo que la política pública juega un papel importante para mitigar el colapso de los mercados.

Uno de los aspectos de la política pública es brindar un marco flexible y racional dentro del cual puedan operar las instituciones financieras y los mercados. Sin embargo, la historia sugiere que dentro de cualquier economía y sistema financiero dinámico los colapsos van a producirse inevitablemente. En consecuencia, mantener la estabilidad financiera desde la perspectiva de la política pública no significa evitar todas las disrupciones financieras sino mitigar las crisis de mercado e institucionales que podrían tener un impacto significativo en la actividad económica general. Desde esta perspectiva, una implicancia clave es que las pérdidas financieras o el fracaso de una empresa individual, incluso si se trata de una compañía grande, no justifica la intervención gubernamental a menos que el desenlace represente una amenaza sustancial para la economía.

Este rol de la política pública se justifica con mayor claridad al analizar los riesgos sistémicos que enfrenta el sistema financiero. En términos amplios, podemos definir al riesgo sistémico como el riesgo de que los problemas que sufre una institución o segmento individual del mercado puedan propagarse a un

conjunto más amplio de instituciones y plantear una amenaza de envergadura para la actividad económica. Este tipo de contagio puede ser el resultado de la variedad de vínculos existentes entre las instituciones y los mercados a través del riesgo de contraparte, de pago y otras exposiciones al riesgo. Si bien las exposiciones de contraparte en las instituciones grandes han constituido la visión tradicional del riesgo sistémico, me gustaría ampliar su definición e incluir ejemplos en los que muchas instituciones –y no sólo las más grandes– estuvieron expuestas a un conjunto común de factores adversos, como ocurrió durante los colapsos inmobiliario, energético y agrícola de la década de los ochenta y principios de los años noventa en Estados Unidos.

Los bancos comerciales tienen, desde hace largo tiempo, un papel de respaldo único a la economía a través de sus actividades de intermediación crediticia y en la conexión de los individuos y las empresas con el sistema de pagos. Estas actividades colocaron a los bancos en el centro de las preocupaciones por el riesgo sistémico. Sin embargo, dado el rol creciente que adquirieron los mercados de capitales y las entidades no bancarias en el proceso de intermediación, deberíamos empezar a preguntarnos si estos segmentos de mercado más amplios plantean preocupaciones sistémicas independientes de las que surgen de sus vínculos con el sistema bancario.

La importancia de mantener la estabilidad financiera y abordar las amenazas sistémicas que enfrenta la economía justifica la red de seguridad federal y la necesidad de una supervisión prudencial. Tenemos una larga historia en el uso de la supervisión prudencial del sistema bancario para limitar los riesgos potenciales de esta red de seguridad. La premisa que sustenta este enfoque es que la salud del sistema financiero puede solidificarse monitoreando y controlando los riesgos asumidos por los bancos individuales y requiriendo niveles apropiados de capital y liquidez para respaldar sus operaciones. En tanto se cumplan estos objetivos de supervisión, es posible reducir los riesgos de fracasos graves y de pérdidas de la red de seguridad. No obstante, nuestros cambiantes mercados financieros nos obligan hoy a analizar hasta qué punto podemos y debemos extender este marco de supervisión prudencial y protección de la red de seguridad.

El papel actual de la Reserva Federal

Como banco central de los Estados Unidos, a la Reserva Federal se le asignó un rol crítico a la hora de impulsar la estabilidad financiera y responder a las crisis financieras. Este papel se manifiesta en muchos de sus poderes, incluyendo, supervisión bancaria, provisión de liquidez mediante la ventanilla de descuento (otorgamientos de préstamos mediante operaciones de descuento), operaciones del mercado abierto y supervisión del sistema de pagos.

Las responsabilidades de la Reserva Federal respecto de la regulación y supervisión prudencial de los bancos están destinadas, en buena medida, a evitar crisis financieras y proteger la red de seguridad federal. Por lo tanto, estos esfuerzos abarcan estándares de adecuación de capital para los bancos y *holdings* de los estados miembro (de EE.UU.), supervisión consolidada de las exposiciones al riesgo y prácticas de administración del riesgo de estas instituciones, además de acciones correctivas para enfrentar los problemas serios. Respecto de la supervisión de los *holdings* y bancos de los estados miembro, las responsabilidades del sistema también proporcionan *insights* valiosos sobre el funcionamiento de las instituciones individuales y los mercados bancarios. Además, con respecto a la administración de crisis, esta experiencia de supervisión y la información obtenida durante ese proceso han sido de gran utilidad para diseñar respuestas apropiadas a las disrupciones financieras.

Para abordar o administrar crisis potenciales, la Reserva Federal también depende de su autoridad para inyectar liquidez al sistema financiero. Aunque otras agencias normativas también tienen una cuota de responsabilidad a la hora de garantizar la estabilidad financiera, la autoridad de la Reserva Federal para aportar liquidez le brinda un papel único durante las crisis financieras. Esta función es uno de los propósitos fundamentales que derivó en la creación del Sistema de la Reserva Federal y es la razón por la que se espera que asuma un papel de liderazgo en el mantenimiento de la estabilidad financiera y la mitigación de los colapsos de los mercados financieros.

La Reserva Federal puede inyectar liquidez mediante operaciones del mercado abierto. Para brindar liquidez de manera más diferenciada, puede prestar a través de la ventanilla de descuento a cualquier institución de depósito y también a cualquier individuo, sociedad o empresa en “circunstancias inusuales y apremiantes”. Estos métodos diferentes de inyectar liquidez dan a la autoridad monetaria la opción de elegir cómo proporcionará liquidez a las instituciones y a la economía en general.

La nueva estructura financiera y el mandato más amplio de los bancos centrales

Tradicionalmente, las responsabilidades de supervisión de la Reserva Federal y sus preocupaciones por la estabilidad financiera se han centralizado en los bancos comerciales. Este enfoque refleja el rol multifacético de los bancos, incluyendo, sus responsabilidades en el sistema de pagos, su participación en el proceso de intermediación crediticia y su papel como fuente de liquidez y como contraparte en las transacciones financieras.

Sin embargo, creo que todos estaremos de acuerdo en que las turbulencias actuales del mercado son una señal de cuánto cambió el sistema financiero en las últimas décadas. Los acontecimientos recientes demuestran que las disrupciones financieras pueden surgir fuera de los canales bancarios tradicionales, y adoptar nuevas dimensiones y características. Por ejemplo, muchos de los problemas recientes fueron producto de actividades de titulización respaldadas por hipotecas que no sólo incluyeron a organizaciones bancarias norteamericanas sino que incorporaron a una compleja mezcla de otras compañías, entre ellas, bancos de inversión, originadores de créditos hipotecarios, agencias calificadoras de riesgo, prestadores de servicios hipotecarios, emisores de valores, administradoras de activos, inversores e instituciones financieras de todo el planeta.

Esta experiencia claramente indica que, en la actualidad, una mayor porción del proceso crediticio tiene lugar fuera del sistema bancario y dentro de un mercado financiero global mucho más grande. En especial, los bancos de inversión son un segmento importante de esta plaza en expansión porque trascienden su foco tradicional de colocación y distribución de valores y actividades de colocación privadas. Hoy, podemos ver que una porción creciente del negocio de los bancos de inversión proviene de actividades más sofisticadas relacionadas con los valores y los instrumentos derivados, hipotecas y préstamos comerciales, y el funcionamiento de compañías subsidiarias de ahorro y préstamos industriales.

La crisis financiera actual también pone de manifiesto el conjunto complejo y abarcador de riesgos de contraparte al que están expuestas muchas instituciones líderes y las dificultades que estos riesgos pueden plantear para mantener la confianza del mercado y resolver los problemas de las instituciones individuales. En realidad, el colapso de Bear Stearns es un ejemplo revelador de cómo las ramificaciones de los problemas de una sola entidad no bancaria pueden afectar a todo el sistema financiero, amenazando la confianza del público y complicando cualquier esfuerzo por resolver la situación.

Por consiguiente, estos acontecimientos plantean una serie de cuestiones relativas a la administración de una crisis financiera. El tamaño enorme de los mercados financieros y las diferentes contrapartes e interdependencias entre los participantes sugieren que una disrupción significativa en cualquier parte del mercado –bancario o no bancario– podría “congelar” las transacciones y actividades financieras y, en consecuencia, dañar a la economía real. Sobre todo, el creciente rol que desempeñan los mercados de capitales y las instituciones no bancarias en el proceso de intermediación financiera sugiere que pueden surgir riesgos sistémicos de forma independiente o en conjunto con los vínculos que ya existen a través del sistema bancario.

Para abordar los colapsos financieros que ocurrieron en este sistema financiero extendido, la Reserva Federal dio varios pasos virtualmente inéditos, entre ellos: abrir la ventanilla de descuento a los operadores primarios, aceptar una mayor variedad de garantías sobre los préstamos, prestar USD 30.000 millones para respaldar la compra de Bear Stearns y prometer respaldo a Fannie Mae y Freddie Mac. Diría que estas medidas están llevando a la Reserva Federal más allá de sus límites tradicionales de diseño de la política monetaria y están ampliando su mandato de estabilidad financiera para incluir mucho más que el sistema bancario y sus vínculos habituales con el mercado financiero y la economía en general.

Una buena analogía sería ésta: las recientes turbulencias del mercado nos llevaron de la orilla del río en la que operábamos tradicionalmente a la orilla opuesta. En consecuencia, debemos preguntarnos si nos convendría detenernos y quedarnos donde estamos ahora, seguir adelante y adentrarnos en este territorio desconocido o tratar de encontrar la forma de cruzar el río y regresar a nuestra antigua y conocida posición.

En otras palabras, ¿deberían la Reserva Federal y los demás bancos centrales que enfrentan las mismas presiones buscar la manera de formalizar este papel más amplio en la estabilización financiera? Si es así, un paso lógico de este proceso sería que los bancos centrales asumieran toda la autoridad de supervisión que resultara necesaria para controlar a las entidades que operan en este mercado en expansión y proteger a una red de seguridad mucho más amplia. O, alternativamente y después de que ceda la crisis actual, ¿podremos elegir un camino que nos lleve de vuelta a nuestro rol tradicional y a una red de seguridad más contenida y cuidadosamente definida? Dentro de este enfoque, muchos tomarían medidas para fortalecer o brindar una flexibilidad más apropiada a las áreas que más sufrieron durante la reciente crisis de los mercados, lo que estaría reflejando el lado positivo de la disciplina de mercado.

El camino que elijamos es de importancia crítica para el papel futuro de los bancos centrales y para su capacidad para mantener la independencia en la formulación de la política. A continuación, me gustaría explorar estas preguntas en dos sentidos: el uso apropiado de la red de seguridad federal y las implicancias para la política monetaria bajo un sistema de mandato más amplio.

Los problemas de la red de seguridad y la preocupación por el riesgo moral

Las acciones de política pública destinadas a Bear Stearns, los operadores primarios y Fannie Mae y Freddie Mac derivaron en una expansión significativa de la red de seguridad y las prácticas de otorgamiento de préstamos de la Reserva

Federal. Ahora que más actividades financieras gravitaron fuera del sistema bancario, es probable que surjan nuevas preocupaciones sobre la estabilidad financiera. Por ejemplo, nuestro préstamo de respaldo a la compra de Bear Stearns y la liquidez inyectada a los operadores primarios llevaron a la Reserva Federal a abandonar su enfoque tradicional de inyectar fondos a través de la ventanilla de descuento para los bancos comerciales.

En consecuencia, el nuevo marco financiero nos enfrenta a una serie de opciones diferenciadas. Por ejemplo, algunos sugieren que deberíamos extender el marco reglamentario y de supervisión aplicable al sistema bancario a los jugadores más importantes de este mercado financiero más amplio a cambio del acceso al préstamo mediante la ventanilla de descuento y otras formas posibles de asistencia pública. Otros, en cambio, creen que esas responsabilidades de supervisión y red de seguridad podrían conllevar una serie de dificultades y crear un mercado todavía más frágil al generar problemas de riesgo moral y reducir el papel que podría desempeñar la disciplina de mercado para fortalecer nuestros mercados financieros y alentar la innovación.

En general, la mayoría reconoce que antes de ampliar la red de seguridad financiera y las responsabilidades de préstamo de la Reserva Federal deberíamos pensar el tema con sumo cuidado. Utilizar los recursos de la autoridad monetaria para resolver los colapsos de un mercado financiero más amplio beneficiará, sin lugar a dudas, a las instituciones auxiliadas y a los segmentos de mercado o instrumentos financieros relacionados con los problemas. Además, es importante recordar que muchos otros participantes del mercado que tomaron decisiones más prudentes quedarán en desventaja porque tendrán que competir sin esos favores especiales. Para la Reserva Federal y otras autoridades públicas, este papel implicaría una serie de decisiones difíciles durante una crisis financiera y pondría potencialmente a la Reserva Federal en la posición de tener que elegir los ganadores y los perdedores dentro de una amplia gama de instituciones financieras e inversores. Además, tal como demuestra la experiencia de Bear Stearns, estas decisiones podrían tener que tomarse con mucha rapidez y con información limitada en muchos casos, y probablemente las medidas despertarán preguntas sobre por qué se protege a algunos segmentos de la economía y a otros no. Nos encontraríamos, entonces, en una posición conflictiva y sus consecuencias deberían sopesarse con detenimiento antes de elegir este curso de acción.

Al inyectar liquidez u otra forma de asistencia a los participantes del mercado que tomaron decisiones imprudentes corremos el riesgo de magnificar los problemas de riesgo moral en los mercados financieros, que surgirán cuando cualquier asistencia pública sustancial termine por socavar los resultados del mercado y, por esa vía, reduzca los incentivos que tienen las instituciones y

los inversores para administrar el riesgo y tomar decisiones acertadas. Basta mirar el financiamiento hipotecario patrocinado por el gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) de Freddie Mac y Fannie Mae para entender los efectos que tiene este tratamiento de privilegio en el mercado.

Quizá el ejemplo más destacado de riesgo moral sea el problema de “demasiado grande para caer” asociado a los bancos comerciales líderes. Tal como señalé en discursos anteriores, éste resultó ser un tema inextricable para muchos entes reguladores bancarios. Todos admitimos que extender las redes de seguridad pública, el otorgamiento de préstamos mediante operaciones de descuento y la supervisión similar a la bancaria a un mercado más amplio puede generar un sistema financiero con menos estabilidad inherente y un número mayor de instituciones “demasiado grandes para caer”. Con el correr del tiempo, implicaría tomar decisiones difíciles sobre qué segmentos del sistema financiero más amplio deberían supervisarse, cuál sería el nivel de control y si esta supervisión sería capaz de proteger de manera adecuada a la red de seguridad en este nuevo entorno.

Al considerar estas consecuencias, resulta evidente, al menos para mí, que debemos esforzarnos por limitar las redes de seguridad pública y reducir al mínimo los problemas de riesgo moral asociados. Deberíamos considerar una serie de nuevas medidas de política capaces de ayudar a los mercados a funcionar de una manera más ordenada y ser más flexibles a las crisis financieras. Volviendo a mi analogía, esto significa volver sobre nuestros pasos por el río y adoptar un papel de banca central más histórico, dejando en claro que un cruce futuro sería poco común. Por otro lado, debemos aceptar que la credibilidad de esa afirmación dependerá sin duda de la forma en que se manejen las crisis futuras.

Si elegimos volver sobre nuestros pasos, entonces debemos focalizar la supervisión en las interdependencias de mercado entre los bancos comerciales e instituir mejores mecanismos para ocuparnos de las instituciones financieras no bancarias en crisis y sus exposiciones de contraparte. Deberíamos seguir impulsando iniciativas con el sector privado para aumentar la transparencia del mercado, mejorar los mecanismos de gobierno corporativo y los incentivos de mercado, y fortalecer los sistemas de pagos y los mercados de operaciones y titulación. Y debería quedar claro que las instituciones financieras no bancarias líderes que recurran a la asistencia de la ventanilla de descuento inmediatamente quedarán bajo la supervisión de la Reserva Federal. Esta supervisión estará dirigida a determinar la viabilidad y las exposiciones de estas instituciones y controlar las potenciales pérdidas de la red de seguridad.

Implicancias de los bancos centrales con un mandato más amplio

Por último, pasaré a considerar las implicancias macroeconómicas de la ampliación del doble mandato tradicional de la Reserva Federal (estabilidad de precios y máximo índice de empleo) para incluir responsabilidades más explícitas sobre estabilidad financiera. Los acontecimientos del año pasado fueron especialmente útiles para enunciar los desafíos que plantearía la implementación de un mandato tripartito. Me gustaría focalizarme en las siguientes cuatro preguntas para comprender qué significa la inclusión de la estabilidad financiera dentro de la cartera de responsabilidades de un banco central.

En primer lugar, ¿podemos definir un conjunto de principios rectores del mandato de un banco central sobre estabilidad financiera? Éste es un tema clave para decidir cuándo debe tomar medidas para preservar la estabilidad financiera o, por el contrario, cuándo debería abstenerse de hacerlo, en especial en situaciones en las que las presiones políticas y de la industria demandan una respuesta de política monetaria. También es esencial para que un banco central sepa cuándo cerrar y eliminar el sesgo acomodaticio de la política o medidas especiales de liquidez. Definir los principios que regirán nuestro mandato de estabilidad financiera también es importante para los bancos centrales en su comunicación con el público y para alentar debates significativos dentro de la autoridad monetaria.

En segundo lugar, ¿tiene un banco central la capacidad para implementar de manera efectiva un mandato tripartito? Es decir, ¿tiene suficientes herramientas de política y, de ser así, serán efectivas estas herramientas en una crisis financiera? Creo que es justo decir que, al comenzar la crisis actual, los bancos centrales carecían de mecanismos probados para brindar liquidez a las instituciones y mercados que más la necesitaban. Durante el último año, la Reserva Federal y otros bancos centrales han mostrado considerable ingenio y flexibilidad a la hora de enfrentar estas necesidades. Queda por verse, por supuesto, si algunas de estas facilidades serán un componente más permanente de la caja de herramientas de política del banco central.

Al mismo tiempo, en ocasiones ocurre que el estímulo proporcionado por la reducción de la tasa de interés de política es menos efectivo en una crisis financiera porque partes importantes del mecanismo de transmisión de la política son disfuncionales. Esta dificultad quedó evidenciada en la crisis actual cuando el mercado de hipotecas se convirtió en el eje de los problemas financieros, si tenemos en cuenta que la vivienda es un componente clave del mecanismo de transmisión. Y tuvo una evidencia más drástica todavía en la crisis bancaria japonesa de hace algunos años en la que se llevó la política monetaria hasta el límite y el impacto fue escaso. Tal como indiqué en otras ocasiones, hay

que tener sumo cuidado de no pedirle demasiado a la política monetaria porque se corre el riesgo de sumar presiones inflacionarias a la economía.

En tercer lugar, ¿cómo hace un banco central para reconciliar objetivos potencialmente conflictivos bajo un mandato tripartito? Por ejemplo, es probable que los bancos centrales tengan que ocuparse de muchas cosas además de la crisis financiera. En la situación actual, experimentamos un *shock* financiero serio sumado a un aumento de la inflación a nivel global. Frente a la aceleración de la inflación, es importante que no calibremos la política para ocuparnos principalmente de la crisis financiera si ello implica comprometer de manera irrazonable nuestra capacidad para cumplir nuestro mandato de la estabilidad de precios. En los Estados Unidos, la inflación subyacente del PCE (gasto personal de consumo) estuvo por encima de la mayoría de las definiciones de estabilidad de precios durante los últimos cuatro años y está destinada a subir más en el corto plazo. La postura de política actual hará que nos resulte difícil cumplir nuestro mandato de estabilidad de precios a largo plazo aunque esté comprensiblemente calibrada para responder a la crisis financiera inmediata.

Por último, ¿cómo puede un banco central implementar un mandato de estabilidad financiera y mantener simultáneamente la independencia necesaria para cumplir de manera activa sus restantes mandatos? Tal como señalé antes, en medio de una crisis financiera, es probable que un banco central se vea alentado a tomar medidas de naturaleza fiscal o que afectan de manera directa la asignación del crédito porque brindan asistencia o liquidez a instituciones, mercados o instrumentos financieros específicos. Por consiguiente, estas medidas afectan las expectativas de que se tomen medidas similares en el futuro y ocasionan presiones políticas que confirman esas expectativas para el futuro. En estas circunstancias, el banco central debe ser plenamente conciente de los difíciles *trade-offs* entre la estabilidad financiera y el mandato de la estabilidad de precios, en especial cuando, como es el caso de EE.UU., el banco central no tiene un objetivo formal para la estabilidad precios.

Conclusiones

Me gustaría concluir subrayando la aplicabilidad más amplia de los temas que analizamos hoy. Aunque mis comentarios se focalizaron principalmente en la Reserva Federal norteamericana, creo que muchos de los problemas planteados por este período de tensión financiera tienen implicancias importantes para otros bancos centrales a medida que la liberalización y el desarrollo del mercado financiero sigan su curso en todo el mundo. Mantener la estabilidad financiera en un sistema financiero cambiante es sin duda una tarea difícil y, para

ser realistas, habrá otras crisis financieras en el futuro independientemente de los esfuerzos que hagamos para evitarlas. Para resolver estas cuestiones hace falta un delicado equilibrio entre los mercados y la intervención a través de la política, y también el reconocimiento de las importantes implicancias macroeconómicas para los bancos centrales. Si bien casi no cabe duda de que los bancos centrales seguirán siendo responsables de la estabilidad financiera futura, los acontecimientos recientes plantean preguntas importantes sobre cómo debería implementarse este mandato.

Por último, para que una economía de mercado funcione de la mejor manera, ésta debería hacer su mayor esfuerzo para encontrar el punto de equilibrio entre estabilidad financiera y un entorno de precios estables y, al hacerlo, debe poder permitir que las instituciones individuales fracasen. El tema de “demasiado grande para caer” adquirirá una mayor importancia a medida que la consolidación de la industria financiera crezca tanto en tamaño como en alcance en las próximas décadas.

Lecciones de política económica de la actual crisis financiera

Panel IV

José Antonio Ocampo Gaviria³⁵
(Profesor - Universidad de Columbia)

Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

Introducción

La característica distintiva de la inestabilidad financiera actual es que se originó en el centro del sistema económico mundial. Ya a fines de 2008 quedaba claro que era la peor crisis financiera desde la Gran Depresión y la peor recesión global desde la Segunda Guerra Mundial. Para los países en desarrollo, la crisis se combinó con deficiencias estructurales en el funcionamiento del sistema financiero y monetario global, en especial los fuertes *shocks* procíclicos que enfrentan estos países y la necesidad de acumular grandes cuantías de reservas internacionales para dar un espacio, aunque sea limitado, para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas.

Las expectativas iniciales del FMI de que la economía mundial no sufriría una recesión significativa y, en particular, que los países en desarrollo podrían “desacoplarse” de la recesión de los países industrializados, ahora sólo parecen como un espejismo. Aunque el dinamismo endógeno de China sigue siendo la mejor apuesta, ni siquiera esta economía resultó inmune al impacto de la crisis. Los países en desarrollo aprendieron de las crisis previas que dejar que la abundancia de divisas genere una gran apreciación del tipo de cambio durante las épocas de auge es la receta para una crisis posterior. Muchos eligieron, por ello, acumular las entradas extraordinarias de capital y parte de los mayores ingresos de exportaciones durante el auge reciente como reservas internacionales y fondos de riqueza soberanos. Sin embargo, esta decisión racional de “autoasegurarse” frente a las crisis pudo haber contribuido a empeorar los desequilibrios de pagos globales y, aunque aportó espacio para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas en los países en desarrollo, éste ha sido más limitado de lo previsto.

Este documento analiza las implicaciones de política económica de estas dos características centrales de la crisis actual. La sección I centra su atención en la

35. Profesor y Miembro del Comité sobre Pensamiento Global de la Universidad de Columbia.

ausencia de un marco anticíclico para la regulación. La sección II analiza las implicaciones mundiales del “autoaseguramiento” masivo de los países en desarrollo. La última sección presenta algunas conclusiones.

I. La necesidad de contar con marcos regulatorios anticíclicos

En contra de lo que han señalado los análisis económicos ortodoxos en las últimas décadas –que los mercados financieros tienden a estabilizarse por sí mismos y a suavizar el comportamiento del consumo y, en términos más amplios, el gasto–, muchos economistas han resaltado, desde fines de los años noventa, el fenómeno opuesto, al cual han denominado “exuberancia irracional” y, su contraparte, el “pesimismo injustificado”.³⁶ El “contagio” y el “comportamiento de manada” que subyacen a estos ciclos de auge y colapso financiero se han manifestado a lo largo de la historia en fases sucesivas de “apetito por el riesgo” (o, quizás más apropiadamente, subestimación de los riesgos) y “fuga hacia la calidad” (aversión al riesgo), para utilizar la terminología de los mercados financieros. Estos ciclos siguen la dinámica endógena inestable analizada por Minsky (1982), quien sostenía que los auges financieros generan una confianza creciente de los agentes de mercado que se refleja en una excesiva acumulación de riesgos –tanto mayor como más prolongado sea el auge–, que deriva finalmente en una crisis. Más recientemente, White (2005) sugirió una explicación similar y subrayó como la “búsqueda del rendimiento”, que caracteriza a los entornos de bajas tasas de interés, genera incentivos para la creación de crédito, operaciones de *carry trade* y apalancamiento creciente, todo lo cual genera con facilidad burbujas de precios de activos. La explosión de estas burbujas abre las puertas a la segunda fase del ciclo.

Muchos factores explican este comportamiento. Los principales agentes del mercado –bancos comerciales y de inversión, agencias calificadoras de riesgo, instituciones financieras internacionales– utilizan las mismas fuentes de información y suelen reafirmar las interpretaciones de los datos y acontecimientos que realizan las demás. Dado que a estos actores se les considera como “mejor informados”, los restantes agentes del mercado siguen generalmente sus pasos, consolidando de este modo la conducta de manada. Dicha conducta aumenta la volatilidad que se deriva del enfoque de corto plazo de muchas decisiones de mercado y prácticas operacionales. A su vez, los modelos de evaluación de riesgos tienden a usar variables determinadas por el mercado, como los precios de las acciones y los primas de riesgo crediticio, que suelen estar sesgadas

36. El término “exuberancia irracional” fue acuñado por Greenspan (1996). Ver también el libro clásico de Kindleberger (1978) y la obra más reciente de Schiller (2000).

hacia el optimismo durante los períodos de gestación de las burbujas y demasiado pesimistas después de su explosión. Más aún, el uso de modelos de riesgo similares sensibles a estas variables de mercado, junto con el referenciamiento competitivo (*benchmarking*) y la evaluación de los gerentes respecto de sus competidores, pueden agravar el comportamiento de manada y el sesgo de corto plazo de los agentes del mercado (Persaud, 2000). Si bien la práctica y obligación regulatoria de valorar los activos y pasivos a precios de mercado es buena desde el punto de vista de la transparencia, también aumenta la sensibilidad de todos los agentes del mercado a las variaciones de corto plazo de dichos precios.

Además, tal como lo ha resaltado la literatura macro-prudencial desde hace varios años, la regulación prudencial tradicional tiene sesgos procíclicos (véase, por ejemplo, Borio, Furfine y Lowe, 2001; Ocampo, 2003), que no sólo no se corrigieron sino que fueron profundizados por Basilea II. Un problema especialmente crítico son las provisiones (o reservas) por deudas de dudoso recaudo, que suelen estar ligadas al índice de morosidad actual o a las expectativas de corto plazo sobre él. En los ciclos alcistas, la morosidad es baja; esto, sumado a la consiguiente necesidad de constituir provisiones limitadas, alienta la toma de riesgos. Pero esto significa que un aumento súbito de la morosidad agota rápidamente las provisiones existentes durante las crisis. Las instituciones financieras tienen que usar el capital para cubrir las pérdidas pero, dado los requerimientos regulatorios, su capacidad para prestar es limitada y puede desencadenar una escasez de crédito. Una solución sería la obtención de capital pero esto suele ser complicado y costoso si la rentabilidad de la actividad financiera es baja, como tiende a serlo durante las crisis. También podrían vender algunos de sus activos, pero la liquidación simultánea de activos de las instituciones financieras, en especial activos percibidos como riesgosos, tiende a reducir su liquidez y ocasiona grandes pérdidas a los agentes que los venden en situaciones de pánico.

Un aspecto importante del “contagio” es la tendencia de los mercados a agrupar los activos, empresas y países en determinadas categorías de riesgo. Más allá de la validez de esta práctica, esta agrupación se convierte en una “profecía autocumplida”: los acontecimientos que ocurren en una empresa o país pasan a ser vistos como “representativos” de una clase de activos y, por lo tanto, generan reacciones que afectan a los restantes integrantes del grupo. Por ejemplo, tal como demuestra la experiencia de los mercados emergentes, incluso los países con condiciones fundamentales (*fundamentals*) débiles pueden participar de los auges financieros y, del mismo modo, todos los países, más allá de sus condiciones básicas, sufren luego de interrupciones súbitas del financiamiento externo (Calvo y Talvi, 2008).

El comportamiento de manada ocurre incluso en épocas normales pero es devastador durante los períodos de gran incertidumbre, en los que la “información” se torna poco confiable y las expectativas volátiles. De hecho, la “información” subyacente al pánico podría ser objetivamente imprecisa o incorrecta y, aún así, prevalecer. La corrección drástica de las expectativas ha desencadenado numerosas crisis en los países industriales –el colapso del mercado bursátil de la tecnología a principios de 2000, la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos a mediados de 2007 y la crisis financiera generalizada de septiembre de 2008– así como en los mercados emergentes –en particular la crisis de la deuda de América Latina de los años ochenta y las crisis asiática y rusa de 1997-1998–.

El desarrollo de los mercados de derivados financieros e instrumentos relacionados abrió la puerta a la formación específica de precios para distintos riesgos y a la expansión de las técnicas de cobertura. Sin embargo, este proceso no necesariamente elimina o reduce el riesgo; puede transformarlo y redistribuirlo entre diferentes tenedores y mejorar la eficiencia, si los riesgos se transfieren a los agentes del sistema financiero que mejor los administran. No obstante, al mismo tiempo, el proceso dificulta la evaluación de los riesgos subyacentes (Knight, 2004) y puede terminar transfiriendo el riesgo a los sectores del sistema financiero en los que la regulación y supervisión son más débiles o a agentes con un excesivo “apetito por el riesgo” y altos niveles de apalancamiento, que apuestan a obtener ganancias extraordinarias durante las fases favorables del ciclo económico. Por lo tanto, aunque el crecimiento acelerado de los mercados de derivados ayudó a reducir los riesgos a nivel microeconómico, pudo haber aumentado la inestabilidad macroeconómica. En las palabras de Dodd (2008), y en relación con los flujos de capital hacia los países en desarrollo, si las entradas de corto plazo son “dinero caliente”, bajo condiciones críticas los derivados pueden transformarse en “dinero de microondas” (*microwave money*) y acelerar y magnificar las respuestas del mercado a los cambios repentinos de expectativas.

Los derivados y la titulación sacaron a muchos activos financieros de los balances de las instituciones financieras. Además, facilitaron el crecimiento de los agentes no bancarios y equipararon las actividades de los bancos y de los inversores institucionales no bancarios. El hecho de que hubiera menos riesgo concentrado en los bancos indicaba que había más activos en los balances de las instituciones no sometidas a modelos de capital consolidado basados en el riesgo (Geithner, 2004). La regulación débil de las transacciones fuera de los balances y la fuerte oposición a regular los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*) contribuyeron a la gestación de inestabilidades potenciales. El tamaño creciente de las principales instituciones financieras, producto de la consolidación y la diversidad de actividades de las que participaban, potenció el impacto del fracaso de intermediarios sistémicamente importantes.

Todas estas tendencias se reflejaron en los vínculos crecientes entre los distintos segmentos del sistema financiero mundial: entre las instituciones financieras y los mercados, entre los diferentes tipos de instituciones financieras, y entre los países. Los vínculos financieros se vieron fortalecidos, además, por la liberalización de los flujos de capital internacionales y la desregulación de los mercados financieros internos. A su vez, la creciente correlación derivó en una mayor correlación entre los cambios que se producían en el mercado, limitando el espacio para una diversificación efectiva del riesgo. Esto tuvo implicaciones significativas para las relaciones entre los acontecimientos macroeconómicos y financieros. Según la literatura macro-prudencial, los riesgos *macroeconómicos*, asociados a las variaciones en la actividad económica, las tasas de interés y los tipos de cambio, suelen prevalecer sobre las ventajas *microeconómicas* de la diversificación del riesgo. A su vez, el surgimiento de una esfera financiera mucho más grande, compleja e interrelacionada, significó que los problemas del sistema financiero tuvieran consecuencias para la economía real mucho mayores que en el pasado.

El déficit regulatorio agravó todos estos problemas. Los vínculos entre los diferentes segmentos del mercado y la similitud de prácticas entre los distintos agentes tornaron relativamente irrelevantes a las divisiones tradicionales entre distintos tipos de intermediarios, como quedó claro con la crisis de los bancos de inversión norteamericanos. Este déficit puede percibirse tanto en los agentes como en los activos. En el primer caso, hubo sin duda una regulación inadecuada de algunas prácticas de los agentes que, de otro modo, hubieran estado bien reguladas (transacciones fuera del balance en los bancos comerciales, por ejemplo), pero hubo también agentes que concentraron altos niveles de riesgo (como los bancos de inversión de EE.UU. y los *hedge funds*). En el segundo caso, un sinnúmero de activos evitó la regulación, desde los activos titularizados hasta los derivados. Por consiguiente, debemos pensar seriamente en cómo fortalecer la regulación y decidir si el foco debe estar puesto en los agentes o en las clases de activos y, de ser posible, en los dos.

Independientemente de que nos focalicemos en los agentes o los activos, un elemento vital en cualquier esfuerzo de reforma es el apalancamiento o, su contraparte: el respaldo de capital de las instituciones financieras en un sentido amplio, incluidas las provisiones. En este aspecto, *la característica más problemática de las finanzas es que son, por naturaleza, procíclicas*: los riesgos se acumulan durante los períodos de auge y sólo son evidentes cuando éstos llegan a su fin. En ese momento se descubre que los sistemas financieros están seriamente subcapitalizados en relación con los riesgos que han asumido. Éste es el fundamento de la recomendación más elemental para mejorar la regulación: *las regulaciones prudenciales deben tener un fuerte componente anticíclico*.

Este tema fue desestimado en el pasado, excepto por la literatura macro-prudencial antes mencionada. Por el contrario, tal como señalamos, uno de los principales problemas de la legislación actual, incluyendo a Basilea II, es que es procíclica, incluyendo los patrones procíclicos de las calificaciones crediticias, el uso amplio de la valoración a precios de mercado, que tiende a relacionar los auges de precios de activos con un aumento en los niveles de apalancamiento y posiciones especulativas abiertas, y los modelos de evaluación de riesgo que, debido a su diseño similar, suelen generar una mayor volatilidad en el mercado. Afortunadamente, el reciente Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales (BPI, 2008) colocó este tema como eje de los esfuerzos de reforma.

Esto requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación y supervisión prudencial con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas que compensen el comportamiento procíclico de los mercados financieros. Las recomendaciones básicas son aumentar el capital y/o las provisiones por deudas de dudoso recaudo durante los auges y evitar que la valoración a precios de mercado de los activos alimente el excesivo apalancamiento, limitando, por ejemplo, el valor de los activos que pueden utilizarse para respaldar créditos o emisiones de bonos. La introducción de una perspectiva anticíclica en la regulación prudencial sería muy útil para superar algunas de las principales críticas a Basilea II. También implica que debería instarse a las instituciones financieras a adoptar prácticas de gestión del riesgo capaces de seguir de manera más apropiada la evolución del riesgo durante todo el ciclo económico y que no sean demasiado sensibles a las variaciones de corto plazo de los precios de los activos.

A partir del sistema introducido por España en el año 2000, propuse hace un tiempo (Ocampo, 2003) adoptar los principios de la industria de los seguros para las provisiones por deudas de dudoso recaudo en el ámbito bancario. Los bancos suelen constituir provisiones muy cerca de la fecha en la que se supone que los préstamos vencen y se espera que no sean pagados. En cambio, la industria de los seguros constituye las provisiones cuando se emite la póliza de seguros. La analogía para los bancos consistiría en constituir las provisiones cuando *se desembolsan los préstamos* y no cuando *se estima* que no serán repagados.

En este sistema, las provisiones se constituyen durante los períodos de auge y pueden acumularse en un fondo, al que podría recurrirse en épocas de crisis para cubrir los préstamos incobrables. Este tipo de acción contrarresta el ciclo financiero porque permite un aumento procíclico del capital propio junto a las provisiones de los bancos durante los auges, para tener más capacidad de manobra para administrar las pérdidas durante las crisis. En términos estrictos, este sistema es neutro respecto del ciclo y no anticíclico porque, en esencia, respeta

el comportamiento procíclico de los préstamos; aún así, representa un importante avance con respecto a las prácticas actuales.

Una alternativa, propuesta por Goodhart y Persaud (2008), es aumentar los requerimientos de capital y no las provisiones durante los períodos de auge. En parte, es una respuesta a las objeciones de los contadores a autorizar la constitución de provisiones con base en las pérdidas esperadas de determinadas clases de activos y no de préstamos individuales. Aunque esta alternativa es aceptable, termina confundiendo la función del capital, que se supone debe cubrir las pérdidas *imprevisibles*, con la función de las provisiones, que es cubrir las pérdidas *previsibles* (en este caso, durante todo el ciclo económico).

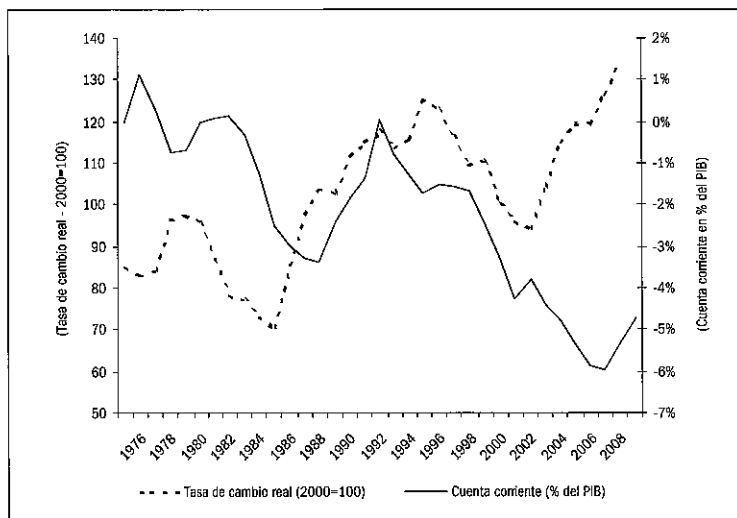
También sería recomendable contar con normas anticíclicas más directas en relación con los cambios en la exposición del crédito de las instituciones financieras. En particular, se podría pedir a dichas instituciones que hagan provisiones generales o específicas por sector, o que endurezcan las prácticas de préstamo cuando hay un crecimiento excesivo del crédito en comparación con un punto de referencia específico o una tendencia a prestar a sectores sujetos a fuertes oscilaciones cíclicas. En los países en desarrollo, se debería aplicar una práctica similar al crecimiento de los préstamos en moneda extranjera otorgados a los sectores que producen bienes no transables y que, por lo tanto, generan descalces de moneda en las carteras. De hecho, todos los descalces de plazo y moneda en los balances y en los flujos de ingresos y pagos esperados deberían estar sujetos a provisiones.

Más allá de los cambios en la regulación, es necesario fortalecer la gobernabilidad global en el área de la regulación financiera, tal como lo han sugerido Eatwell y Taylor (2000), entre otros. Esto podría derivar en la creación de un regulador financiero mundial o una red efectiva de reguladores financieros, que es quizá la mejor opción en un mundo con tradiciones regulatorias heterogéneas. Cualquier sistema debe brindar una representación adecuada a los países en desarrollo. En este territorio, una reforma mínima consistiría en dar a estos países una participación equitativa en el Foro sobre Estabilidad Financiera (que ahora se ha logrado para los miembros del Grupo de los 20), el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria e instituciones similares.

II. El origen del “autoaseguramiento” de los países en desarrollo

Una característica importante de la crisis actual es que fue precedida por casi una década de grandes déficits de cuenta corriente en Estados Unidos (véase el Gráfico 1). La capacidad de los EE.UU. para financiar un déficit persistente de esta magnitud se relaciona con la naturaleza del sistema global de reservas,

Gráfico 1. Estados Unidos: cuenta corriente vs. tipo de cambio real



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. Un aumento del tipo de cambio real significa una depreciación.

en especial el papel del dólar como principal moneda de reserva e instrumento de pagos internacionales. El sistema de reservas también puede verse, aunque sólo de manera secundaria, como uno en el cual compiten entre sí distintas monedas nacionales alternativas como moneda de reserva (y una moneda regional en el caso del euro).

A principios de los años sesenta, Robert Triffin (1961) señaló con precisión que un sistema *internacional* de reservas basado en la moneda *nacional* de la economía dominante es, por naturaleza, inestable porque conduce a ciclos de confianza en la moneda de reserva. Durante una fase del ciclo, Estados Unidos presenta déficits e inunda al mundo con activos en dólares. A ella le sucede una fase en la que adopta políticas monetarias contractivas destinadas, al menos en parte, a recuperar la confianza en el dólar como moneda de reserva. De hecho, Estados Unidos experimentó tres ciclos de este tipo desde los años sesenta. El Gráfico 1 resume la evolución conjunta de la cuenta corriente y el tipo de cambio real del dólar norteamericano durante los últimos dos ciclos. En esta oportunidad, nos focalizaremos en el ciclo más reciente.

Los crecientes déficits nacionales (en especial de los hogares) y la apreciación del dólar norteamericano en la segunda mitad de la década de los noventa

están detrás del deterioro de la cuenta corriente norteamericana. No obstante, la gran magnitud de los desequilibrios alcanzados desde fines de los años noventa fue generada también por una pronunciada divergencia entre el crecimiento económico de Estados Unidos y el del resto del mundo durante una coyuntura caracterizada por una fuerte desaceleración de buena parte de los países en desarrollo y las economías de transición inducida por las crisis asiática y rusa de 1997-1998.

La persistencia de altos déficits en cuenta corriente durante los períodos de auge posteriores refleja, en parte, otro fenómeno externo: la gran demanda de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo. Esta explicación es importante para entender por qué la tendencia a la depreciación del dólar a partir de 2003 no estuvo acompañada, como ocurrió en la segunda mitad de la década de los ochenta, por una fuerte corrección de los desequilibrios de la cuenta corriente norteamericana. Hay dos interpretaciones alternativas de este resultado. La primera subraya el papel de las políticas “mercantilistas” vinculadas al crecimiento impulsado por las exportaciones en los países en desarrollo, especialmente asiáticos, que genera una fuerte preferencia por utilizar tipos de cambio subvaluados como política de desarrollo. La segunda interpreta estos acontecimientos a partir de la gran demanda de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo para protegerse de un mundo que carece de un buen “seguro colectivo” contra las crisis de la balanza de pagos, un fenómeno al que se ha venido a denominar el “autoaseguramiento”.

La primera de estas interpretaciones fue propuesta por la literatura del “Segundo Bretton Woods” (vea Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003).³⁷ De acuerdo con esta escuela de pensamiento, las decisiones “mercantilistas” de los países asiáticos (y posiblemente de otros países en desarrollo) de evitar la apreciación del tipo de cambio y, de esta manera, sostener los modelos de crecimiento impulsados por las exportaciones también implicaron que estaban dispuestos a seguir financiando los déficits en cuenta corriente de EE.UU. Según las autoridades de estos países, los beneficios económicos de los tipos de cambio estables y competitivos superan los costos de la acumulación de reservas. A su vez, la constante acumulación de reservas en dólares por parte de los bancos centrales permitió a Estados Unidos depender de la demanda interna para impulsar su crecimiento económico.

Esta interpretación omite algunos aspectos importantes de la dinámica macroeconómica mundial, en especial el patrón procíclico de los flujos de capital hacia

37. El actual presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos sostenía una idea similar según la cual la economía mundial se vio afectada por un “exceso de ahorros” durante el período de auge.

los países en desarrollo y las respuestas de política de estos países a la volatilidad y a la administración de los *shocks* de términos de intercambio favorables que se consideran transitorios. En este sentido, las respuestas de política a la volatilidad financiera pueden entenderse como reacciones a una deficiencia importante de la arquitectura financiera mundial, que quedó clara con la crisis de la deuda de América Latina en la década de los ochenta y las crisis asiática y rusa de 1997-1998: la falta de instituciones globales adecuadas para administrar las crisis financieras en el mundo en desarrollo (y, quizás, las crisis financieras en general). De acuerdo con esta perspectiva, el “autoaseguramiento” es una respuesta racional de los países a la ausencia de un seguro colectivo apropiado. Es importante agregar que la percepción de buena parte del mundo en desarrollo de que el único seguro colectivo disponible –los préstamos de emergencia del FMI– no es aconsejable porque conlleva una condicionalidad excesiva e invasiva agrava el problema. Además, los recursos de los que dispone el Fondo se consideran demasiado pequeños en comparación con el tamaño de las crisis actuales, generadas sobre todo por interrupciones súbitas del financiamiento externo.

La naturaleza de los problemas que enfrentan los países en desarrollo se relaciona con la forma en que la inestabilidad financiera afecta a las distintas categorías de agentes. Los agentes que se perciben como prestatarios riesgosos están sujetos a fuertes oscilaciones en la disponibilidad y el costo del financiamiento: se benefician con el “apetito por el riesgo” pero experimentan *shocks* adversos desproporcionados como resultado de la “fuga hacia la calidad”. Estos agentes más riesgosos incluyen tanto a algunos agentes nacionales de los países industrializados (pequeñas y medianas empresas y hogares más pobres) como, a nivel mundial, a los mercados emergentes (y, en términos más generales, a los países en desarrollo). Esto implica, utilizando la terminología de Frenkel (2008), que la integración de los países en desarrollo a los mercados financieros globales es siempre una integración *segmentada*, es decir, es la integración a un mercado segmentado según la categoría de riesgo en la que quedan agrupados los prestatarios, y en la que los prestatarios de alto riesgo están sujetos a fuertes patrones procíclicos.

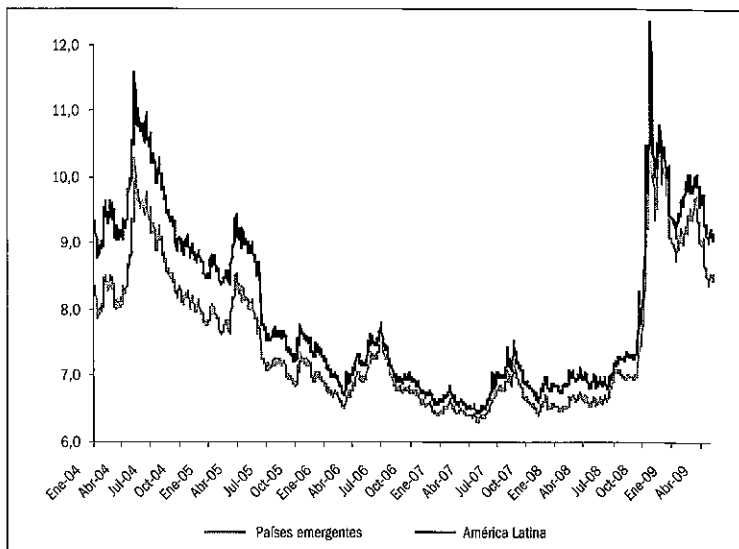
Es importante subrayar que la volatilidad que enfrentan los países en desarrollo va más allá del comportamiento errático de los flujos de capital de corto plazo o del intenso movimiento ascendente de las primas de riesgo y de los períodos de interrupción total del financiamiento observados durante las crisis mexicana, asiática y rusa, o después del colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Estos países enfrentan, sobre todo, ciclos de *mediano plazo* en la disponibilidad y los costos del financiamiento. Desde mediados de los años setenta, ha habido tres ciclos completos de mediano plazo: un auge de financiamiento externo en la segunda mitad de los años setenta, seguido por

una crisis de deuda importante en la década de los ochenta; otro auge en 1991-1997, seguido por una reducción pronunciada de los flujos de capital después de las crisis asiática y rusa de 1997-1998; y un nuevo auge desde el 2003, en particular desde mediados de 2004, que finalizó con la crisis financiera generalizada que hizo erupción a mediados de septiembre de 2008.

Es interesante señalar, en cualquier caso, que los ciclos de mediano plazo están acompañados por ciclos de más corto plazo. Durante el auge reciente hubo cuatro fases de turbulencia de corto plazo, según se refleja en la evolución de los rendimientos de los bonos de los mercados emergentes, dos de ellas específicas a dichos mercados: marzo/mayo de 2005, cuyo epicentro fue Estados Unidos; mayo/junio de 2006, como resultado de las perturbaciones originadas en Shanghai; el tercer trimestre de 2007, como parte de la crisis de las hipotecas de baja calidad en los EE.UU.; y de junio de 2008 en adelante, como resultado de la caída de los precios de los productos básicos (Gráfico 2). La más reciente y severa, que se inicia a mediados de septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, debe considerarse, como ya se ha señalado, como el final del período de auge.

La característica más problemática de estos cambios es que generan efectos procíclicos en las principales variables macroeconómicas –tipos de cambio, tasas

Gráfico 2. Rendimientos de los bonos de los países emergentes



Fuente: JPMorgan.

de interés, crédito interno y precios de los activos– y limitan, al mismo tiempo, el margen de maniobra de política que tienen los países en desarrollo para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas.³⁸ Para estos países, la volatilidad de la cuenta de capital se ha convertido en una de las principales fuentes –y, para muchos, la principal fuente– de inestabilidad macroeconómica *real* (Stiglitz *et al.*, 2006). Hay evidencias empíricas abrumadoras de que los flujos de capital hacia los países en desarrollo son procíclicos y, por lo tanto, exacerbaban los auges y las recesiones, en lugar de morigerarlos (Prasad *et al.*, 2003). Podría considerarse que ésta es la principal asimetría financiera y macroeconómica que enfrentan los países en desarrollo en el actual sistema financiero mundial.

Las acciones de política económica que los países en desarrollo pueden adoptar apuntan a corregir el origen directo de las turbulencias –la volatilidad de la cuenta de capital– o sus efectos macroeconómicos. En el primer caso, las políticas pueden incluir combinaciones variables de: (i) acumulación de reservas internacionales durante los auges como “autoaseguramiento” contra la menor disponibilidad de financiamiento durante la crisis posterior, con la correspondiente intervención en los mercados cambiarios para ayudar a morigerar la volatilidad del tipo de cambio; (ii) adopción de regulaciones de la cuenta de capital de carácter administrativo (controles) o basadas en el precio (encajes o gravámenes al financiamiento externo); y (iii) administración de los pasivos externos (reducción de la deuda externa del sector público o mejoras en su estructura de plazos durante los auges y modificación de la mezcla de endeudamiento interno *versus* externo del sector público de manera anticíclica). El segundo caso incluiría políticas fiscales anticíclicas, fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial –provisiones o requisitos de capital anticíclicos, y mecanismos para reducir los descalces de plazos y moneda– y utilizar el margen de maniobra que proveen las intervenciones en la cuenta de capital para adoptar una política monetaria anticíclica (Ocampo, 2003 y 2008; Stiglitz *et al.*, 2006).

Sin embargo, todas estas acciones tienen su costo. La acumulación de reservas internacionales como “autoaseguramiento” genera pérdidas cuasifiscales que son particularmente cuantiosas en economías con una alta prima riesgo-país y, en términos más generales, altas tasas de interés internas. También están sujetas a las ganancias y pérdidas de capital asociadas a las variaciones en los tipos de cambio entre las principales monedas de reserva. Las regulaciones de las cuentas de

38. Uso el término “procíclico” para referirme a una variable con *efectos* procíclicos en la actividad económica. Esto difiere del uso tradicional del término, según el cual una variable tiene un comportamiento procíclico cuando sube durante un auge y cae durante una crisis. Por ejemplo, las primas de riesgo de un país en desarrollo se comportan, según los criterios tradicionales, de un modo anticíclico (caen durante el auge y suben durante una crisis), pero tienen un efecto procíclico sobre la actividad económica. Por esta razón considero a esa variable como “procíclica”.

capital pueden ser efectivas para brindar un margen de maniobra a las políticas monetarias anticíclicas (un efecto que se ignora generalmente en la literatura económica ortodoxa), pero estos beneficios podrían ser sólo temporales y, en general, podría resultar imposible aislar a la economía de las fuertes oscilaciones del mercado internacional de capitales (véase, por ejemplo, Ocampo y Palma, 2008). Las regulaciones prudenciales más estrictas suelen aumentar el costo de la intermediación financiera y restringir el desarrollo de nuevos servicios financieros. Además, muchas acciones regulatorias que adoptan las economías emergentes para gestionar los riesgos terminan cambiando los problemas subyacentes, en lugar de corregirlos. Un ejemplo es el desarrollo de los mercados internos de bonos, que eliminan los descaldes de moneda de los agentes que no tienen ingresos en divisas pero tienden a aumentar los descaldes de plazos debido al sesgo de corto plazo de los mercados de bonos de los países en desarrollo.

En el caso de las economías que han abierto su cuenta de capital, el mejor instrumento macroeconómico anticíclico es, sin duda, la política fiscal. Desde el punto de vista de la balanza de pagos, la política fiscal anticíclica debería estar acompañada durante los auges por acumulación de reservas internacionales o recursos en fondos de estabilización y soberanos de riqueza, inversiones líquidas en el exterior por parte del gobierno o una reducción de la deuda externa del sector público. No obstante, las políticas fiscales anticíclicas podrían involucrar rezagos prolongados en las decisiones de política y algunos rezagos adicionales para hacer sentir los efectos macroeconómicos, que van a contramano de la necesidad de enfrentar los *shocks* fuertes y repentinos que se originan en la cuenta de capital.

Además, estas políticas enfrentan restricciones de economía política. Estas restricciones están relacionadas, en primer término, con el hecho de que es difícil defender durante los auges políticas fiscales anticíclicas para compensar la “exuberancia” del sector privado, en especial si esta exuberancia beneficia a los segmentos más ricos de la sociedad de los países en desarrollo (Marfán, 2005). También existen los problemas típicos de inconsistencia intertemporal: los grandes ahorros del sector público pueden generar, durante los auges, fuertes incentivos políticos para gastarlos (por ejemplo, la presión que enfrentó Chile cuando acumuló un importante ahorro fiscal durante el reciente auge de precios del cobre) o para dilapidarlos bajo la forma de recortes impositivos insostenibles (la experiencia de Estados Unidos durante la última década). De cualquier modo, la evidencia demuestra que las políticas fiscales procíclicas son la regla y no la excepción en el mundo en desarrollo (Kaminsky *et al.*, 2004).

Las restricciones a la adopción de políticas monetarias anticíclicas son aún más fuertes en ausencia de controles efectivos de los flujos de capital. La razón

básica es que el arbitraje fija un piso a la tasa local que tiende a generar un comportamiento macroeconómico procíclico (Ocampo, Rada y Taylor, 2009). Este piso es la tasa de interés de paridad, determinada por la evolución de la tasa de interés de referencia del financiamiento externo (generalmente los títulos del Tesoro de los EE.UU.), la prima de riesgo y la depreciación esperada del tipo de cambio (o menos la apreciación esperada).³⁹ Dado que la prima de riesgo y la depreciación esperada del tipo de cambio tienden a aumentar durante las crisis, resulta difícil reducir las tasas de interés internas. A su vez, las reducciones de las primas de riesgo están acompañadas por una apreciación del tipo de cambio durante los períodos de auge. Estas tendencias dificultan el aumento de las tasas de interés internas en ambas fases del ciclo económico. Las autoridades monetarias podrían intentar aumentar la capacidad de maniobra para administrar las tasas de interés internas de manera anticíclica permitiendo un tipo de cambio flotante. Pero esto sólo desplaza el problema hacia el tipo de cambio, que se torna más volátil y, por consiguiente, genera incentivos inestables para los productores de bienes y servicios transables.

Por lo tanto, hay razones para sostener que las asimetrías financieras y macroeconómicas que afectan a los países en desarrollo son ineludibles. Sin embargo, dentro de la reducida capacidad de maniobra de estos países, hay fundamentos sólidos para defender la adopción de las políticas macroeconómicas anticíclicas disponibles. Esta lógica se origina en la volatilidad de la cuenta de capital, pero un fundamento similar es aplicable a los países exportadores de productos básicos primarios que enfrentan *shocks* de términos de intercambio. Desde un punto de vista más general, es posible sostener que los países en desarrollo deben gestionar el desempeño cíclico de los ingresos por exportaciones de manera anticíclica, lo que implica que las cuentas corrientes deberían mejorar a medida que aumentan los ingresos por exportaciones.

Los costos de los *shocks* de la cuenta de capital y los términos de intercambio que los países en desarrollo enfrentaron en el pasado los llevaron a fortalecer las políticas anticíclicas. La crisis asiática parece haber sido el punto de inflexión. El objetivo de las acciones de política ha sido la reducción de la volatilidad de la cuenta de capital y sus efectos macroeconómicos. Aunque la tendencia a largo plazo de las regulaciones de la cuenta de capital sigue avanzando hacia la liberalización, varios países introdujeron alguna forma de regulación durante el auge reciente de la cuenta de capital. Hubo avances tempranos en esta

39. En forma algebraica, supongamos que i es la tasa activa local, i^* es la tasa de endeudamiento externo, ρ es la prima de riesgo y \hat{e}^E es la tasa de depreciación esperada (el "sombrero" denota una tasa de crecimiento, $\hat{e} = (de / dt) / e$). Entonces, el arbitraje de tasa de interés tal como se lo describe en el texto dará origen a la ecuación $i = i^* + \rho + \hat{e}^E$.

dirección en Argentina, Colombia y Tailandia. También se vienen utilizando de manera creciente otras políticas anticíclicas, incluyendo una regulación prudencial más sólida (instrumentos específicos para mitigar los descalces de moneda), la promoción de los mercados de bonos en moneda nacional, una administración activa de los pasivos externos y la decisión (en algunos países) de adoptar políticas fiscales anticíclicas. Sin embargo, la más importante fue la acumulación de grandes cuantías de reservas internacionales durante el auge reciente.

Los motivos “mercantilistas” de esta acumulación, que fueron subrayados por la literatura del “Segundo Bretton Woods”, pueden ser parte de la explicación, así como la ausencia de mecanismos de coordinación apropiados para las políticas cambiarias en economías impulsadas por las exportaciones, que generan incentivos para que cada una de ellas subvalúe su tipo de cambio. No obstante, la literatura reciente está definitivamente a favor del “autoaseguramiento” como razón principal de la acumulación de reservas internacionales (véanse, por ejemplo, Aizenman y Lee, 2007; Ocampo, Kregel y Griffith-Jones, 2007: capítulo IV; Wyplosz, 2007).

Además, esta literatura señala que la razón principal para el autoaseguramiento contra las crisis financieras va más allá de la regla de Guidotti (también conocida como la regla de Greenspan-Guidotti-Fisher) que sostiene que los países deberían mantener una cantidad de reservas internacionales equivalente, como mínimo, a los pasivos externos de corto plazo. En realidad, la evidencia indica que los riesgos generados por la liberalización de la cuenta de capital son mucho más grandes que los riesgos vinculados con los pasivos de corto plazo: la administración del ciclo de mediano plazo del financiamiento externo que enfrentan los países en desarrollo es un desafío de igual o mayor envergadura. Esto significa que debería haber una demanda preventiva de reservas internacionales que sea proporcional a los pasivos externos *totales*, y que dicha proporción debería ser mayor cuanto más abierta sea la cuenta de capital. La evidencia disponible es consistente con esta visión. Pero, además, el reciente auge de los mercados de productos básicos y, en términos más generales, de los ingresos por exportaciones, llevó a los países en desarrollo a ahorrar una porción de los ingresos por exportaciones adicionales. Dado que el mundo en desarrollo experimentó un desempeño excepcional en sus exportaciones en los últimos años, estas políticas anticíclicas fueron una respuesta apropiada.

Si bien esta práctica ha sido más intensa en Asia del Este y los países del Golfo, también se ha diseminado por todo el mundo en desarrollo. En la mayoría de las regiones, la cuenta de capital ha sido la fuente principal de acumulación de reservas. De hecho, podemos diferenciar en tal sentido tres tipos de países

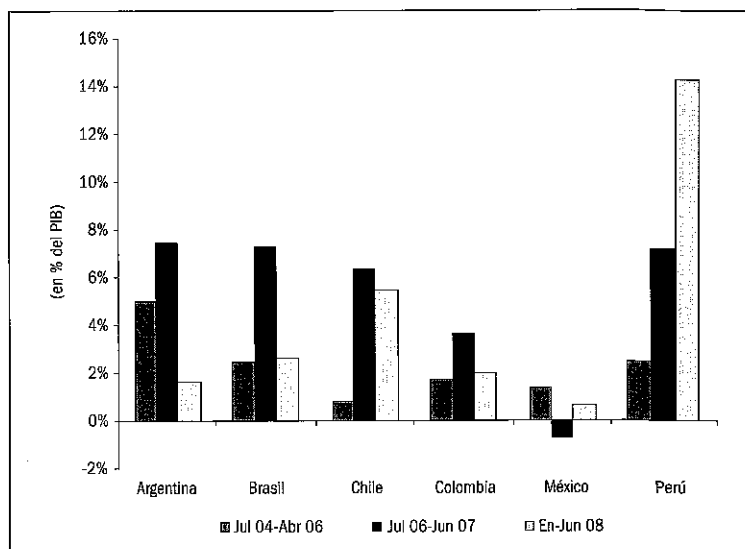
en desarrollo. El primer grupo incluye a países con déficit de cuenta corriente, cuya única fuente de acumulación de reservas son las entradas de capitales. Es el grupo más grande e incluye a regiones enteras (Europa Central y del Este), importantes economías en desarrollo como India, Turquía, Brasil (hacia el final del auge) y también a muchos países más pequeños. El segundo grupo abarca a países que combinan superávit de la cuenta corriente y la cuenta de capital; el ejemplo más importante es China. El tercer grupo incluye básicamente a los exportadores de energía, con sólidos superávits de cuenta corriente, que son exportadores netos de capital.

La experiencia de los seis países grandes y medianos de América Latina (los siete más grandes excluyendo a Venezuela, que está dentro de la categoría de exportadores netos de capitales) confirma estas observaciones. Sobre la base de un trabajo anterior (Ocampo, 2007), podemos diferenciar tres episodios de “exuberancia” de los flujos de capital durante el reciente auge. El primero, y más débil, comienza a mediados de 2004, cuando las primas de riesgo empezaron a caer de manera consistente a niveles similares a los anteriores a la crisis asiática, y se extiende hasta abril de 2006, cuando los mercados emergentes se vieron afectados por turbulencias originadas en Shanghai. Durante este episodio, los flujos netos de capitales empezaron a mostrar una tendencia alcista, pero el superávit de cuenta corriente también fue una fuente importante de acumulación de reservas.

El segundo episodio de exuberancia va de mediados de 2006 a mediados de 2007, cuando los mercados globales fueron sacudidos por la crisis de las hipotecas de baja calidad de Estados Unidos. Durante este período, los flujos netos de capitales se convirtieron en una verdadera inundación, particularmente durante el primer semestre de 2007, cuando dominaron la acumulación de reservas. Después de una interrupción durante el tercer trimestre de 2007, volvieron a ser cuantiosos en el último trimestre de ese año, alentados por los crecientes diferenciales de tasa de interés generados por las políticas adoptadas por EE.UU. para enfrentar su propia crisis financiera y los riesgos de una recesión. Entonces, los flujos netos de capitales se transformaron en la única fuente de acumulación de reservas cuando la cuenta corriente agregada de los seis países se tornó negativa (en realidad, en cuatro de ellos).

Tal como indica el Gráfico 3, la acumulación de reservas fue masiva en todos los países, con excepción de México. Los períodos de rápida acumulación coinciden en todos los casos con los auges de la cuenta de capital, en especial durante la segunda y la tercera fase de exuberancia. En el caso de Chile, la acumulación se produjo en los fondos de estabilización durante la segunda fase, y tanto en el banco central como en los fondos de estabilización durante la tercera. Argentina fue el caso más importante de acumulación de reservas durante la primera fase,

Gráfico 3. América Latina: acumulación de reservas como % del PIB



Fuente: Estimaciones del autor con base en las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. En el caso de Chile, se incluyen las transferencias a los fondos de estabilización según los datos del Ministerio de Hacienda de dicho país.

aunque debido más a un fuerte superávit en cuenta corriente y, por el contrario, fue uno de los que acumuló menos reservas durante la tercera, ya que el país comenzó a experimentar más bien una tendencia a la salida de capitales privados.

Esta respuesta de política de los países en desarrollo plantea, por supuesto, preguntas interesantes. Desde el punto de vista de los países individuales, el más importante es que la liberalización de la cuenta de capital obliga a los países en desarrollo a absorber las entradas netas de capitales en forma de reservas adicionales en divisas, es decir, a profundizar ambos lados de los balances nacionales con el exterior. Esto es costoso y, de algún modo, destruye la lógica de la liberalización de la cuenta de capital en primer lugar porque no hay transferencia de recursos al país ni tampoco hay ventajas en términos de la diversificación del riesgo, ya que los países sienten, después de todo, que necesitan “autoasegurarse” contra la posibilidad de una interrupción súbita del financiamiento externo.

A nivel internacional, sin embargo, la acumulación de reservas genera efectos de “falacia de composición” que alimentan los desequilibrios de pagos globales (Ocampo, 2007/8). De hecho, si un gran número de países en desarrollo sigue este camino, generará un superávit de cuenta corriente y una demanda adicional de

activos líquidos que tendrán efectos contractivos en la economía mundial a menos que estas acciones sean contrarrestadas por un déficit de cuenta corriente y una oferta de esos activos líquidos por parte de los países industrializados. Estados Unidos desempeñó estos papeles durante el auge reciente. Por lo tanto, la inestabilidad del sistema global de reservas está vinculada no sólo con la dinámica particular que crea en el país que brinda la principal moneda de reserva, sino también con un comportamiento fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y las altas demandas de “autoaseguramiento” que genera.

Por lo tanto, el “autoaseguramiento” es una forma costosa de protección para los países individuales y una fuente de inestabilidad para la economía global. Sin embargo, el problema no puede resolverse simplemente pidiéndole a los países en desarrollo que revalúen sus monedas para corregir los excedentes de sus balanzas de pagos. La experiencia pasada indica que ésta es una receta para crisis futuras. Es necesario resolver primero las fuentes de la demanda de “autoaseguramiento”, es decir el comportamiento excesivamente procíclico de los flujos de capital hacia el mundo en desarrollo y la falta de una oferta adecuada de seguro colectivo contra las crisis de la balanza de pagos. En este sentido, este problema tiene muchas similitudes con la inestabilidad que enfrentaron los sistemas bancarios nacionales en el pasado ante la ausencia de prestamistas nacionales de última instancia, lo que llevó a que los bancos centrales asumieran dicha función (Ocampo, 2002).

III. Conclusiones e implicaciones de política

Una implicación importante de este ensayo es que las dos dimensiones de la crisis global descritas aquí sólo pueden resolverse con soluciones globales.

Esto incluye, en primer término, reformas que reconozcan las implicaciones regulatorias de los vínculos entre la estabilidad macroeconómica y financiera. Esto indica que la regulación prudencial debe abandonar la noción de que la estabilidad de un sistema financiero es simplemente el resultado de la solidez de las instituciones financieras individuales. Requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación y supervisión prudencial con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas explícitas en dicha regulación y supervisión, que compensen la tendencia de los mercados financieros a comportarse de manera procíclica. Implica, además, que debería instarse a las entidades financieras a adoptar prácticas de administración del riesgo que sigan de cerca su evolución a lo largo de todo el ciclo económico y que no sean excesivamente sensibles a las variaciones de corto plazo de los precios de los activos.

En segundo lugar, también se deben corregir las causas del “autoaseguramiento” masivo de los países en desarrollo. Tal como analizamos, los determinantes básicos de esta práctica son el patrón fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y la limitada capacidad de maniobra para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que genera dicho comportamiento. El “autoaseguramiento” masivo, en la forma de acumulación de reservas internacionales, ha sido, por consiguiente, una respuesta racional de los países a un sistema que carece de un buen seguro colectivo contra las crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, esta respuesta racional a una deficiencia importante de la arquitectura financiera internacional generó efectos de “falacia de composición” que empeoraron aún más los desequilibrios de pagos globales. Un resultado similar fue generado por la decisión, también racional, de los países en desarrollo exportadores de productos básicos de acumular reservas internacionales para absorber parte de las mejoras cíclicas en sus términos de intercambio y, en general, de sus crecientes ingresos por exportaciones.

Por lo tanto, hace falta un nuevo sistema que abra el “espacio de política” para que los países en desarrollo puedan adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que requerirían una combinación de mecanismos que reduzcan el comportamiento procíclico de los flujos de capital y el diseño de mejores instrumentos globales para administrar las crisis financieras en el mundo en desarrollo. Por último, la gran demanda de reservas internacionales como “autoaseguramiento” tiene importantes dimensiones distributivas de carácter global, ya que genera una transferencia de recursos de las economías en desarrollo hacia los países que proveen las monedas de reserva –un fenómeno que se conoce como “ayuda inversa” (*reverse aid* –véase el informe de Zedillo publicado por Naciones Unidas, 2001). En síntesis, las reformas son esenciales para corregir esta grave inequidad del actual sistema global de reservas.

Referencias

Aizenman, J. y J. Lee (2007), “International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View, Theory and Evidence”, *Open Economies Review* 18, 2 (abril), pp. 191-214.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2008), *Informe Anual*, Basilea.

Borio, C., C. Furfine y P. Lowe (2001), “Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options”. En *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, Documento N° 1 (marzo) del BPI.

Calvo, G. y E. Talvi (2008), "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse: A View from the Latin American Frontlines", en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.

Dodd, R. (2008), "The Consequences of Liberalizing Derivative Markets", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", Documento de Trabajo N° 9971, NBER, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (septiembre).

Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nueva York: The New Press.

Frenkel, R. (2008), "From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Geithner, T. (2004), "Changes in the Structure of the U.S. Financial System and Implications for Systemic Risk", Comentarios previos a la Conferencia sobre Crisis Financieras Sistemáticas en el Banco de la Reserva Federal de Chicago, Illinois, (1° de octubre).

Goodhart, C. y A. Persaud (2008), "A party pooper's guide to financial stability", *Financial Times*, 4 de junio.

Greenspan, A. (1996), "The Challenge of the Central Banking System in a Democratic Society", Discurso pronunciado en la Cena Anual y Conferencia Francis Boyer del American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>.

Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart y C. A. Végh (2004), "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", Documento de Trabajo N° 10780, NBER Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (septiembre).

Kindleberger, C. P. (1978), *Maniacs, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York, NY: John Wiley and Sons, Inc.

Knicht, M. (2004), "Markets and Institutions: Managing the Evolving Financial Risk", Discurso pronunciado en el coloquio del XXV Foro Europeo de Dinero y Finanzas (SUERF), Madrid (14 de octubre).

Marfán, M. (2005), "La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: Un enfoque macroeconómico", en José Antonio Ocampo (ed.), *Más allá de las reformas: Dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*, Bogotá: Alfaomega y CEPAL, capítulo 6.

Minsky, H. P. (1982), "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", en *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M.E. Sharpe, capítulo. 5, pp. 90-116.

Naciones Unidas (2001), *Report of the High-level Panel on Financing for Development* (Reporte Zedillo), disponible en www.un.org/reports/financing.

Ocampo, J. A. (2002), "Recasting the International Financial Agenda", en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press, pp. 41-73.

Ocampo, J. A. (2003), "Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries", en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies*, Basingstoke, Reino Unido: Palgrave Macmillan, para UNU-WIDER, pp. 217-244.

Ocampo, J. A. (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", *Revista de la CEPAL*, N° 93, diciembre.

Ocampo, J. A. (2007/8), "The Instability and Inequities of the Global Reserve System", *International Journal of Political Economy*, Vol. 36, N° 4, invierno.

Ocampo, J. A. (2008), "A Broad View of Macroeconomic Stability", en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.

Ocampo, J. A., J. Kregel y S. Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*. Londres: Zed Books, en asociación con las Naciones Unidas.

Ocampo, J. A. y J. G. Palma (2008), "Dealing with Volatile External Finances at Source: the Role of Preventive Capital Account Regulations", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Account Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Ocampo, J. A., C. Rada y L. Taylor (2009), *Developing Country Policy and Growth: A Structuralist Approach*. Nueva York: Columbia University Press.

Persaud, A. (2000), *Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-sensitive Risk Management Practices*. Londres: State Street Bank.

Prasad, E. S., K. Rogoff, S.-J. Wei y M. A. Rose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", FMI, Documento Ocasional 220.

Schiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stiglitz, J. E., J. A. Ocampo, S. Spiegel, R. Ffrench-Davis y D. Nayyar (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada). New Haven: Yale University Press.

White, W. R. (2005), "Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework?", *Kiel Economic Policy Papers*. Kiel: Kiel Institute for Economic Policy (septiembre).

Wyplosz, C. (2007), "The Foreign Exchange Reserves: Business as Usual?" Documento preparado para el Taller sobre Deuda, Finanzas y Problemas Emergentes en la Integración Financiera, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas y Secretaría del Commonwealth, Londres (marzo 6-7).

Economías emergentes: Administrando la bonanza

Panel V

Terrence Checki
(Vicepresidente Ejecutivo - Reserva Federal, Nueva York)

Mercados emergentes: Administrando los tiempos de bonanza

Es un placer estar aquí entre tantos amigos, incluyendo a veteranos colegas de pasados episodios de tensión en el mundo emergente, disfrutar de la amable hospitalidad del Banco Central y su Presidente, Martín Redrado, y enriquecerme con tantas presentaciones reflexivas.

El título de esta sección del programa es, en sí mismo, una señal clara de los tiempos que corren. Para un veterano como yo, la idea de estar discutiendo “la administración de los tiempos de bonanza” en el mundo emergente, considerando los tiempos decididamente “no tan buenos” que enfrentan las economías desarrolladas, demuestra de qué manera el mundo reciente se ha puesto cabeza abajo.

Aunque no todo es color de rosa en el mundo emergente, el panorama básico sigue mostrando todavía una marcada capacidad de resistencia, en especial según los parámetros históricos.

- A pesar de la desaceleración del crecimiento de los mercados emergentes, siguen creciendo a tasas que se prevé que permanecerán cercanas a su potencial.
- En general, los acontecimientos financieros recientes de los mercados emergentes están todavía dentro del terreno de lo manejable. Si bien las acciones bajaron este año y las entradas de capitales declinaron un poco, los *spreads* siguen siendo bastante bajos –se ampliaron mucho menos que los de alto rendimiento–, la mayoría de las monedas se revaluaron durante el año pasado y, en general, las autoridades no tienen las manos atadas por los acontecimientos del mercado.
- En realidad, el mundo emergente –que durante tanto tiempo fue considerado una fuente inagotable de inestabilidad, fragilidad y escasez crónica de capital– ahora representa una parte importante de la flexibilidad global. No es una ironía menor que, en los últimos trimestres, las entidades de las economías emergentes hayan invertido más en el capital de instituciones financieras de EE.UU. y Europa que lo que Asia recibió como ayuda financiera de la comunidad oficial hace una década.

Un panorama cambiante

Tal como sabemos, la reciente capacidad de resistencia del mundo emergente no es un accidente. Es resultado de grandes esfuerzos por parte de los hacedores de políticas para fortalecer los balances, mejorar los modelos de políticas y administración del riesgo e implementar las lecciones aprendidas de las crisis del pasado.

Este progreso permitió a los países y las empresas posicionarse mejor para aprovechar las oportunidades ofrecidas por las condiciones globales favorables de los últimos tiempos, y capear el reciente temporal de condiciones financieras difíciles y de menor demanda por parte de las economías avanzadas.

Todos los aquí presentes conocen las dimensiones del avance, pero no por eso dejan de ser importantes:

- Hace diez años, la mayoría de las economías emergentes dependían de los flujos de deuda en divisas para financiar sus déficits de cuenta corriente. Las reservas solían ser escasas y, a menudo, alcanzaban sólo para cubrir obligaciones de deuda por unos pocos meses. La política monetaria dependía de fijaciones frágiles del tipo de cambio. Las cargas fiscales aumentaban, llegando en ocasiones a niveles insostenibles, y los débiles sistemas financieros estaban en crisis o marchaban en esa dirección. Todos estos efectos dejaban a los países a merced de los virajes de los mercados de bienes y financieros globales, floreciendo en tiempos de bonanza y luchando sin cuartel ante la menor señal de tensión.
- Hoy, en general, las cargas de la deuda externa son menores y están cayendo drásticamente en toda América Latina. Los resultados fiscales primarios se han fortalecido de manera significativa y los países se están fondeando mucho más en moneda local bajo condiciones atractivas. La flexibilidad cambiaria y los acuerdos monetarios más robustos se arraigaron con firmeza en muchos países. Se realizaron enormes inversiones para rehabilitar al sector financiero, generando una renovada rentabilidad y un crecimiento sólido del crédito. Las reservas y otras tenencias en activos externos crecieron tanto que hoy se considera a las preferencias de inversión en los mercados emergentes como un factor importante en los rendimientos y valuaciones a nivel global. (Rusia, que era básicamente insolvente hace una década, ahora posee más de dos veces las reservas de toda la Zona del Euro; las reservas de China pronto alcanzarán los USD 2 billones; y el sector público de Brasil ahora tiene una posición neta larga en moneda extranjera, con más

activos que deuda en divisas. Estos avances hubieran sido inimaginables hace sólo unos pocos años).

- El mundo emergente ha representado el 75% del crecimiento global durante los últimos cinco años y todo indica que representará aún más durante este año y el próximo. Y es muy probable que, antes de fines de esta década, el mundo emergente supere a las economías avanzadas en términos de porcentaje de la producción y las exportaciones globales.
- Además, se están produciendo cambios masivos en el sector financiero:
 - Las economías emergentes están proporcionando el grueso del financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos.
 - Como parte de ese proceso, las reservas oficiales de los mercados emergentes ascienden hoy a USD 5,5 billones –más que el *stock* comercializable de papeles del Tesoro de EE.UU.– y los fondos soberanos de riqueza, con alrededor de USD 3 billones en activos, hoy tienen casi el doble de activos netos administrados que la comunidad global de *hedge funds*.
 - A medida que las economías emergentes crezcan hasta rivalizar en tamaño con las economías avanzadas más grandes, lo mismo ocurrirá también con sus empresas líderes. De hecho, nueve de las dieciocho compañías más grandes del mundo tienen hoy su sede en los mercados emergentes.

En esencia, lo que estamos presenciando no es sólo una resistencia cíclica en todo el mundo emergente sino un profundo cambio secular –un viraje en el centro económico de gravedad– de las economías desarrolladas a los mercados emergentes.

Todo esto es emocionante. Significa oportunidades increíbles pero también desafíos y ajustes importantes en el mediano plazo, tema que retomaré en unos minutos. Pero, además, los países enfrentan algunas pruebas significativas en el corto plazo.

Los desafíos: conocidos y desconocidos

Entre 2002 y 2007, el mundo emergente tuvo viento de cola y se benefició con la expansión de la economía global y el sistema de comercio, limitadas presiones sobre los precios y condiciones financieras proclives al crecimiento. En cambio, el mar no parece tan calmo en el futuro venidero.

Con miras al futuro, los hacedores de política del mundo emergente tendrán que abrirse paso entre corrientes macroeconómicas cruzadas y traicioneras. Deberán hacer frente a crecientes trabas de las economías avanzadas y a la desaceleración del crecimiento de los países emergentes, al cambio de preferencias de los inversores respecto del riesgo y a un aumento en la inflación que ubicó las tasas minoristas muy por encima de las metas a nivel mundial. También tendrán que administrar sus economías en un contexto cada vez más incierto respecto de los *commodities*, tanto a corto como a largo plazo.

Permítanme decir algunas palabras sobre cada una de estas tareas.

- Con respecto al telón de fondo global, es importante reconocer el carácter fundamental de los procesos de ajuste que enfrentan los sistemas financieros de Estados Unidos y Europa.
- No se trata sólo, y en términos figurativos, de cambiar un neumático pinchado por uno de repuesto y luego volver al mismo vehículo, hacen falta reparaciones de gran envergadura. La crisis actual reveló deficiencias fundamentales en el modelo imperante de originación y distribución del crédito, falencias que requerirán un cambio institucional significativo. Los esfuerzos realizados a la fecha ayudaron a contener lo que podría haber sido mucho peor, pero la realidad es que hará falta más tiempo y más capital para completar el actual proceso de desapalancamiento, reestructuración de deuda y fortalecimiento institucional.
- Mientras tanto, el viento en contra del crecimiento en las economías avanzadas será considerable. En los EE.UU., el ocaso del estímulo de la devolución fiscal, la continua caída de los precios de la vivienda y la tensión financiera creciente abren un gran interrogante sobre el ímpetu a corto plazo. Lo más probable es que, en la segunda mitad de este año, el crecimiento colectivo de las economías avanzadas esté por debajo de su potencial por primera vez desde principios de esta década. En otras palabras, al menos en el corto plazo, es probable que el mundo emergente no pueda contar con un crecimiento sólido de la demanda europea para contrarrestar el aumento más débil de las exportaciones a Estados Unidos. Incluso Alemania –que encabeza la reciente ola de crecimiento en Europa– se contrajo en el segundo trimestre. Y no hay que olvidar que Japón está experimentando una situación similar.
- Resulta esperable que el deterioro del entorno macro global (si es que ocurre) incida en los mercados financieros, presione sobre los mercados bursátiles y el apetito por el riesgo, y dificulte aún más el financiamiento. En este entorno, los prestatarios (tanto públicos como privados) enfrentarán un mayor nivel de supervisión y el precio

- que tendrán que pagar por trayectorias de políticas menos crebles será significativamente superior al del reciente período de bonanza mezclado con un poco de ingenuidad (*Goldilocks*).
- En la mayoría de los países, la inflación está muy por encima de las metas de las autoridades y, en muchos casos, las brechas son cada vez más grandes.
 - A América Latina le llevó mucho tiempo estabilizar la inflación. Durante los años ochenta, se hablaba de una inflación baja de un solo dígito en términos mensuales (el promedio anual de la década de los ochenta fue de alrededor del 150%); a principios de los años noventa, las referencias a la inflación de un solo dígito a menudo significaban el índice semanal. Superar la inflación ha sido un importante logro, que en este momento se ve seriamente amenazado.
 - Existe una creencia que sostiene que esto no es más que una historia de *commodities* en el mundo emergente, dejándole a la política económica un papel secundario. Sin embargo, los países no pueden darse el lujo de depender de un giro positivo en el ciclo de los *commodities* para reequilibrar sus economías de manera durable.
 - Es cierto, la suba de precios de los cereales y el petróleo jugó un papel importante en el aumento de las tasas de inflación minorista tanto en las economías avanzadas como emergentes, pero los alimentos, en general, tienen más peso en las canastas de consumo de los mercados emergentes.
 - No obstante, la fuerte demanda y el crecimiento sostenido por encima de la tendencia también están desempeñando un papel importante. Y es especialmente relevante cuando hablamos de los riesgos y el desafío de contener los efectos de las expectativas y de segunda ronda.
 - La realidad demuestra que algunos países del mundo emergente disfrutaron tasas de crecimiento inusualmente altas –incluso, en algunos casos, similares a las de China– pero sin las correspondientes tasas de inversión o perspectivas de tasas sostenidas de crecimiento de la productividad. (Por ejemplo, Asia Emergente ahorra más del 40% del ingreso, el doble que América Latina.) Estas desconexiones representan una receta infalible para la inflación liderada por la demanda.
 - No necesito decirle a este grupo de personas que las apuestas en las batallas actuales contra la inflación son bastantes altas. Los hacedores de política deben llevar a la inflación nuevamente a los niveles meta. Y tienen que hacerlo con una combinación sustentable

de políticas monetaria y fiscal, para aprovechar la credibilidad que tanto les costó ganar en los últimos años y aumentar las opciones de cara al futuro.

- Tal como sabemos por experiencia, no poder controlar la inflación conlleva el riesgo de un aterrizaje forzoso, reveses en el desarrollo del mercado local de renta fija y una reacción política violenta que erosiona el apoyo al progreso reciente en términos de política económica. Y es probable que el éxito a corto plazo mediante enfoques heterodoxos inconsistentes no sea más que eso: temporal y costoso en términos del impacto en el potencial de crecimiento futuro, la credibilidad y el desarrollo del mercado.
- En el frente de los *commodities*, no tengo la bola de cristal y, a decir verdad, nadie la tiene. Lo más seguro parece ser una gran incertidumbre.
 - Los exportadores de *commodities* no pueden permitirse suponer que el sólido crecimiento asiático necesariamente les garantizará un camino ascendente hacia la prosperidad. Al mismo tiempo, los países consumidores de *commodities* deberían tomar con seriedad la posibilidad de que el respiro en los precios experimentado recientemente sea sólo temporal.
 - En el corto plazo, los precios de los *commodities* parecen estar atrapados en un tira y afloje entre, por un lado, una capacidad ociosa limitada y bajos *stocks* de metales y cereales frente a un crecimiento sólido de la demanda en buena parte del mundo emergente y, por el otro, las señales de un empeoramiento de las condiciones en las economías avanzadas.
 - La incertidumbre se complica aún más si ampliamos el horizonte de tiempo. Es razonable suponer que el crecimiento de la demanda de un mundo emergente en rápida expansión continuará brindando respaldo a los precios de los *commodities*. Pero, por otro lado, cuanto más grande es el horizonte, más sencillo es imaginar (aunque difícil de pronosticar) cómo los cambios en la política o la tecnología, y las respuestas del mercado a los incentivos de precios, podrían modificar de manera radical el equilibrio entre oferta y demanda a nivel global.
- En este contexto, los países productores de *commodities* no saben a ciencia cierta si las recientes ganancias inesperadas continuarán, aumentarán más o revertirán con la misma rapidez con la que se

materializaron por primera vez, razón por la cual sería conveniente que incorporaran la cautela y la flexibilidad a sus marcos de política:

- Cautela para evitar planes y patrones de gastos difíciles de ajustar si los ingresos fiscales y por exportaciones resultaran ser diferentes de las expectativas, y
- Flexibilidad para adaptarse a las circunstancias cambiantes, como un régimen flexible de tipo de cambio y contextos de política fiscal y monetaria transparentes y creíbles.

Aunque la prioridad a corto plazo debería ser alinear mejor el crecimiento con el potencial y proceder de manera cautelosa frente a los riesgos y oportunidades derivados de la evolución en los precios de los *commodities*, a más largo plazo es mucho lo que se puede hacer para aumentar las tasas potenciales de crecimiento.

La realidad es que las mejoras en la política macro y la reducción de la vulnerabilidad pueden hacer su aporte a un crecimiento a largo plazo más estable aunque no necesariamente más sólido. Pero, ni siquiera esto sería factible si no se respetan los límites de velocidad respecto del crecimiento. Aumentar las tasas de crecimiento a largo plazo requiere un progreso complementario en el lado micro. Y el momento adecuado para realizar las mejoras es mientras el crecimiento sea bueno.

- Los desafíos estructurales incumplidos en áreas como la política reglamentaria y energética, la legislación laboral, la reforma jubilatoria, las mejoras en los servicios públicos, como la educación, y la infraestructura legal y judicial están frenando el crecimiento potencial en algunos países, limitando la generación de empleo y los ingresos reales, y dejándolos vulnerables al ciclo global de los *commodities* y a la erosión del apoyo político local.
- Es una letanía conocida y, sin duda, nada de todo esto es sencillo: las reformas estructurales son complejas y, en general, conflictivas desde el punto de vista político. Pero, sin una distribución amplia de los beneficios de la reforma –y, con esto me refiero a un mejor crecimiento de las perspectivas de empleo y los ingresos reales, menos desigualdades, mejores instituciones y servicios públicos–, la estabilidad no está de modo alguno asegurada.

Por supuesto que los cimientos del crecimiento sólido y sostenido no sólo son internos. También hay una dimensión externa importante y sistémica. Buena parte del éxito económico reciente del mundo emergente puede tener su origen en el sólido desempeño comercial de estos países. El crecimiento robusto de las

exportaciones, tanto en términos nominales como reales, reafirmó las oportunidades de empleo, financió la expansión de la actividad doméstica y respaldó las mejoras de los balances mediante ratios de deuda más bajos y reservas internacionales más altas. Y el desempeño comercial será sin duda un factor importante en el futuro cercano. Permítanme hacer algunas reflexiones en este aspecto:

- En primer lugar, el éxito a la hora de mantener y mejorar la competitividad será un factor crucial que determinará el desempeño relativo del mundo emergente. Algunos países prosperarán y treparán la escalera del valor agregado hacia ingresos *per cápita* más altos; otros estarán constantemente en una posición de defensa y sus industrias correrán el riesgo de perder participación tanto a nivel doméstico como internacional. Los países que eleven sus tasas de crecimiento productivo por medio de reformas de carácter micro mientras preservan contextos macro estables mejorarán sus posibilidades de estar en el primer grupo más que en el segundo.
- En segundo lugar, la reciente dependencia colectiva del mundo emergente del crecimiento liderado por las exportaciones debe, por una cuestión de necesidad, dar paso a la búsqueda de trayectorias de crecimiento más equilibradas. En la actualidad, el 40% de la población mundial está intentando entrar en funcionamiento, emulando un modelo perfeccionado por un país que representaba el 3% o 4% de la población mundial en ese momento. A medida que el mundo emergente se convierte progresivamente en un componente más grande de la economía global y se mueve de la periferia a una parte esencial del centro, es evidente que ya no podrá depender tanto, como en el pasado reciente, del crecimiento de las exportaciones por encima de las importaciones.
- En tercer lugar, de forma progresiva, el mundo emergente tendrá una mayor participación y, por lo tanto, deberá asumir un mayor papel de liderazgo y garantizar que el comercio global continúe creciendo y prospere. En especial, los países líderes del mundo emergente deben adoptar una postura en temas sistémicos relacionados con la política comercial y los acuerdos monetarios que refleje su participación integral más amplia en el sistema, que trascienda los intereses estrechos y que encuentre el terreno común capaz de beneficiar al sistema en su conjunto, facilitando por este medio su propio rol creciente dentro de ese sistema.

En la medida en que los países enfrenten los desafíos precedentes, estarán allanando el camino hacia futuros más prósperos. Pero, por supuesto, todas las buenas acciones tienen su precio, de manera tal que el éxito traerá nuevos desafíos.

- Algunos han disfrutado entradas brutas de capitales récord en los últimos años –a menudo bajo la forma de acumulación de reservas– las que, al mismo tiempo, se reciclaron también en salidas brutas récord. Con miras al futuro, es razonable suponer que algunos sectores del mundo emergente atraerán entradas incluso mayores, en especial las economías y mercados que sigan desarrollándose con firmeza en relación con las economías maduras; en otras palabras, las naciones que administren bien los desafíos macro-financieros actuales.
 - Estos flujos inevitablemente incluirán algunos patrones de flujos norte-sur conocidos. Pero parece probable que sean complementados por mayores flujos provenientes de los países emergentes entre sí. Los llamados flujos sur-sur, que ya son evidentes, profundizarán más los vínculos e interdependencias que progresivamente están entrelazando las perspectivas en todo el mundo emergente de formas nuevas y a menudo sorprendentes.
- En este entorno, los hacedores de política no sólo deberían ser cautelosos y visionarios al administrar el nivel y la estructura del endeudamiento público, sino también estar alertas para detectar y desactivar toda potencial intensificación de las vulnerabilidades del sector privado (y, como demuestra nuestra desafortunada experiencia, tanto lo que figura como lo que no aparece en los balances). Dado el reciente ritmo de crecimiento del crédito a nivel local en varios países –en verdad, el crecimiento acelerado del crédito es hoy más la regla que la excepción– hay poco margen para la complacencia. La historia brinda pocos ejemplos en los que la expansión rápida y sostenida del crédito doméstico no haya derivado en costosas dificultades futuras.

Durante muchos años, la formulación de la política económica de los países emergentes estuvo signada por la crisis: ellos mismos se encargaron de entrar en crisis, de evitarlas, de recuperarse de ellas y de superarlas también. Es alentador que este factor determinante –la “crisis”– haya cedido ya en muchos países, aunque no todo lo que debería en algunos.

Gran parte del mundo emergente enfrenta nuevos desafíos, no ya de superar la adversidad sino de alcanzar y nutrir niveles más altos de prosperidad sustentable. Estos desafíos son, sin duda, más que bienvenidos pero no menos difíciles por esa razón. La complacencia siempre es un riesgo en los tiempos de bonanza, y no lo es menos hoy, a medida que nos acercamos a lo que probablemente será un contexto global decididamente más desafiante.

Ricardo Ffrench-Davis
(Profesor - Universidad de Chile)

Del “financierismo” a la macroeconomía real⁴⁰

Introducción

El control exitoso de la inflación y la reducción de los déficits presupuestarios ha sido una tendencia generalizada en las naciones de América Latina (LAC, por sus siglas en inglés) en los dos decenios recientes. No obstante, el desempeño económico y social de muchas de estas economías ha sido desalentador durante este período. A pesar de las teorías que predicen que su nivel de desarrollo convergería al de las naciones más avanzadas, la gran mayoría de los LAC se movió en sentido contrario y experimentó un deterioro de sus indicadores sociales, como la pobreza y la distribución del ingreso, los cuales ya eran insatisfactorios. En realidad, mientras que las economías de Asia del Este registraron tasas anuales de crecimiento del PIB *per cápita* de 3,8% en el período 1990-2007 (en comparación con el 1,7% de Estados Unidos), América Latina registró un modesto crecimiento anual promedio del orden del 1,5%.

Una de las principales causas del bajo desempeño de América Latina es la ausencia de un enfoque macroeconómico integral, que vaya más allá del necesario énfasis en el control de la inflación y del déficit presupuestario. En particular en América Latina, no se ha considerado explícitamente el lado real de la economía. Esta óptica restringida jugó un papel negativo en la implementación de reformas tendientes a la liberalización económica, enmarcadas en el enfoque del Consenso de Washington, y hasta el 2008 seguía siendo la base del diseño de las políticas macroeconómicas predominantes.⁴¹

40. Versión resumida de un documento preparado para la Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo; la mayoría de los pie de página y referencias han sido eliminados. Estos temas se tratan en profundidad en *Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neo-liberal*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires, 2005 y *Reforming Latin America's Economies after Market Fundamentalism*, Palgrave Macmillan, Nueva York, 2006.

41. Ver Singh (2006), Director del FMI para América Latina, un ejemplo elocuente de ese enfoque en su versión más neoliberal. Los planteamientos del nuevo Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, muestran positivos signos de corrección hacia un enfoque pragmático.

Los equilibrios macroeconómicos reales son cruciales para alcanzar un desarrollo más dinámico y con equidad social. Por consiguiente, es relevante saber cómo se llega a estos equilibrios, si son sustentables e integrales, si son consistentes con los equilibrios macrosociales y si afectan las variables que subyacen la evolución del PIB potencial.

Desde el punto de vista productivo, las políticas macroeconómicas eficientes deben contribuir a: (i) utilizar la capacidad productiva disponible, mejorando el nivel de ocupación del capital y la mano de obra de una manera sostenible, (ii) alentar la formación de capital y (iii) aumentar la productividad mediante mejoras en la calidad de los factores y la eficiencia de su asignación. Estos son los tres elementos cardinales capaces de generar un crecimiento endógeno y determinar la tasa de crecimiento económico durante la transición hacia un nuevo nivel estacionario.

Un alto índice promedio de utilización de la capacidad implica reconciliar los niveles de la demanda agregada real y la oferta potencial, alcanzando una composición adecuada de bienes transables y no transables y precios macroeconómicos (como las tasas de interés y los tipos de cambio) sostenibles. Todas estas variables son claves para cumplir con los objetivos de desarrollo. La formación de capital y la productividad total de los factores (PTF) dependen crucialmente de la calidad de estos equilibrios.

Para que las políticas macroeconómicas contribuyan de manera efectiva al desarrollo es necesario adoptar una visión general amplia que (i) tome en cuenta de manera sistemática su impacto en el desarrollo productivo, (ii) reconcilie los equilibrios macroeconómicos y macrosociales y (iii) genere tendencias que sean sustentables en el tiempo.

Este trabajo considera la experiencia de los países latinoamericanos como caso paradigmático en términos de los efectos de un enfoque “financierista” en la formulación de políticas macroeconómicas. El desempeño de estos países ha sido impulsado por un entorno macroeconómico en el cual los principales actores –gobierno, empresarios, trabajadores, inversores– enfrentaron fluctuaciones considerables en la demanda agregada, la actividad económica y los precios macroeconómicos. El notable éxito alcanzado en el control de la inflación y la mejora de la responsabilidad fiscal no logró, por sí solo, dar estabilidad al contexto en el que se desarrollaron los productores, tanto en términos de capital como de mano de obra.

Por consiguiente, aunque el PIB también responde a los complejos procesos relacionados con las estructuras micro y mesoeconómicas, en este período, la macroeconomía ha sido el principal factor de la *performance* volátil e insatis-

factoria de la producción regional. Ésta ha sido una falla grave de las economías de los países latinoamericanos que es necesario corregir de manera precisa. Es crucial morigerar o evitar las recesiones profundas y duraderas; ello exige asegurar una evolución sustentable de las principales variables macroeconómicas durante los períodos de auge: cuentas fiscales y externas, endeudamiento interno y privado y, en general, la compatibilidad entre la oferta agregada (producción potencial o frontera productiva) y la demanda efectiva.

Este documento se focaliza en la definición de los equilibrios macroeconómicos y su incidencia general en el crecimiento. Dado que los flujos de capital desempeñaron un papel prominente en los LAC durante los últimos treinta años, sus efectos tendrán un papel central en la discusión.

La sección I define los equilibrios macroeconómicos requeridos para el crecimiento sustentable. El análisis deriva en dos enfoques opuestos de estos equilibrios, según el peso relativo de los factores reales *versus* los factores financieros de corto plazo en las decisiones económicas: un equilibrio “financierista” de dos pilares frente a una macroeconomía real de tres pilares para el desarrollo. La sección II analiza la relación entre los *shocks* externos y el entorno macroeconómico, resaltando los desafíos que enfrenta la política pública para resolver los ajustes macroeconómicos intertemporales desestabilizadores. La sección III analiza el papel que cumplen los segmentos de corto plazo de los mercados financieros y el predominio de las inversiones financieras (especulación y ganancias rentísticas – *rent seeking*) a expensas de las actividades productivas. La sección IV presenta las conclusiones.

I. Equilibrios macroeconómicos reales

Hay un amplio consenso respecto de que los fundamentales macroeconómicos son variables muy relevantes para mejorar el desarrollo económico. Sin embargo, suele tenerse una concepción errónea respecto de qué constituyen los fundamentales sólidos y también de la manera de llegar a ellos y sostenerlos.

La definición operacional de los equilibrios macroeconómicos se ha tornado tan estrecha que en muchas Economías Emergentes –EE– (y en especial las latinoamericanas, como se explicará más adelante) se observa la coexistencia de una “macroeconomía sana” según el enfoque predominante o neoliberal, que se refleja en baja inflación, superávit fiscal (o bajo déficit público), en paralelo con un crecimiento lento y la presencia de alto desempleo del capital y del trabajo, resultante de una demanda agregada inestable y de tasas de interés y tipos de cambio extremos o desalineados. Esta sección amplía la óptica sobre los equilibrios macroeconómicos, tomando en consideración los incentivos

macroeconómicos que enfrentan las empresas del lado productivo de la economía, analizando también la relación entre las variables financieras y reales y los efectos sociales de las políticas macroeconómicas.

I.1. Una macroeconomía de dos pilares

Incluso en la actualidad, en medio de la actual crisis mundial, el enfoque de moda en el pensamiento económico ortodoxo y en las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) pone el énfasis de los equilibrios macroeconómicos en dos pilares: baja inflación y equilibrio fiscal. Hay una clara omisión del entorno macroeconómico en el que operan los productores y que incluye otras variables de peso como la demanda agregada, las tasas de interés y los tipos de cambio. A este enfoque lo denominaremos “equilibrios macroeconómicos financieristas”.

Este enfoque incluye otros ingredientes pero supone que la tarea difícil y relevante es el cumplimiento de estos dos pilares. Considera que alcanzarlos genera desarrollo productivo si se ha liberalizado la economía (es decir, si se suman reformas microeconómicas, varias de las cuales, de hecho, ya se han realizado en los LAC). Este enfoque se viene adoptando desde hace aproximadamente dos décadas y ha sido la base de la “agenda pendiente” impulsada por las IFI (vea, por ejemplo, Singh, 2006, Director del FMI para el Hemisferio Occidental). Además, una premisa de la literatura convencional más reciente es que una cuenta de capital abierta impone disciplina macroeconómica a las EE. En verdad, este enfoque supone, en ocasiones de manera explícita pero a menudo de forma implícita, que la apertura plena de la cuenta de capital contribuye a imponer equilibrios fiscales y externos y, como consecuencia, genera automáticamente una demanda agregada consistente con la capacidad productiva. Sin embargo, está bien documentado que ésta no es la experiencia habitual en los frecuentes casos de *shocks* externos (positivos y negativos), ya sean financieros o de términos de intercambio que experimentan las EE (vea Ffrench-Davis, 2005, cap. VI; Williamson, 2003).

La preocupación por estos dos pilares es, naturalmente, justificada. En particular, varios países latinoamericanos han sufrido hiperinflación, un fenómeno que, cuando se produce, suele ocupar un espacio tan dominante que la política anti-inflacionaria se convierte, comprensiblemente, en el objetivo principal y absoluto de las políticas económicas. En los años noventa, estos países lograron reducir la inflación a cifras de un dígito y equilibrar sus presupuestos fiscales (los déficits fiscales se ubicaron, en promedio y con divergencias entre los países, entre el 1% y el 2% del PIB en 1994 y 1997, los dos años anteriores a los dos períodos recesivos de esa década). Las expansiones de la oferta monetaria para financiar el gasto público se debilitaron o bien, desaparecieron.

Es evidente que la macroeconomía de dos pilares no fue suficiente. Hubo simultáneamente un creciente déficit externo que significó un grado mayor de vulnerabilidad. En los períodos de auge, el exceso de gasto sobre la producción o ingreso interno se concentró en el sector privado (Marfán, 2005). De hecho, en estos períodos, mientras que empeoró el déficit externo (financiado con entrada de capitales), el sector público de muchos países de la región registró una notoria mejora en sus cuentas entre las décadas de los ochenta y de los noventa hasta el advenimiento del contagio de la crisis del sudeste asiático. En general, en el período 1991-98, el crecimiento de los déficits de cuenta corriente fue provocado por el aumento de los gastos netos del sector privado, como producto del resultado combinado de una gran oferta de financiamiento externo y políticas macroeconómicas internas permisivas, a menudo elogiadas por los mercados financieros. Por consiguiente, después de las turbulencias internacionales de 1994 (crisis del Tequila) y 1997-98 (crisis del sudeste asiático), se reabrió una importante y recesiva brecha del producto, con serios costos para el crecimiento y la equidad.

1.2. Hacia equilibrios macroeconómicos reales: los tres pilares

Los equilibrios macroeconómicos financieros no son suficientes para lograr un entorno macroeconómico de crecimiento alto y sostenido. Es necesario agregar un tercer pilar, relacionado con el lado productivo de la economía. La conducta de la demanda agregada, en niveles consistentes con el PIB potencial (también denominada capacidad productiva, capacidad instalada o frontera de la producción), es un componente crucial de un tercer pilar de los equilibrios macroeconómicos reales, que a menudo falló en las experiencias neoliberales. Lo mismo ocurre con los precios macroeconómicos, como las tasas de interés y los tipos de cambio. Con frecuencia, estos precios y la demanda agregada se situaron fuera de equilibrio, tal como lo evidenciaron las economías que funcionaron muy por debajo del PIB potencial (resultado más frecuente) o a plena capacidad pero con una demanda agregada en auge insostenible y un gran déficit externo.

Uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales está relacionado con el índice de utilización de la capacidad productiva. En las economías con sistemas de precios inflexibles y mercados de factores incompletos, tanto los *shocks* positivos como los negativos provocan ajustes sucesivos. El resultado es una mayor disparidad entre oferta y demanda agregada, con la consiguiente brecha entre la capacidad productiva potencial y el uso que de ella se hace, en particular en las etapas “*stop*” (freno) que siguen a las etapas “*go*” (arranque). En un contexto de *stop-and-go*, la demanda inestable significa inevitablemente un uso neto promedio más bajo que la capacidad productiva y una productividad real inferior en comparación con una situación de proximidad estable a la

frontera productiva. Por supuesto, se tiene que a mayor inestabilidad, habrá mayor brecha recesiva del producto.

1.3. Inestabilidad, crecimiento y equidad

Detrás de la aparición de brechas del producto hay una inestabilidad extrema de las tasas de crecimiento del PIB. América Latina enfrentó ciclos económicos volátiles, con contracciones y expansiones intensas. Es evidente que la frontera productiva establece un límite para la recuperación del PIB efectivo; sólo por plazos breves el PIB efectivo puede superar al PIB potencial. En cambio, en los contextos recesivos, el PIB efectivo puede estar muy por debajo del PIB potencial por prolongados plazos. La implicancia de esta perturbadora asimetría es que el PIB efectivo promedio, en situaciones de inestabilidad macroeconómica real, es mucho más bajo que la frontera de producción promedio. Esta asimetría, intrínseca a la realidad económica, tiene implicancias relevantes para definir el balance de objetivos y políticas, y también para la investigación empírica y la econometría.

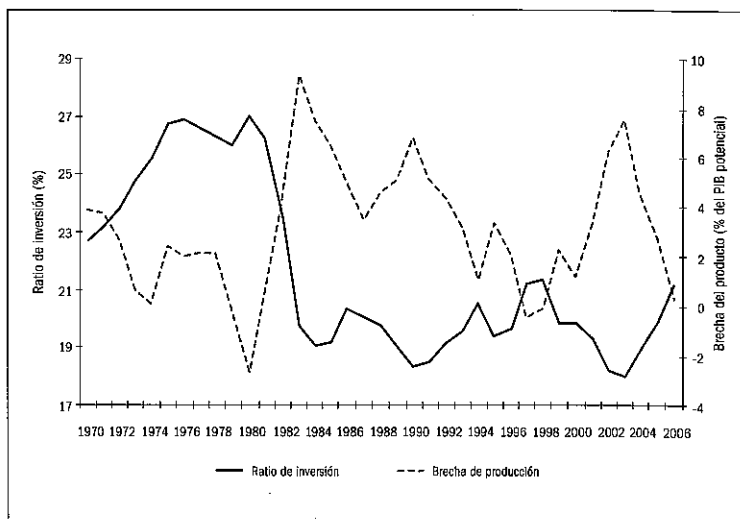
La magnitud de la brecha entre demanda efectiva y frontera productiva tiene efectos dinámicos y estáticos importantes. Primero, afecta la productividad observada y la rentabilidad de los proyectos llevados a cabo. Segundo, en efecto, cuando se logran tasas más altas de utilización del capital implica que el nivel promedio del empleo es superior y que la fuerza laboral se combina con un *stock* más grande de capital físico en uso. El consiguiente aumento de la productividad observada significa que el bienestar de los trabajadores y los rentistas (salarios y ganancias) puede mejorar inmediatamente, en virtud de un mayor índice promedio de utilización de la capacidad. A su vez, si los salarios y las ganancias crecen, entonces aumentarán también los ingresos fiscales. De este modo, los trabajadores, los empresarios y el gobierno podrán sostener un aumento del consumo y la inversión, con un impacto positivo neto en el bienestar económico general.

Tercero, en la dimensión dinámica, el grado de estabilidad tiene varios efectos. Los índices de utilización más altos y el consiguiente aumento de la productividad efectiva promedio (en la econometría estándar aparecería como un aumento de la PTF) tenderán a estimular la inversión en nueva capacidad. Para que la mayor inversión se concrete, los inversores deben percibir una mejora real a corto plazo y prever que la reducción de la brecha recesiva del producto será persistente (sostenida en el futuro). El efecto dinámico será mucho más significativo si se generan expectativas sólidas entre los actores económicos respecto de que las políticas públicas mantendrán a la demanda efectiva cerca de la frontera de producción, y si, además, las autoridades emprenden reformas para completar los mercados de capitales de largo plazo, y mejoran la capacitación de la fuerza laboral y la innovación productiva.

El Gráfico 1 muestra la estrecha asociación que existe entre la brecha del producto y la formación de capital en América Latina, y refleja uno de los principales efectos negativos de la subutilización de los factores productivos. Esta relación responde a diversos factores: (i) si hay mucha capacidad ociosa, entonces habrá menos incentivos para invertir en nuevos activos productivos; (ii) el entorno volátil disuade la inversión irreversible; (iii) la brecha recesiva y sus fluctuaciones suelen afectar la calidad de la evaluación de los proyectos y la innovación productiva; y (iv) las intensas fluctuaciones económicas tienden a deprimir los ingresos públicos, induciendo recortes en la inversión pública, tal como se analizará más adelante.

Por consiguiente, existe una conexión clara entre la volatilidad real y el crecimiento económico a largo plazo, que funciona a través de sus efectos en la PTF efectiva y en el volumen de inversión en capital fijo. Está bien documentado que el aumento del *stock* de capital explica una buena parte del crecimiento del PIB. Además, muchas de las diferencias en el crecimiento entre América Latina y los países más dinámicos del este asiático son atribuibles al rápido incremento del *stock* de capital. Es decir, la formación de capital viene funcionando como variable principal de la evolución del PIB potencial en las economías

Gráfico 1. América Latina (9): brecha del producto y ratio de inversión, 1970-2006. (precios de 1995)



Fuente: CEPAL y Hofman y Tapia (2003), y actualizaciones. Promedios para Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Venezuela. El ratio de inversión mide el ratio entre la formación de capital fijo y el PIB. La brecha de producción mide la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial como porcentaje del PIB potencial.

que pudieron converger a los niveles de desarrollo de las naciones más evolucionadas (ver Ffrench-Davis, 2005, gráficos II.1 y II.2).

La volatilidad real también impacta en las finanzas públicas dado que durante las recesiones se produce una caída de los ingresos fiscales que suele traducirse en recortes del gasto (tal como ocurrió durante las crisis de la deuda, el Tequila y la crisis del sudeste asiático). Estos recortes no sólo afectan los gastos redundantes y burocráticos sino también áreas en las que el gasto más eficiente para el desarrollo ya era insuficiente, mermando erogaciones esenciales para cambiar los patrones de producción de manera consistente con la equidad social. En estas áreas, como infraestructura, educación, capacitación laboral e inversión –tanto pública como privada–, el gasto suele estar muy por debajo de los niveles apropiados para economías que transitan procesos de cambio importantes (vea Easterly y Servén, 2003).

Mantener recortes excesivos de gastos en estos rubros esenciales durante varios años socava los esfuerzos por mejorar la calidad de los factores productivos y dificulta la utilización plena de la capacidad instalada. Como resultado, las economías funcionan con fronteras productivas menos dinámicas y en niveles efectivos marcadamente inferiores a los de esas fronteras. Es decir, su capacidad de producción está subutilizada y tienden a crecer con más lentitud debido al menor nivel de inversión, con los consiguientes impactos negativos en la productividad real, el empleo y la rentabilidad.

La experiencia latinoamericana demuestra la ausencia de una combinación eficiente de equilibrios financieros y equilibrios macroeconómicos reales. En los años noventa, el éxito alcanzado en la reducción de la inflación se debió, en parte y en una serie de casos, a revaluaciones del tipo de cambio bajo el llamado anclaje cambiario. De hecho, la gran mayoría de los países latinoamericanos revaluaron sus monedas en términos reales entre 1990 y 1994, y nuevamente entre 1995 y 1997. El nuevo acceso al financiamiento externo en los períodos 1990-94 y 1996-97 hizo posible, o en realidad alentó, sucesivas revaluaciones reales que actuaron como ancla para los precios internos de los productos transables. Además, muchos países que exhibieron altas tasas de subutilización de su capacidad productiva, con el renovado acceso al financiamiento externo y las revaluaciones de sus monedas pudieron aumentar sus índices de uso de recursos y, al mismo tiempo, reducir la inflación. La oferta disponible de bienes no exportables pudo responder con rapidez al aumento de la demanda agregada, con índices de inflación promedio generalmente en baja.

La apreciación cambiaria junto con la liberalización del comercio hizo que la recuperación de la demanda agregada, tanto de los individuos como de las empresas, fuera crecientemente intensiva en importaciones. Como resultado,

las importaciones pasaron de un nivel bajo, generado por la recesión anterior, a un nivel demasiado alto, en particular en el rubro de bienes de consumo cuyos precios relativos se redujeron mucho con la liberalización.

En los países que más revaluaron sus monedas, que suelen ser los que registraron mayores y crecientes déficits externos impulsados por los flujos financieros, la estabilización de los precios fue, en general, más rápida. Sin embargo, también se tornaron más vulnerables dado que se amplió la brecha entre el gasto interno y el PIB efectivo (el déficit externo), mientras que los pasivos externos subieron aceleradamente. Tal como se esperaba, entonces los acreedores externos fueron cada vez más sensibles a las “malas noticias” económicas y políticas, derivando en una crisis del sector externo.

Por consiguiente, en 1995, algunos países sufrieron reveses traumáticos en la lucha contra la inflación (México, por ejemplo) o cayeron en recesión (México, una vez más, y Argentina). Sin embargo, en los países en que se habían realizado correcciones oportunamente, los ajustes macroeconómicos pudieron efectuarse sin mayores inconvenientes. Por ejemplo, en el período 1990-95, Chile, dentro de un enfoque macroeconómico de tres pilares, realizó pequeños ajustes cada vez que detectó el inicio de un desequilibrio para así evitar grandes correcciones posteriores.

Después de la crisis de 1995, el retorno de los flujos de capitales a América Latina en el período 1996-97 permitió, una vez más, una mejora simultánea de la actividad económica y la estabilidad del nivel de precios, pero a expensas de una apreciación cambiaria y un aumento de los déficits externos. El resultado fue el subsiguiente ingreso a zonas de vulnerabilidad. En consecuencia, en 1998, cuando la crisis asiática golpeó a América Latina, hubo una corrección recesiva generalizada en la región, sobre todo en América del Sur, con salidas masivas de capitales y fuertes depreciaciones cambiarias. En esta ocasión, sin embargo, no se produjeron procesos inflacionarios. Por el contrario, hubo brechas del producto recesivas persistentes, por todo un sexenio, resultado de políticas monetarias contractivas, que priorizaron la estabilidad de precios por sobre la estabilidad de la economía real. La fuerte recuperación del 5,5% del PIB latinoamericano en el período 2004-07 es, sin duda, un hecho positivo, pero se produjo después de seis años de grandes desequilibrios, evidenciados por la significativa brecha del producto del período 1998-2003.⁴² Este hecho, que se

42. En el período 2004-07, impulsado por el fortalecimiento de la actividad económica mundial y la marcada mejora en los términos de intercambio, se produjo una caída significativa de la brecha del producto. Mientras que el PIB potencial se expandió en el orden de 3%, el PIB efectivo creció un 5,5% en ese período de cuatro años. De este modo, se corrigió la brecha recesiva resultante de los desequilibrios macroeconómicos anteriores.

extendió por ese prolongado plazo, representó un fracaso muy costoso de las políticas macroeconómicas internas, que no lograron mantener a la economía cerca de la frontera productiva. Este fracaso se vio complicado por la conducta procíclica de las finanzas internacionales.

II. *Shocks* externos y equilibrios macroeconómicos reales

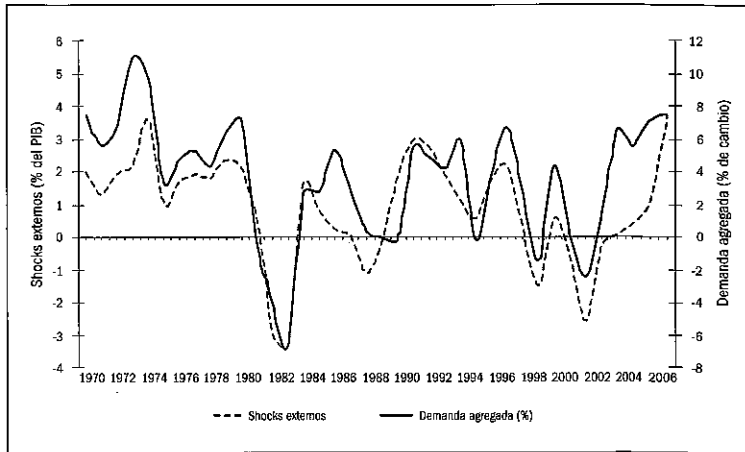
Para enfrentar la volatilidad real es crucial entender sus causas. Los *shocks* externos son una fuente importante de fluctuaciones macroeconómicas en las EE. Es posible identificar al menos tres fuentes de *shocks* externos positivos, a los cuales la actividad económica puede responder de forma favorable en tanto haya capacidad instalada disponible. Primero, el aumento del precio de las exportaciones. Sin embargo, una vez alcanzada la frontera de la producción, si el *shock* positivo persiste, generará presiones sobre la demanda que redundarán en un alza de los precios internos y/o un mayor déficit externo. Además, dado que los cambios de los precios de exportación son en buena medida transitorios, si la economía se adapta a esa abundancia, el ajuste a la baja subsiguiente será traumático.

Una segunda fuente de *shocks* externos está dada por los cambios en las tasas de interés internacionales. Dependiendo del régimen de cuenta de capital, estas fluctuaciones afectarán hasta cierto punto las tasas de interés internas y sus efectos se transmitirán luego a la demanda agregada; incidirán en el volumen de las entradas netas de capital, afectarán la renta nacional –dado que la caída (alza) de las tasas de interés externas aumenta (reduce) la renta nacional de un país deudor neto– e incidirán en el mercado cambiario.

Una tercera fuente, que fue el principal determinante de la inestabilidad macroeconómica de los países latinoamericanos desde la década de los setenta, es la fluctuación abrupta del volumen de los flujos de capital. En este sentido, los flujos de capitales privados distintos a la inversión extranjera directa son especialmente significativos debido a su volatilidad.

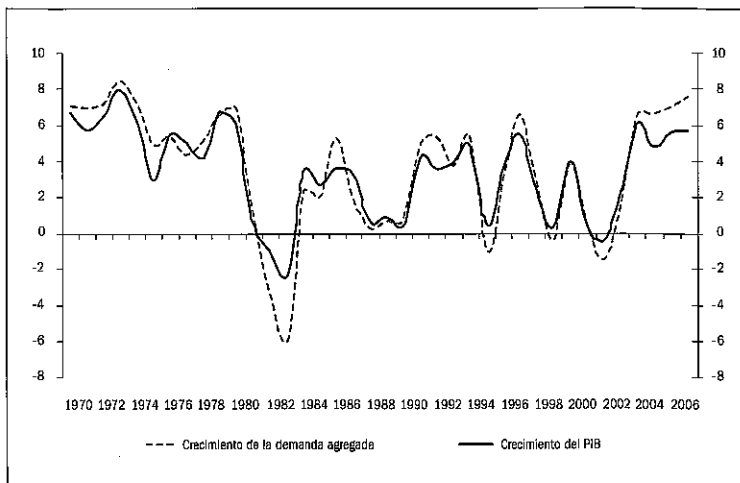
El Gráfico 2 ilustra la relación sistemática entre las oscilaciones de la demanda agregada y los *shocks* externos. En otras palabras, en las últimas décadas, la volatilidad real, liderada por cambios en la demanda agregada, tuvo por lo general origen externo; estos *shocks* fueron mucho más fuertes que los de origen interno. Hacia fines de los años setenta y en los noventa, hubo considerables movimientos de capitales, mientras que en los años más recientes predominaron variaciones significativas de los términos de intercambio. El Gráfico 3 muestra que los cambios del PIB efectivo estuvieron asociados fuertemente a las fluctuaciones de la demanda agregada. En las últimas cuatro décadas, los cambios de la demanda

Gráfico 2. América Latina (19): Demanda agregada y *shocks* externos, 1970-2007
 (% de cambio respecto año anterior; % del PIB)



Fuente: Cálculos del autor basados en datos de la CEPAL. EXT: *shocks* externos, representa los recursos adicionales del exterior, resultantes de las transferencias netas (entradas de capital más pagos de factores) y la mejora en los términos de intercambio. Medido como porcentaje del PIB.

Gráfico 3. América Latina(19): PIB y tasas de crecimiento de la demanda agregada 1970-2007
 (% de cambio respecto año anterior)



Fuente: Cálculos del autor basados en datos de la CEPAL.

agregada generaron cambios en el PIB, tanto en los períodos de auge como de recesión, que afectaron a la región. Por lo general, luego de los *shocks* externos, las políticas internas desempeñaron algún papel a veces de moderación y frecuentemente de exacerbación del efecto de los *shocks* externos.

En consecuencia, hubo una doble causa. Por un lado, los *shocks* fueron en esencia exógenos. La oferta total de flujos de capital a las EE, las tasas de interés internacionales y los principales factores que sustentaron la evolución de los términos de intercambio (como el crecimiento de la economía mundial y la penetración de demanda especulativa en los mercados de recursos naturales) fueron, por lo general, independientes de las políticas económicas de las EE. Por otro lado, la exposición a los *shocks* y la intensidad de sus efectos se vieron afectados por factores internos. En realidad, el grado en el que los *shocks* externos se reflejan en el crecimiento del PIB depende de: i) la brecha inicial entre el PIB efectivo y la frontera de producción; ii) la naturaleza de las políticas económicas internas implementadas, en especial las macroeconómicas; iii) las expectativas de los agentes económicos, y iv) los acontecimientos políticos.

En un proceso de ajuste ideal, en una economía perfectamente flexible y bien informada, con mercados de factores homogéneos y completos, el exceso de demanda agregada se elimina sin una caída de la tasa de utilización de la capacidad. Por el contrario, en el contexto de una economía con precios inflexibles y movilidad imperfecta de sus factores, la implementación de políticas neutras de reducción de la demanda suele derivar en una caída significativa de la producción porque estas políticas reducen la demanda tanto de bienes transables como no transables, generando un aumento del desempleo, especialmente en este último sector.

Esto confirma la relevancia de la inflexibilidad de los precios, la inmovilidad de los factores, los mercados incompletos y las fallas de información durante los procesos de ajuste de la economía real. Explica también por qué el ajuste suele producirse significativamente por debajo de la frontera de producción.

De hecho, en el mundo real, cuando los procesos de ajuste conllevan una fuerte reducción de la demanda agregada, suele producirse una declinación de la producción, la que genera una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y desalienta la formación de capital. La aplicación adicional de políticas de redirección del gasto (*switching policies*) que afectan la composición del producto, puede amortiguar la reducción de la actividad económica. Estas políticas pueden ser de alcance global –como el tipo de cambio– o bien específicas de algún sector. Los países del Este de Asia brindan ejemplos exitosos de procesos de ajuste por medio de políticas sumamente selectivas (Kaplan y Rodrik, 2001; Mahani, Shin y Wang, 2006). Una combinación de políticas de

reducción y redireccionamiento del gasto debería tender a facilitar un resultado cercano a la utilización plena del PIB potencial.

En períodos de recuperación económica, la gestión de la política macroeconómica parece enfrentar menores exigencias que cuando la economía ya está en su frontera productiva. De hecho, una política pasiva puede tener resultados netos positivos en una situación de brecha recesiva. Las entradas de capitales (o mejores términos de intercambio) aumentan la capacidad de gasto doméstico. Por lo tanto, se expande la demanda agregada de bienes nacionales e importados en un contexto de mejores expectativas, alimentadas por el acceso a los fondos del exterior. Por otro lado, la oferta de bienes y servicios domésticos puede responder a la mayor demanda gracias a la capacidad instalada disponible, mientras que el aumento de las importaciones resultante se cubre con el mayor financiamiento externo.

En consecuencia, en una situación de desempleo de los factores productivos, el *shock* positivo tiene efectos de tipo keynesiano: elimina la restricción externa operativa (BEC, por sus siglas en inglés), haciendo posible un mayor uso de la capacidad productiva y permitiendo la recuperación de la producción, las utilidades y el empleo (además de la inversión productiva).

Sin embargo, desde los años ochenta, la mayoría de las crisis fueron el resultado de períodos de auge mal administrados (Ocampo, 2007). Durante un *boom*, es mayor el grado de libertad para elegir políticas y es el momento en que se generan los desequilibrios futuros. Para avanzar hacia una macroeconomía para el crecimiento, debemos contar con una diferenciación clara entre recuperación económica y generación de capacidad adicional. Éste ha sido un factor engañoso tanto para los gobiernos de izquierda como de derecha de América Latina. Y esta dificultad lleva no sólo a ignorar la importancia de la inversión desde la óptica de las políticas públicas sino que estimula al sector privado hacia un ajuste intertemporal desestabilizador. En realidad, confundir la recuperación de actividad con el crecimiento sostenible del PIB potencial, supuestamente con una PTF alta, lleva a sentirse más rico y a empezar a consumir el futuro, cuando en realidad no se es más rico. La diferenciación precisa entre creación de capacidad y uso de la capacidad existente debería ser parte insustituible de la política macroeconómica nacional.

En realidad, si la entrada de capitales o los mejores términos de intercambio estimulan los procesos de recuperación de economías que exhiben desempleo de los factores productivos, la productividad real aumenta debido al índice más alto de utilización del PIB potencial. Entonces, los agentes económicos y las autoridades pueden confundir el salto en la productividad real basado en la utilización de mano de obra y capital antes ociosos con un aumento estructural de la

velocidad sustentable de las mejoras de la productividad. Por su parte, los consumidores “racionales” suelen suponer que se produjo un aumento de su ingreso permanente. Por consiguiente, la respuesta del mercado tendería a ser un ajuste ascendente intertemporal, en el que la brecha externa se cubre con financiamiento externo mientras éste se encuentre disponible. Esto implica un desplazamiento (*crowding out*) del ahorro interno resultante de decisiones de los agentes basadas en información sesgada. El ajuste intertemporal termina siendo desestabilizador.

Por lo tanto, cuando la producción efectiva está llegando a la frontera productiva, se necesitan políticas más activas para regular la expansión de la demanda agregada. Además, al producirse el cierre de la brecha del producto, es crucial el papel que desempeñan las políticas para mejorar el desarrollo productivo (y aumentar la producción potencial). De hecho, es esencial mantener la expansión de la demanda en línea con el crecimiento de la capacidad productiva (y también con el financiamiento externo sustentable). De otro modo, si se adoptan políticas macroeconómicas pasivas en situaciones de *shocks* positivos ya sean externos (como tasas de interés internacionales más bajas, mejores términos de intercambio o mayor oferta de capitales externos) o bien de naturaleza doméstica (auge del sector de la construcción, de la demanda de bienes durables, de acciones y bonos), la economía estará sujeta a presiones inflacionarias y/o a una brecha creciente entre los gastos y la producción; en todas las situaciones, suele producirse en el futuro un ajuste recesivo en la dirección opuesta.

Por lo tanto, a medida que nos acercamos a la frontera productiva, es mayor la necesidad de implementar políticas macroeconómicas más activas y eficientes. De lo contrario, lo que empezó siendo un ajuste macroeconómico hacia el equilibrio se convierte en una fuente de desequilibrio y vulnerabilidad.

En síntesis, es necesario mejorar la capacidad para implementar políticas macroeconómicas preocupadas por el sector real con el objetivo de reconciliar la proximidad de la economía a la frontera de producción con sostenibilidad y estabilidad de precios: un *mix* de políticas contracíclicas efectivas orientadas al crecimiento. Tanto la política monetaria como la política fiscal (y la cambiaria) han sido procíclicas y exacerbaron el efecto de los *shocks* de flujos de capitales y términos del intercambio.

III. Desarrollo financiero, “financierismo” y “productivismo”

El desarrollo financiero es un ingrediente clave del desarrollo económico (ver Aghion y Durlauf, 2007). Canalizar los recursos financieros hacia los sectores

de mayor productividad mejora la eficiencia general de la economía y potencia el crecimiento económico. Sin embargo, los mercados financieros son imperfectos y muy incompletos en las EE, y sobre todo en los países menos desarrollados. En un mundo incierto, los mercados de seguros son incompletos y existen costos de información, cambios de humor contagiosos, y las valuaciones *ex-ante* y *ex-post* de los activos financieros pueden ser radicalmente diferentes.

III.1. “Financierismo” impulsado por las reformas neoliberales

Una característica distintiva de la gestión macroeconómica, en la transición hacia el desarrollo de las naciones más avanzadas y de los países exitosos de reciente industrialización, ha sido el predominio de las dimensiones productivas por sobre las financieras. El desarrollo fue impulsado por el lado “real” de la economía, y los aspectos financieros le fueron funcionales. Esto significa una correlación de política contraria al enfoque neoliberal y a la tesis habitual de la liberalización financiera como insumo esencial y tutor del desarrollo.

En cambio, en los LAC, en la era de aplicación de las políticas neoliberales, en el llamado Consenso de Washington, prevaleció el fenómeno del “financierismo”, es decir, el dominio (o la influencia fuerte y los *lobbies* poderosos) de los agentes financieros cortoplacistas sobre las decisiones macroeconómicas.

El vínculo creciente con el sistema financiero internacional facilitó su disociación de las necesidades de los sistemas productivos nacionales y alentó la fuga de capitales durante los períodos de crisis internas.

Por otro lado, desde los años setenta, los agentes económicos vinculados con la esfera financiera ganaron una mayor influencia en las empresas públicas y privadas, así como en los ministerios y otras reparticiones gubernamentales. Esta situación impuso el predominio en estos niveles de un sesgo cortoplacista por sobre la preocupación por mejorar la productividad y lograr una mayor capacidad productiva. Esta tendencia se profundizó después de la crisis de la deuda, cuando los acreedores financieros externos y las instituciones financieras internacionales pasaron a tener un mayor peso en la definición de las políticas nacionales. En los mercados especulativos, una parte considerable de los esfuerzos de los agentes económicos se focaliza en adquirir información para beneficio excluyente, que suele reflejarse en ganancias de capitales más que en mayor productividad, generando una redistribución de suma cero o negativa, debido al uso de recursos reales para estos fines.

En síntesis, la apertura total al mercado internacional (como la que realizaron en la década del noventa la mayoría de los LAC) puede desbaratar los grandes esfuerzos destinados a la estabilización interna y alentar la volatilidad de

capitales. De hecho, podría significar, principalmente, la integración a los segmentos más especulativos de los mercados desarrollados. Por el contrario, la inserción en la economía mundial debería apuntar a promover las entradas de capitales a largo plazo, acompañadas por el acceso a la tecnología y a los mercados de exportaciones.

Desde mediados de los años noventa los presidentes latinoamericanos en campaña o electos se convirtieron en asiduos visitantes de Wall Street. A su vez, los medios masivos internacionales empezaron a hablar del “candidato del mercado”, refiriéndose en verdad a los mercados financieros. El fortalecimiento de esta dimensión generó una dualidad creciente, preocupante para la democracia, en los sectores tenidos en cuenta por las autoridades de las EE. Las características actuales de la globalización ampliaron la distancia entre quienes toman las decisiones (*policy makers*) y los agentes financieros por un lado, y los agentes domésticos (trabajadores, emprendedores y empresas) que soportan las consecuencias por el otro. Por lo tanto, una de las consecuencias del camino tomado por la globalización ha sido que los expertos en la intermediación financiera –capacitados en microeconomía– se han vuelto determinantes, en muchos casos, de la evolución de los balances macroeconómicos y de su volatilidad.

Las presiones de los mercados financieros internacionales llevaron a algunos gobiernos a ofrecer garantías a los inversores extranjeros como medio para mejorar su credibilidad más allá de lo que era consistente con el crecimiento y la equidad e incluso, de lo necesario para conseguir la credibilidad de corto plazo de los mercados financieros internacionales. Tal como demuestra el caso argentino de la década de los noventa, si los compromisos públicos exceden lo que puede soportar un país democrático, el resultado puede ser el elogio a corto plazo pero una pérdida neta de credibilidad en el mediano plazo.

El caso de Chile, luego del retorno a la democracia en 1990, es un ejemplo perfecto de las diferencias entre las dimensiones “productivista” y “financierista”: mientras los medios financieros locales e internacionales elogiaban las políticas de liberalización durante el gobierno militar de Pinochet, Chile registró la tasa de inversión promedio más baja del último medio siglo. En cambio, las reformas efectuadas en los años noventa –incluyendo la regulación de la entrada de capitales, manejo cambiario activo, algunos aumentos impositivos, la reforma laboral para fortalecer el poder de negociación de los trabajadores y significativos aumentos del salario mínimo– fueron recibidas “con preocupación” por los grandes empresarios privados y el sector financiero, mientras que la tasa de inversión llegó a máximos históricos. Esta combinación exitosa fue posible gracias a la adopción, a principios de los años noventa, de una macroeconomía de tres pilares. Por el contrario, en la mayor parte de América Latina, el apoyo de las autoridades políticas a la “economía de mercado” nunca fue tan

explícito y fuerte como desde fines de los años ochenta, precisamente el período en que las tasas de inversión registraron sus mínimos históricos. Estos casos demuestran que el elogio entusiasta de los mercados financieros no resultó, por lo general, muy útil para el desarrollo productivo. Una de las fallas importantes de la región ha sido la incapacidad para cambiar la macroeconomía de dos pilares por una de tres pilares que contemple los equilibrios macroeconómicos reales.

III.2. Prociclicidad racional de los mercados financieros de corto plazo; macroeconomistas irracionales que se guían por sus recomendaciones

Es muy difícil salir de las trampas “financieristas” sin un ajuste traumático. Generalmente hace falta una sobre-reacción hacia tipos de cambio o tasas de interés extremos y restricciones de liquidez considerables, dos factores que, juntos, dan lugar a un entorno macroeconómico hostil para las empresas y los trabajadores.

Una característica importante de las crisis económicas más recientes de Asia Oriental y América Latina es que las turbulencias financieras y cambiarias fueron sufridas por las EE consideradas como muy “exitosas” por las IFI y los agentes financieros. De hecho, antes de la explosión de sus crisis financieras, habían recibido mejoras en su evaluación por parte de las calificadoras de riesgo internacionales; razón por la cual se las recompensó con grandes flujos de capital privado y *spreads* en baja, acumulando *stocks* crecientes de pasivos externos.

Dado que los flujos voluntarios no pueden producirse sin el consentimiento de deudores y acreedores, ¿por qué ninguno de los agentes actuó a tiempo para frenar estos flujos antes de las crisis? El hecho es que ambas regiones ingresaron en zonas de vulnerabilidad (repetimos las señales: alguna combinación de grandes pasivos externos con un alto porcentaje a corto plazo; auge del crédito; descalces de monedas y plazos; déficit externo significativo; tipo de cambio apreciado; altos coeficientes precio/utilidades en el mercado bursátil; altos precios de las propiedades lujosas; y bajas tasas de inversión interna en el caso de los países latinoamericanos). Paralelamente, tal como se expuso recién, los agentes especializados en los aspectos microeconómicos de las finanzas, los cuales se concentran en los segmentos líquidos o de corto plazo de los mercados de capitales, empezaron a tener una voz dominante en la generación de las expectativas y de las políticas macroeconómicas.

Existe una valiosa bibliografía sobre las causas de la inestabilidad financiera. Ella comprende: las asimetrías de información entre acreedores y deudores y la falta de internalización adecuada de las externalidades negativas que cada agente genera sobre los demás (mediante vulnerabilidad creciente); éstas subyacen a los ciclos de abundancia y escasez de financiamiento externo

(Krugman, 2000). Por consiguiente, la tendencia a equiparar opiniones y expectativas con “información” contribuye al comportamiento de manada y a la existencia de equilibrios múltiples. De hecho, observamos un contagio notable, primero de exceso de optimismo y luego de exceso de pesimismo, en muchas de las crisis financieras que afectaron a las EE durante las tres últimas décadas.

Durante cuatro procesos expansivos generalizados en la región (1976-81, 1991-94, 1996-97, 2004-08) hubo un contagio evidente de excesivo optimismo entre los operadores financieros. Más que apetito por el riesgo, en estos episodios los agentes proveedores de fondos subestimaron o incluso ignoraron el riesgo. Con respecto a los deudores, en períodos de optimismo excesivo, la evidencia demuestra que la mayoría de ellos no se endeuda pensando en el *default* y esperando ser rescatados o beneficiarse con una moratoria. Todo lo contrario, predominan las expectativas de altos rendimientos, de manera tal que los prestatarios también son víctimas del síndrome de euforia financiera típico de los períodos de auge.

Sin embargo, más allá de estos hechos, hay dos características adicionales del lado del acreedor que son cruciales.⁴³ Una es la naturaleza particular de los agentes prestamistas que actúan en el lado de la oferta. Hay asimetrías naturales en la conducta y los objetivos de los diferentes agentes económicos. Los que predominan en los mercados financieros se especializan en inversiones líquidas de corto plazo, operan dentro de horizontes de tiempo cortos y son, por su naturaleza, muy sensibles a los cambios en las variables que afectan los retornos de corto plazo. La segunda característica es la difusión gradual de información entre los potenciales agentes sobre las oportunidades de inversión en las EE. Los agentes de los diferentes segmentos del mercado financiero suelen incursionar gradualmente en nuevos mercados cuando observan oportunidades rentables en las EE desconocidas para ellos.

Desde el lado de la oferta, esto explica por qué el crecimiento de los flujos a las EE –en los períodos mencionados– fueron procesos que continuaron durante varios años y no cambios que se dieron por una vez. En este sentido, es oportuno enfatizar la importancia para el diseño de políticas públicas de diferenciar entre dos tipos diferentes de volatilidad de los flujos de capitales: los cambios de corto plazo por un lado y la inestabilidad de mediano plazo por el otro, la cual hace que algunas variables, como el mercado bursátil, los precios de los inmuebles y el tipo de cambio, se muevan de manera persistente

43. Desarrollamos esta interpretación en Ffrench-Davis (2005, capítulo V). Análisis complementarios se encuentran en Frenkel (2004); Williamson (2003).

en una dirección dada, brindando “certezas equivocadas” al mercado y alentando los movimientos de capitales, en busca de una renta económica más que de diferencias en la productividad real. Los flujos de capitales privados, impulsados por la volatilidad (o reversibilidad) de las expectativas a mediano plazo suelen tener un sesgo procíclico fuerte y costoso para el desarrollo económico.

En el frente interno de los LAC, al inicio de los ciclos, había potencial suficiente como para que los acreedores obtuvieran altas tasas de retorno sobre los flujos de capitales dirigidos a la región. Por ejemplo, al producirse su apertura financiera, en los años ochenta y principios de los noventa, las economías latinoamericanas estaban inmersas en una recesión, con un mercado inmobiliario y bursátil deprimido, altas tasas de interés y monedas locales en principio subvaluadas. En realidad, para 1990, los precios de las propiedades y las acciones eran muy bajos en América Latina y el precio del dólar era comparativamente alto.

En el caso del este asiático, cuando la región abrió sus cuentas de capital durante la década de 1990, la oferta internacional de fondos ya estaba en auge. En comparación con los países latinoamericanos, Asia crecía muy rápido, con altas tasas de ahorro y de inversión. Sin embargo, el mercado accionario también estaba deprimido si se lo compara con el de los países abundantes en capital (los cuales exhibían bajos coeficientes precio/utilidades), y los pasivos externos líquidos eran bajos. Naturalmente, la tasa de retorno tiende a ser más alta en los sectores productivos de las EE con escaso capital que en los mercados maduros con abundancia relativa en capital. Entonces, hay espacio potencial para que existan flujos de capital muy rentables desde estos últimos hacia los primeros. Los movimientos deberían continuar hasta que converjan las tasas de retorno (¡ajustadas por riesgo!), lo cual debería llevar bastante tiempo. En estas condiciones, la dirección de los ajustes previstos de cualquier economía emergente que pasa de una cuenta de capital cerrada a otra abierta debería ser similar a la registrada en los países latinoamericanos. Por ejemplo, en ambas regiones, el resultado fue un aumento espectacular del precio de las acciones que, en promedio, multiplicó por cuatro el índice de precios en el período 1990-94 y (después de la caída abrupta del 40% provocada por la crisis del Tequila) por dos en el período 1995-97 en Latinoamérica y por dos en 1992-94 en Asia Oriental. Todos estos cambios estuvieron directamente asociados a los flujos de cartera.

A su vez, las tasas de interés locales fueron por lo general altas al comienzo de los episodios de fuertes ingresos de capitales, lo que reflejó la restricción externa dominante que enfrentaba la mayoría de estos países durante estos períodos de escaso financiamiento externo, políticas monetarias restrictivas y sesgo cortoplacista en las reformas financieras implementadas.

En términos de eficiencia asignadora y para las estrategias de desarrollo orientadas a las exportaciones, un precio macro tan importante como el tipo de cambio, guiado por flujos de capitales dirigidos por agentes cortoplacistas, revela una inconsistencia de política seria.⁴⁴ El aumento de la demanda agregada, derivado del ingreso de capitales, la revaluación cambiaria, y el porcentaje creciente de la demanda interna concentrada en bienes transables aumentan “artificialmente” la capacidad de absorción y la demanda de ahorro externo. Por consiguiente, el cambio exógeno –desatado por las transformaciones registradas en los mercados de capitales internacionales– se convirtió en un proceso endógeno que derivó en vulnerabilidad interna dada la potencial reversibilidad de los flujos.

En síntesis, la interacción entre estos dos conjuntos de factores –la naturaleza de los agentes y el proceso de ajuste– explica la dinámica temporal de los flujos de capitales: por qué los prestamistas siguen aportando fondos cuando los fundamentos macroeconómicos reales empeoran. Cuando los acreedores descubren un mercado emergente, su exposición inicial es baja o nula. Luego, generan una serie de flujos, que derivan en *stocks* de sus activos financieros en acelerado crecimiento en las EE; en realidad, llegan demasiado rápido y/o son demasiado grandes como para que la absorción por parte de las EE sea eficiente. A menudo, la absorción se ve aumentada artificialmente por una revaluación del tipo de cambio y una demanda agregada creciente cuya consecuencia directa es un mayor déficit externo.

En conclusión, los agentes económicos especializados en la asignación de financiamiento *overnight* o líquido, que pueden ser muy eficientes en su campo pero operan con horizontes de corto plazo “por entrenamiento y por recompensa”, llegan a desempeñar un papel relevante en la determinación de las condiciones macroeconómicas y en el diseño de las políticas de las EE. Esto significa que prevalece un enfoque “financierista” por sobre un enfoque “productivista”. El crecimiento con equidad requiere mejorar las recompensas a los aumentos de productividad en lugar de premiar la persecución de renta financiera mediante ganancias de capital. Es necesario reequilibrar tanto las prioridades como el peso de las opiniones de los diferentes agentes económicos intervinientes.

44. Para los agentes cortoplacistas la rentabilidad efectiva y esperada aumentó con el proceso de revaluación. Ese mismo proceso, si se lo percibe como persistente, tendería a desalentar la inversión en la producción de bienes transables intensivos en insumos domésticos. Por lo tanto, debido a sus implicancias para las políticas públicas, es muy relevante lo que sucede con los tipos de cambio durante la etapa expansiva o de auge.

IV. Conclusiones

Las EE están viviendo una auténtica paradoja en la que coexisten el consenso sobre la importancia de los equilibrios macroeconómicos y una situación generalizada de costosos desequilibrios para grandes segmentos de la economía real, es decir, del capital físico y el trabajo.

Para resolver estas ineficiencias se necesita una macroeconomía para el desarrollo sustentable o macroeconomía real, focalizada no sólo en la estabilización del nivel de precios y el control de los déficits fiscales (como sostiene el *mainstream* neoliberal) sino también en los equilibrios externos (esenciales para las economías abiertas) y en las variables reales determinantes del desarrollo sostenido. El principal equilibrio real es el nivel de utilización de la capacidad productiva (es decir, el empleo de los factores de producción, capital y trabajo, a su nivel potencial) dado que este equilibrio es crítico en la evolución del ingreso efectivo, la equidad social, los ingresos fiscales estructurales o de “pleno empleo”, la formación de capital y el crecimiento económico.

La brecha entre la frontera productiva y su tasa de utilización implica una flagrante ineficiencia macroeconómica, que se refleja en la capacidad instalada subutilizada de las empresas, el desempleo de la fuerza laboral y una menor productividad total efectiva de los factores. Por lo general, uno de los efectos notorios de estas situaciones recesivas ha sido la marcada reducción posterior de las tasas de inversión, el deterioro de las habilidades de los desempleados y el aumento de la desigualdad social.

Los equilibrios macroeconómicos reales –incluyendo una demanda agregada consistente con la capacidad productiva, tipos de cambio y tasas de interés sustentables (no de valores extremos o desalineados), responsabilidad fiscal e inflación moderada– son esenciales para el crecimiento y la equidad. Dada la prociclicidad de los flujos financieros (y los términos de intercambio), uno de los requisitos para alcanzar estos equilibrios macroeconómicos es la regulación integral de los movimientos de capital. El resultado positivo es una macroeconomía orientada al desarrollo. Naturalmente, cuando las naciones en desarrollo enfrentan la necesidad de regular la volátil globalización financiera, deben beneficiarse con la disponibilidad de diversas alternativas y elegir un conjunto flexible de políticas fuertemente contracíclicas y compatibles con sus estructuras económicas, el grado de desarrollo de sus mercados y los objetivos democráticos de sus respectivas sociedades.

Es crucial garantizar que el volumen de las entradas de capital sea consistente con la capacidad de absorción del país que las recibe. Ignorar este punto es una de las razones fundamentales de la reciente inestabilidad macroeconómica de

las EE. La capacidad de absorción debe referirse tanto a la utilización de la capacidad productiva existente como a la creación de nueva capacidad. La composición de los flujos es también relevante en tres dimensiones. Primero, la inversión extranjera directa en nuevos activos (IED *greenfield*) (es decir, excluyendo las adquisiciones de los activos existentes) alimenta de manera directa la formación de capital (por lo general, intensivo en bienes importados), como también lo hacen los préstamos a largo plazo a los importadores de bienes de capital. Segundo, los flujos volátiles suelen impactar de manera directa en el mercado cambiario y en los mercados de activos financieros e inmobiliario; en cambio, tienen una asociación muy débil con la formación de capital, que requiere financiamiento de largo plazo. Tercero, los flujos de capitales de corto plazo a menudo se dirigen a financiar consumo, debido a la liberación de las restricciones de liquidez y a la mayor velocidad de respuesta de los consumidores, en comparación con la respuesta más rezagada de la inversión productiva irreversible.

Las regulaciones de la cuenta de capital pueden actuar como herramienta macroeconómica prudencial, y atacar el origen directo de los ciclos de auge-caída, es decir, los flujos de capital inestables. Brindan espacio para la acción durante los períodos de euforia financiera, mediante la adopción de una política monetaria prudente y menores presiones apreciatorias del tipo de cambio. Si son efectivas, reducirán o eliminarán los costos cuasifiscales habituales de la acumulación esterilizada de divisas. Es sumamente importante que, en el otro extremo del ciclo, el de las restricciones externas dominantes, puedan brindar el espacio para aplicar políticas fiscales y monetarias expansivas.

Las experiencias innovadoras de controles de capitales de corto plazo, basadas en regulaciones de precios relativos de los flujos (como la exitosa experiencia de Chile, con el encaje sobre los ingresos de capitales financieros en la primera mitad de la década de los noventa) indican que pueden proporcionar instrumentos útiles, tanto para mejorar los perfiles de deuda como para facilitar la adopción de políticas macroeconómicas contracíclicas. Su objetivo es brindar un entorno macroeconómico más sostenible durante el período de auge y minimizar los costosos ajustes durante los ciclos desfavorables resultantes de desequilibrios generados con el recalentamiento de la economía. Proporcionan un contexto más propicio al mercado para (i) las decisiones de inversión irreversibles; (ii) evitar brechas significativas entre el PIB efectivo y el PIB potencial; (iii) evitar los precios macro extremos (tipo de cambio y tasas de interés); y (iv) desalentar los coeficientes macro extremos (déficit de cuenta corriente/PIB; precio/utilidades de las acciones; pasivos netos externos líquidos de corto plazo/ reservas internacionales).

Por otro lado, los tradicionales controles de tipo de cambio, como los de China e India (por ejemplo, restricciones cuantitativas sobre el endeudamiento

financiero a corto plazo y reglamentaciones varias respecto de otras entradas y salidas de capital por parte de los agentes residentes) han funcionado de manera bastante eficiente en lo que respecta a los objetivos de política económica de reducir significativamente la sensibilidad macroeconómica nacional ante la volatilidad financiera internacional.

Referencias

Aghion, P. y S. Durlauf (2007), "From growth theory to policy design", Harvard University, para la Comisión de Crecimiento y Desarrollo, abril.

Agosin, M. R. (2007), "Trade and growth: Why Asia grows faster than Latin America", en R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (eds.), *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, Palgrave Macmillan, Nueva York.

Blanchard, O. y J. Gali (2006), "A new Keynesian model with unemployment", MIT, julio.

Easterly, W. y L. Servén (2003), *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America*, Stanford University Press, California.

Eichengreen, B. (2007), "The real exchange rate and growth", documento preliminar para la Comisión de Crecimiento y Desarrollo, marzo.

Ffrench-Davis, R. (2005), *Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neo-Liberal*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.

Ffrench-Davis, R. (2004), *Chile entre el Neoliberalismo y el Crecimiento con equidad*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.

Ffrench-Davis, R. y H. Tapia (2005), "Macroeconomics-for-growth in emerging economies", *documento de trabajo de IPD*, Grupo de Trabajo sobre Macroeconomía, Columbia University, Nueva York.

Frenkel, R. (2004), "From the boom in capital inflows to financial traps", en proyecto de investigación de la CEPAL sobre *Administración de la Volatilidad, Globalización Financiera y Crecimiento en las EE*, publicado en un volumen sobre Liberalización de la Cuenta de Capital de IPD.

Griffith-Jones, S. (2001), "An international financial architecture for crisis prevention", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Financial Crises in 'Successful' Emerging Economies*, Brookings Institution Press/CEPAL, Washington, DC.

Kaplan, E. y D. Rodrik (2001), "Did the Malaysian capital controls work?", *documento de trabajo de NBER* N° 8142, Cambridge, Massachusetts.

Krugman, P. (2005), "Is fiscal policy poised for a come back?", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, N° 4, invierno.

Kuczynski, P. P. y J. Williamson (2003), eds., *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, DC.

Mahani, Z., K. Shin e Y. Wang (2006), "Macroeconomic adjustment and the real economy in Korea and Malaysia since 1997", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Seeking Growth under Financial Volatility*, Palgrave Macmillan, Londres.

Marfán, M. (2005), "Fiscal policy efficacy and private deficits: A macroeconomic approach", in J. A. Ocampo (ed.), *Rethinking Development Challenges*, Stanford University Press, Palo Alto, California.

Ocampo, J. A. (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", *CEPAL Review* N° 93, diciembre.

Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei, y M. Kose (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence", *documento ocasional del FMI*, N° 220, septiembre.

Rodrik, D. (2007), "The real exchange rate and economic growth: theory and evidence", Harvard University, julio.

Rodrik, D. (2006), "Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?" A review of the World Bank's *Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*, *Journal of Economic Literature* Vol. XLIV, diciembre.

Singh, A. (2006), "Macroeconomic Volatility: The policy lessons from Latin America", *documento de trabajo del FMI*, N° 166, julio.

Stiglitz, J. (2000), "Capital market liberalization, economic growth and instability", *World Development*, Vol. 28, N° 6, junio.

Tytell, I. y S-J. Wei (2004), "Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?", documento de trabajo 04/84, Fondo Monetario Internacional, mayo.

Williamson, J. (2003), "Overview: an agenda for restarting growth and reform", en Kuczynski y Williamson (2003).

Metas de inflación bajo situaciones de turbulencia financiera

Panel VI

Bennett T. McCallum
(Profesor - Universidad Carnegie Mellon)

Metas de inflación bajo tensión: Cuestiones teóricas y prácticas

1. Cuestiones prácticas

Gran parte de mi presentación se centrará en cuestiones teóricas pero, dada la naturaleza de esta conferencia, comenzaré analizando los efectos políticos que en la práctica tienen las recientes turbulencias financieras en Estados Unidos respecto de la Reserva Federal. (Creo que todos estarán de acuerdo en que esta experiencia está relacionada con las metas de inflación [M1] aunque la Reserva Federal no tenga oficialmente dicho régimen). La inestabilidad sometió a la Reserva Federal a una tensión inusual por dos vías: en primer lugar, presionándola para que abandone su estrategia de política monetaria previa (o, ¿acaso fue el abandono de esa estrategia en el período 2003-05 lo que generó estas turbulencias?); y, en segundo lugar, impulsándola hacia actividades de naturaleza no monetaria que probablemente interfieren con la conducción de la política monetaria.

Algunos autores justifican medidas de la Reserva Federal, como la operatoria en el caso de Bear-Stearns, sosteniendo que se corresponden con el rol tradicional de todo banco central como “prestamista de última instancia (PUI)”. A mi entender, este argumento es injustificado. La obligación tradicional del “prestamista de última instancia” es “prestar libremente, en tiempos de tensión, pero a una tasa de interés punitiva y contra garantías sólidas”. Sin embargo, las acciones que hemos visto incluyen tasas subsidiadas y garantías de una calidad cuestionable. En términos más generales, la lógica del rol tradicional de PUI se basa en la obligación de las autoridades monetarias de proteger el sistema de pagos (que implica la presencia de externalidades derivadas de la función de proveer medios de cambio). Pero esa obligación no necesariamente justifica la protección de todo el sistema financiero. Y tampoco justifica la participación del Banco Central en programas subsidiados de préstamos a los estudiantes (por ejemplo). De hecho, la Reserva Federal viene aceptando medidas fiscales que el Congreso de Estados Unidos no está dispuesto a sancionar de manera abierta, operaciones con mucho potencial para confundir al público. Esta actividad representa un alejamiento drástico del papel de la Reserva Federal como hacedor independiente y transparente de política monetaria.

Marca un alejamiento aún mayor del espíritu inicial de las metas de inflación –es decir, el foco en la prevención de la inflación como único objetivo operacional de la política monetaria– que fue (a mi entender) el mayor aporte a las importantes mejoras en el desempeño monetario de la década de los noventa (iniciadas por la desinflación de Volcker de 1979-1982).

El cambio de política de los años noventa estuvo acompañado por un cambio paralelo en el análisis de la política monetaria. El documento clásico de Taylor (1993) ayudó a estimular modificaciones en la práctica analítica tanto de los académicos como de los economistas de los bancos centrales, cambios que terminaron por acercarlos. (Los académicos comenzaron a utilizar las reglas de política con un instrumento realista, mientras que los economistas de los bancos centrales empezaron a realizar sus análisis con reglas de política en los modelos de equilibrio general dinámicos y estocásticos [DSGE]. Ahora es imposible separar el trabajo de ambos). Estos dos cambios estuvieron relacionados y se reforzaron mutuamente. Por eso, el marco analítico convencional de la actualidad es el de las metas de inflación. Seguidamente, analizaré un desafío importante de este marco que es interesante y requiere una respuesta analítica.

2. Desafío teórico

Poco tiempo atrás, John Cochrane (2007) cuestionó con firmeza la lógica económica fundamental del análisis *mainstream* de la política monetaria promovido por Clarida, Gali y Gertler (1999), King (2000), Taylor (1993) y Woodford (2003), entre otros.⁴⁵ Un ingrediente central de su análisis es el supuesto de que la conducción de la política monetaria se basa en una regla de ajuste período a período de una tasa de interés de corto plazo que satisface el Principio de Taylor. Cochrane sostiene que la noción habitual de “determinación”, es decir una solución de expectativas racionales única y estable, no garantiza que se generarán movimientos de inflación estables en torno de la meta. Su razonamiento se expresa de la siguiente manera:

Sostengo que el Principio de Taylor, en el contexto de los modelos nekeynesianos (NK), no determina de hecho la inflación o el nivel de precios. No hay nada en la economía que haga imposibles las trayectorias nominales explosivas o “no locales”. Las condiciones de transversalidad pueden descartar la posibilidad de explosiones reales pero no nominales.

45. El siguiente debate se basa en McCallum (2008).

En mi opinión, tiene mucha razón en este punto. El concepto de “determinación” en el análisis habitual es la unicidad de la solución no explosiva de expectativas racionales (ER) en el modelo. Pero las ecuaciones de los modelos nekeynesianos son consistentes con trayectorias de ER que presentan una inflación explosiva, además de una o más trayectorias estables. Las trayectorias explosivas generan una disminución de los saldos reales y, como resultado, no implican explosiones en los saldos reales que son relevantes para las condiciones de transversalidad necesarias para la optimalidad individual. Por lo tanto, la lógica habitual de los argumentos de determinación no implica la ausencia de inflación explosiva.

Pero aunque acepto este punto, no justifico las conclusiones negativas de Cochrane sobre el análisis convencional, porque hay un criterio alternativo que es satisfactorio desde un punto de vista lógico. Es el requisito de que para ser plausible como equilibrio, la solución ER debería satisfacer la propiedad de aprendizaje, tal como se establece en el trabajo de Evans y Honkapohja (E&H, 2001). La adopción de este criterio, que debería ser atractivo para cualquier analista dedicado a los temas realistas de la política monetaria sirve, en principio, para justificar la mayor parte del análisis nekeynesiano actual, y también para eliminar otros aspectos problemáticos de este análisis.

3. La crítica de Cochrane

Para explicar el tema, comenzaré con el modelo

$$y_t = b_0 + b_1(R_t = E_t \pi_{t+1}) + E_t y_{t+1} + v_t \quad b_1 < 0 \quad (1)$$

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa(y_t - \bar{y}_t) \quad \kappa > 0 \quad (2)$$

$$R_t = \mu_0 + (1 + \mu_1)\pi_t + \mu_2(y_t - \bar{y}_t) + e_t \quad \mu_1 > 0 \quad (3)$$

donde y_t , π_t , y R_t denotan producto, inflación y tasa de interés nominal medidos como desviaciones porcentuales de los valores de estado estacionario. Además, \bar{y}_t es la desviación porcentual del estado estacionario de la tasa de producto natural (precios flexibles). En esta demostración, se considerará que \bar{y}_t es exógeno, como lo son los *shocks* v_t y e_t (ruido blanco). La demostración principal de Cochrane supone una flexibilidad total del precios, de manera tal que $y_t = \bar{y}_t$. Consideremos también que \bar{y}_t es constante, como él lo hace. Así, (1) se reduce a

$$0 = b_0 + b_1(R_t = E_t \pi_{t+1}) + v_t \quad (4)$$

Cochrane elimina v_t , y, luego, con $\approx b_0 / b_1 = r$, se refiere a (4) como “la ecuación

de Fisher". Un banco central sensato definirá $\mu_0 = r$. Entonces, el modelo básico de Cochrane es (3)–(4). Si los combinamos para obtener $0 = b_0 + b_1[\mu_0 + (1+\mu_1)\pi_t + e_t \approx E_t\pi_{t+1}] + v_t$, entonces con $v_t = 0$ y $e_t = \rho e_{t-1} +$ ruido blanco, hay una solución del tipo $\pi_t = \phi_0 + \phi_1 e_t$ que implica que $E_t\pi_{t+1} = \phi_0 + \phi_1 \rho e_t$ y da como resultado

$$\pi_t = 0 - \frac{1}{1 + \mu_1 - \rho} e_t. \quad (5)$$

Ésta es la solución de los "fundamentales", que implica que π_t se relaciona de manera negativa con e_t .

Pero, supongamos que buscamos soluciones del tipo $\pi_t = \phi_0 + \phi_1 e_t + \phi_2 \pi_{t-1}$. Entonces, $E_t\pi_{t+1} = \phi_0 + \phi_1 \rho e_t + \phi_2 (\phi_1 e_t + \phi_2 \pi_{t-1})$ y una segunda solución, además de (5), sería

$$\pi_t = (1/\rho)e_t + (1+\mu_1)\pi_{t-1}. \quad (6)$$

Con $\mu_1 > 0$, como es requerido (en esta configuración) por el Principio de Taylor, esto último implica un proceso explosivo. Ésta es la clase de solución a la que se refiere Cochrane donde no tenemos, en el razonamiento habitual del modelo neokeynesiano, una condición de transversalidad que la descarte. En la Sección 5, agregaré al modelo el dinero como medio de cambio. Teniendo en cuenta este punto pendiente y sobre una base preliminar, parece apropiado aceptar la crítica de Cochrane al análisis *mainstream* de la política monetaria en los modelos neokeynesianos y las reglas de política del tipo subrayado por Taylor.

4. Aprendizaje con MC (mínimos cuadrados)

Estudios como Bullard (2006), E&H (2001), McCallum (2003, 2007) y Woodford (2003, pp. 261-76) sostienen que para que una solución ER sea plausible (y, por lo tanto, relevante para el análisis de la política) debe ser una solución sujeta a aprendizaje. La idea básica es que en cualquier modelo que se proponga representar una economía real de mercado, los agentes individuales deberían poder aprender los detalles cuantitativos relacionados con el comportamiento de las variables (que ellos deben pronosticar para tomar decisiones) a partir de los datos generados por la economía misma. Sin embargo, Cochrane (2007, p. 44) cuestiona brevemente esta premisa de la siguiente manera:

...se han esgrimido numerosos principios casi filosóficos respecto de la reducción de los equilibrios. Por ejemplo, E&H (2001) defienden los criterios basados en el aprendizaje de mínimos cuadrados (MC), mientras que McCallum

(2003) defiende un “criterio mínimo de estado de una variable” al que relaciona con el aprendizaje. Estos refinamientos van más allá de las definiciones estándar de equilibrios económicos. Podría sugerirse que cuando el modelo brinda equilibrios múltiples, necesitamos criterios de selección adicionales. Yo sostengo, en cambio, que lo que necesitamos es un modelo diferente.

Este argumento de Cochrane tiene dos partes: (i) una desestimación del aprendizaje (sólo justificada por el uso de la palabra “filosóficos”) y (ii) la defensa de un “modelo diferente”, que significa la teoría fiscal del nivel de precios (TFNP). En este punto, cuestiono la sugerencia de que el aprendizaje de mínimos cuadrados es un principio espurio. Permítanme comenzar citando mis propias palabras:

La idea de que deberíamos considerar al aprendizaje como una condición necesaria para la relevancia de una solución ER comienza con la presunción de que los agentes individuales deben, de algún modo, conocer las magnitudes de los parámetros que describen las leyes de movimiento de la economía a partir de observaciones generadas por la economía; no pueden dotarse de ese conocimiento como por arte de magia. No cabe duda de que un esquema de aprendizaje determinado puede ser incorrecto al describir el comportamiento real del aprendizaje. No obstante... es importante señalar que el proceso de aprendizaje de MC en cuestión supone que (i) los agentes están recogiendo un número creciente de observaciones sobre todas las variables relevantes mientras (ii) la estructura de la economía permanece invariante. Además, (iii) los agentes están estimando los parámetros desconocidos relevantes (iv) con un estimador apropiado (v) en un modelo adecuadamente especificado. Por consiguiente, si el proceso en cuestión no nos permite adquirir información sobre la solución ER propuesta –a la que pertenecen los resultados de E&H–, entonces parecería muy poco plausible que pueda prevalecer en la práctica” (2007, p. 1378).

Cochrane sugiere que el requisito –que los individuos deberían contar con algún medio para obtener la información necesaria para dar forma a las expectativas–, de alguna manera, un elemento “adicional” a las “definiciones habituales de equilibrio económico”. Quizás lo sea, pero en el análisis dinámico estándar para la determinación de las variables exógenas, especificamos conjuntos de información que incluyen características cuantitativas del sistema más, como máximo, los valores actuales y pasados de las variables relevantes. Esto es básicamente lo que hace el aprendizaje de MC con respecto al conocimiento actual de la estructura de la economía. La noción de factibilidad se aplica a la información.

El punto es que, con este modelo, la aplicación del criterio de aprendizaje de MC elimina la solución explosiva de la ecuación (6), argumento ya muy conocido a partir de Bullard y Mitra (2002) y Honkapohja y Mitra (2004). Es

posible resumir el análisis relevante de la siguiente manera, considerando modelos lineales que pueden expresarse así:

$$x_t = AE_t x_{t+1} + Cx_{t-1} + Dz_t \quad (7)$$

donde x_t es un vector $n \times 1$ de variables endógenas, mientras que las variables exógenas z_t son $z_t = Rz_{t-1} + \varepsilon_t$ siendo ε_t ruido blanco y R una matriz estable. Considerando soluciones fundamentales del tipo

$$x_t = \Omega x_{t-1} + \Gamma z_t, \quad (8)$$

el razonamiento del coeficiente indeterminado estándar establece que Ω debe satisfacer la ecuación cuadrática

$$A\Omega^2 \approx \Omega + C = 0. \quad (9)$$

Hay muchas matrices Ω que satisfacen esta ecuación. Si más de una tiene todos sus autovalores < 1 en el módulo, entonces hay múltiples soluciones estables es decir, indeterminación.

Para este sistema, E&H (2001, p. 238) señalan que hay aprendizaje de mínimos cuadrados si y sólo si las siguientes matrices tienen todos los autovalores con las partes reales inferiores a 1:

$$F = (I - A\Omega)^{-1} A \quad (10a)$$

$$\Omega' \otimes F \quad (10b)$$

$$R' \otimes F. \quad (10c)$$

Observemos que si no hay variables endógenas rezagadas, $C = 0$, lo que implica que $\Omega = 0$ y $F = A$. Entonces, (12a) equivale al requisito de que todos los autovalores de A tengan partes reales < 1 . En el modelo básico (3)–(4), la solución de los fundamentales tiene $\Omega = 0$ y $A = 1/(1 + \mu_1)$. Por consiguiente, se satisfacen los requisitos (10a–c). En cambio, la solución de los no fundamentales (6) es

$\pi_t = (1/\rho)e_t + (1 + \mu_1)\pi_{t-1}$ es decir, $\Omega = 1 + \mu_1$ y

$$F = (I - A\Omega)^{-1} A = [1 - (1 + \mu_1)/(1 + \mu_1)]^{-1} (1/(1 + \mu_1)) = [1 \approx 1]^{-1} (1/(1 + \mu_1)) \\ = (1/(1 + \mu_1))/0.$$

Por lo tanto, en este caso, $F > 1 + \mu_1$ () y se violan las condiciones (10a–b). En consecuencia, la solución explosiva no cumple con la propiedad de aprendizaje.

Aunque satisface las condiciones de ortogonalidad para ER, no es plausible que un sistema económico con esta especificación genere resultados del tipo descrito en (6).

5. El dinero de medio de cambio

Hasta el momento, no hubo un reconocimiento del dinero como activo que actúa como medio de cambio y, por esa vía, facilita las transacciones. En realidad, este activo no está presente en algunos análisis neokeynesianos (por ejemplo, la economía sin efectivo de Woodford). Cochrane señala que las inflaciones explosivas no derivan en violaciones a la transversalidad, pero no explica en detalle este argumento. De hecho, suele trabajar con modelos en los que no hay medio de cambio. Sin embargo, en McCallum (2008) realicé un análisis que indica que su argumento tiene sustento.

6. Teoría fiscal del nivel de precios

Cochrane tiene a su favor que no termina el ensayo con la conclusión de que “cualquier cosa puede ocurrir”. Por el contrario, invoca la teoría fiscal del nivel de precios (TFNP) y dice:

...Concluyo que la teoría fiscal es el único modelo económico actualmente disponible que puede hacerlo, es decir que “puede determinar el nivel de precios o el índice de inflación en una economía de dinero fiduciario con el tipo de metas de tasa de interés que vemos que siguen los bancos centrales” (2007, p 44).

Para utilizar la TFNP, debemos introducir los bonos gubernamentales. Esa necesidad es desafortunada en sí misma; debería ser posible realizar análisis para una economía con la política de la regla de Taylor y sin otra deuda gubernamental más que el dinero. No obstante, tomemos su sugerencia e incluyamos los bonos (del gobierno). Para poder distinguirlos del dinero, debe haber algunos servicios facilitadores de las transacciones provistos por el dinero y no por los bonos. Luego consideremos los equilibrios que se obtienen en una economía en la que el Banco Central sigue una regla de Taylor que satisface el Principio de Taylor, mientras que la autoridad fiscal determina el gasto público de manera exógena y determina impuestos (de suma fija) en respuesta a la cantidad de bonos en circulación, de acuerdo con las reglas analizadas por Leeper (1991), Sims (1994), Woodford (1995) y Cochrane (2005). La regla fiscal puede ser “activa” o “pasiva”. En este último caso, la regla es sensata, es decir, recauda los impuestos suficientes como para reducir la deuda en alguna fracción positiva cada período. En cambio, una política “activa” aplica impuestos de manera tan agresiva que la deuda

se reduce a cero de inmediato o tan débil que la deuda crece de manera continua. Ninguno de estos extremos es relevante para las economías reales.

¿Qué es lo que ocurre cuando hay una política monetaria activa y una política fiscal pasiva? E&H (2007) estudiaron este caso, cuyo resultados se utilizan en McCallum-Nelson (2005). En una región con una política monetaria y fiscal sensata, hay una única solución estable y está sujeta al aprendizaje. Describe con exactitud el equilibrio supuesto en el análisis habitual de tipo neokeynesiano. En cambio, si la autoridad fiscal adopta (de manera perversa) una regla activa, entonces hay dos casos. Con una política impositiva abiertamente agresiva, no hay ningún equilibrio sujeto al aprendizaje; entonces, el análisis predice que esta combinación derivaría en un comportamiento desordenado que el análisis racional no está en condiciones de explicar de manera apropiada. En segundo lugar, con una política monetaria sensata y una política impositiva débil, no hay una solución estable. Hay una pequeña región en la que los bonos explotan, pero el dinero y los precios permanecen estacionarios en un equilibrio sujeto al aprendizaje e, incluso, una región más pequeña en la que el dinero, los bonos y los precios explotan todos en un equilibrio sujeto al aprendizaje. En ambos casos, tal como señalaron McCallum y Nelson (2005), el resultado es exactamente igual al que predeciría el análisis monetarista tradicional. Por lo tanto, la TFNP no es útil para analizar el comportamiento del nivel de precios en una economía con dinero fiduciario en la que la política monetaria satisface el Principio de Taylor.

7. Conclusiones

Es importante, entonces, comprender los fundamentos lógicos de los modelos dinámicos utilizados en el análisis *mainstream* actual de la política monetaria. En este sentido, el trabajo de Cochrane hace un aporte sustancial cuando señala que la “determinación”, en el sentido de una solución única y dinámicamente estable, no proporciona los fundamentos adecuados para los análisis habituales de tipo neokeynesiano. Sin embargo, disponemos hoy de un criterio más satisfactorio, el del aprendizaje a partir de los mínimos cuadrados. El concepto básico de factibilidad informacional sugiere que debería considerarse al aprendizaje como una condición necesaria para la plausibilidad de cualquier solución de ER, y la aceptación de esta visión excluye las soluciones explosivas del tipo analizado por Cochrane. Un subproducto de este análisis es que la “indeterminación” deja de ser un problema bajo otras circunstancias no analizadas por Cochrane.⁴⁶

46. En este documento me focalicé en la teoría de Cochrane y, por ende, no consideré soluciones más esotéricas.

Referencias

- Bullard, J.B., y K. Mitra (2002) "Learning about Monetary Policy Rules", *Journal of Monetary Economics* 49, 1105-1129.
- Clarida, R., J. Gali, y M. Gertler (1999) "The Science of Monetary Policy: A New-Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature* 37, 1661-1707.
- Cochrane, J. H. (2005) "Money as Stock", *Journal of Monetary Economics* 52, 501-528.
- _____ (2007) "Inflation Determination with Taylor Rules: A Critical Review". Documento de trabajo N° 13409 de NBER.
- Evans, G.W., y S. Honkapohja (2001) *Learning and Expectations in Macroeconomics*. Princeton University Press.
- _____ (2007) "Policy Interaction, Learning, and the Fiscal Theory of Prices", *Macroeconomic Dynamics* 11, 665-690.
- King, R.G. (2000) "The New IS-LM Model: Language, Logic, and Limits", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 86(3), 45-103.
- Leeper, E.M. (1991) "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics* 27, 129-147.
- McCallum, B.T. (2003) "Multiple-Solution Indeterminacies in Monetary Policy Analysis", *Journal of Monetary Economics* 50, 1153-1175.
- _____ (2007) "E-Stability vis-a-vis Determinacy Results for a Broad Class of Linear Rational Expectations Models", *Journal of Economic Dynamics and Control* 31, 1376-1391.
- _____ (2008) "Inflation Determination with Taylor Rules: Is New Keynesian Analysis Critically Flawed?", Documento de Trabajo N° 14534 de NBER.
- McCallum, B.T., y E. Nelson (2005) "Monetary and Fiscal Theories of the Price Level: The Irreconcilable Differences", *Oxford Review of Economic Policy* 21, 565-583.
- Sims, C.A. (1994) "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy", *Economic Theory* 4, 381-399.

Taylor, John B. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice," Serie de Conferencias de Carnegie-Rochester sobre Política Pública 39, 195-214.

Woodford, M. (1995) "Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate", Serie de Conferencias de Carnegie-Rochester sobre Política Pública 43-1-46.

_____ (2003) Interest and Prices. Princeton University Press.

Jan Kregel⁴⁷
(Profesor - Universidad de Missouri, Kansas City)

¿Puede el Nuevo Consenso en política monetaria sobrevivir a la inestabilidad financiera y la inflación?

Introducción

Si estas jornadas se hubiesen celebrado hace cuarenta años, estaríamos debatiendo la desaparición del ciclo económico. Como resultado del crecimiento sostenido generado por la reconstrucción de posguerra en Europa y Japón y del uso de una política fiscal de sintonía fina en los Estados Unidos a fines de los años sesenta, la muerte del ciclo económico fue anunciada con bombos y platillos en el momento en que colapsaba el sistema de Bretton Woods y la crisis del petróleo estaba a punto de generar inflación de precios y recesión en todo el mundo desarrollado. Una década después se diseminaría al mundo en desarrollo del continente americano. Pero, en lugar del ciclo económico, fue la política fiscal keynesiana de sintonía fina la que recibió el golpe mortal debido a su incapacidad para hacer frente a la estanflación.

Una discusión similar debería estar en marcha ahora con respecto a la “Gran Moderación”, caracterizada por la caída de la volatilidad de las variables macroeconómicas reales y el período sostenido de inflación moderada que predominó desde principios de los años ochenta. Esta Moderación, observada primero en Estados Unidos, es notoria ahora en todo el planeta. Sin embargo, las condiciones económicas actuales son, en apariencia, similares a las de hace cuarenta años, con precios crecientes de la energía y los *commodities* que generan una caída del producto. Esto plantea la pregunta de si la Moderación terminará o no siendo víctima de la estanflación.

Si bien se ha señalado que los cambios estructurales, en particular la globalización del comercio y las finanzas, y también la buena suerte, son explicaciones

47. Académico senior del Instituto de Economía Levy, de Bard College, Profesor Distinguido de Investigación del Centro para el Pleno Empleo y la Estabilidad de Precios de la Universidad de Missouri, Kansas City.

plausibles para la Moderación, la mayoría de los estudios concluyen que fue producto de “mejores” políticas monetarias. Muchos han sugerido que las mejoras en la política monetaria fueron resultado de un “Nuevo Consenso” sobre el tema⁴⁸ en el cual el banco central define una tasa de interés de política de corto plazo con referencia a alguna meta o rango de metas implícitos para la tasa de inflación futura esperada. Este mecanismo de referencia “depende de una meta cuantitativa, anunciada públicamente, que la autoridad monetaria se compromete a cumplir, cuya búsqueda estructura tanto las deliberaciones sobre la política dentro del banco central como las comunicaciones con el público” (Woodford, 2003). Ben Bernanke ha sostenido que “cuando las expectativas de inflación tienen un anclaje deficiente, de manera tal que el público tiene una gran incertidumbre sobre la tasa de inflación a largo plazo que el banco central espera alcanzar, se convierten en una fuente adicional de volatilidad para la economía”. Cuando la meta se define explícitamente con referencia a un pronóstico formal de la trayectoria esperada de la inflación futura y el mecanismo de referencia se formula también de manera explícita, el nuevo consenso se convierte en una meta de inflación formal y, por esa vía, en el “ancla” de las expectativas de inflación de los individuos.

Tal como ocurrió en los años setenta, ahora enfrentamos la posibilidad de que el retorno de la volatilidad y la inflación anuncie el deceso del Nuevo Consenso en política monetaria. Entonces, a la fecha, todo indica que se ha producido un cambio en el proceso de formación de precios y transmisión de la política monetaria que puede ser relevante para la formulación de la política.

¿Cuánto consenso hay en la política monetaria?

Se ha sugerido que este Nuevo Consenso evolucionó hacia fines de los años ochenta a medida que los bancos centrales fueron abandonando el control monetarista de los agregados monetarios que había predominado después del colapso del sistema de tipo de cambio fijo de Bretton Woods y del aumento de la inflación resultante del alza de los precios del petróleo a principios de la década de los setenta. Las metas de inflación explícitas, en el sentido de una regla formal para el mecanismo de referencia, originalmente introducidas en un pequeño

48. “Pocos disientirían con la idea de que la política monetaria ha jugado un papel importante en la estabilización de la inflación; por lo tanto, el hecho de que la volatilidad del producto haya caído en consonancia con la volatilidad de la inflación en Estados Unidos y en el exterior sugiere que la política monetaria puede haber ayudado a moderar también la variabilidad del producto” (Bernanke, 2004). Bernanke señala que el cambio es perceptible desde 1981, período en el que Paul Volcker estaba experimentando con el control de la oferta monetaria y mucho antes del rechazo de esas políticas por parte de Alan Greenspan a fines de esa década.

número de países desarrollados, se generalizaron a medida que los gobiernos de los países en desarrollo abandonaron las anclas del tipo de cambio fijo que habían sido un componente de las políticas de ajuste estructural del Consenso de Washington introducidas en los programas del FMI tras la hiperinflación producida durante la crisis de la deuda de los años ochenta. Los dos enfoques convergieron a medida que más países adoptaron políticas de tipo de cambio flexible. En verdad, a los países desarrollados que actualmente utilizan el Nuevo Consenso se les recomendó que introdujeran metas de inflación explícitas (por ejemplo, Mishkin para Estados Unidos).

La volatilidad reciente de los mercados financieros y el advenimiento de lo que parece ser un período de estanflación sugieren que el anuncio de la muerte de la volatilidad y la inflación representada por la Gran Moderación puede estar a punto de correr la misma suerte que el deceso del ciclo económico, con la posibilidad de que el Nuevo Consenso sea la víctima, tal como ocurriera con la sintonía fina keynesiana en medio de la inflación de la década de los setenta. Las primeras señales de esa tendencia pueden observarse en las recomendaciones de los economistas y bancos centrales en el sentido de que los países con metas de inflación explícitas deberían practicar una mayor flexibilidad en la administración de su política de tasas de interés (por ejemplo, Stiglitz, Carney).

Hay una dificultad básica en la conexión sugerida entre el Nuevo Consenso y la Gran Moderación. Se supone que esta última comenzó alrededor del año 1981 y fue contemporánea de la problemática introducción del experimento monetarista de Paul Volcker con las metas de agregados monetarios. Sin embargo, muchos consideran que el surgimiento del “Nuevo Consenso” fue producto del fracaso del experimento monetarista de Volcker y el colapso de las funciones de demanda de dinero estables, provocado por la desregulación introducida en este período, en la cual se basaba. La Gran Moderación habría comenzado entonces durante la fallida aplicación de las políticas monetaristas y mucho antes del surgimiento del Nuevo Consenso. Si el viraje hacia las tasas de interés como instrumento de política es la característica definitoria del Nuevo Consenso, entonces la política monetaria parecía haber tenido un papel pequeño en la reducción de la volatilidad.

Esto sugeriría que la decisión de Volcker en 1981 de priorizar el control de la inflación sobre el apoyo al producto o el empleo endureciendo la política ante la estanflación merecería el crédito por la Gran Moderación. A la decisión de reducir el crecimiento de la oferta y aceptar tasas de interés muy altas (aunque acompañadas por controles del crédito) para luchar contra la inflación ante la debilidad económica, que volvió a repetirse en 1984, se le atribuye el mérito de haber producido un cambio estructural en las expectativas de los formadores de precios y salarios. Las decisiones de precios incompatibles con la meta de

reducción de la inflación de la Reserva Federal tendrían ahora consecuencias “reales” sobre el producto. En realidad, parece que las expectativas de inflación cruciales que influyeron en Volcker fueron las expresadas por las tasas de interés a largo plazo, conocidas como vigilantes del mercado de bonos, que ya tenían en apariencia una fuerte incidencia en la política de la Reserva Federal.

Se dijo que bajo las políticas keynesianas de sintonía fina, a las que generalmente se conoce como “*stop*” y “*go*”, se introducía una política expansionista para contrarrestar la debilidad económica, caracterizada a menudo por la sobre-reacción y por un período de exceso de demanda con precios y salarios altos durante estas expansiones diseñadas por la política. Sin embargo, los aumentos de precios nunca se anulaban durante la recesión, derivando en un sesgo inflacionario en términos de política y en una conducta fluctuante de las variables. Desde esta óptica, si la política monetaria fue útil en la Gran Moderación fue simplemente porque la Reserva Federal se “tomó en serio” la reducción de la inflación y poco tuvo que ver con el mecanismo utilizado, en cuyo caso el “Nuevo Consenso” poco tiene que ver con el cambio del control monetarista de los agregados monetarios al uso de la tasa de interés de corto plazo para controlar la inflación. Lo único importante fue el compromiso con la inflación como meta de la política y el impacto de ese compromiso en las expectativas. En realidad, ésta es la base del apoyo a una meta de inflación más específica y formal como objetivo de la política monetaria. Según este criterio, el reemplazo de los agregados monetarios por la tasa de interés nada tiene que ver con el desarrollo de un nuevo enfoque hacia la política sino que, sencillamente, es resultado del hecho de que la estabilidad de las funciones de la demanda de dinero, que fue la base del mecanismo de referencia monetarista, fue interrumpida por la desregulación de los mercados financieros de los años ochenta y, por consiguiente tuvo que ser abandonada. La designación explícita del control de la inflación fue el punto importante. Aquí, la pregunta elemental es cómo esta designación produce un cambio en las expectativas de los agentes económicos.

Sin embargo, otra explicación sugiere que la contribución del Nuevo Consenso es haber quebrado la dicotomía entre las políticas monetaristas basadas en reglas estrictas que rigen el crecimiento de la oferta de dinero y las políticas basadas en la discrecionalidad para responder a causas de inflación particulares y peculiares. Esto se refleja en la elección de la tasa de inflación subyacente, medida por el deflactor del consumo personal, como meta de la política de tasas de interés que permite a la autoridad monetaria ignorar los aumentos de la inflación nominal minorista creada por factores ajenos a las decisiones de los agentes que fijan los precios y los salarios. En esta interpretación, se caracteriza al Nuevo Consenso como régimen monetario intermedio que combina reglas de estilo monetarista aplicadas bajo circunstancias “normales” para anclar las expectativas de inflación a largo plazo pero que da libertad de acción al

banco central para que ignore los *shocks* de corto plazo, si cuenta con el respaldo de una explicación adecuada de las condiciones peculiares que hicieron necesaria la excepción a la regla. Esto se describe como la síntesis de “reglas junto con discrecionalidad” y es similar al enfoque puesto en práctica por el Bundesbank antes de la era del Euro en su período monetarista. Prácticamente nunca cumplió con su meta de crecimiento monetario anunciada pero fue ejemplar a la hora de explicar por qué no podía –o no debía– hacerlo debido a otros cambios compensatorios en las condiciones económicas que hacían innecesario el ajuste monetario.

Por último, algunos han sugerido que lo crucial para el Nuevo Consenso no es la elección de una tasa o rango específicos de inflación, ni siquiera la elección de la inflación en sí como meta de la política, sino la introducción de la transparencia plena y la permanencia en la definición de su meta de política, cualquiera sea, por parte del banco central, y la especificación de las reglas para llegar a ella, cualesquiera sean. Esto reduce la posibilidad de que el banco central en sí produzca *shocks* de política, e induce a los mercados financieros a implementar por sí solos los cambios de política deseados mediante la expectativa de las acciones de política futuras de la autoridad monetaria. Según este criterio, “que haya una meta de política explícita es más importante que el hecho de que la meta sea (en cualquier sentido estricto) una meta de inflación. En mi opinión, el logro más distintivo y más importante de los bancos centrales con metas de inflación no ha sido la reorientación de los objetivos de la política monetaria hacia un mayor énfasis en el control de la inflación (esto ocurrió, pero la tendencia mundial durante las últimas dos décadas no fue limitarse ni necesariamente asociarse más a los innovadores en las metas de inflación y no requirió un cambio fundamental en las preocupaciones tradicionales de los banqueros centrales) sino el desarrollo de un enfoque hacia la conducción de la política que se focaliza en una meta claramente definida que asigna un papel importante a las proyecciones cuantitativas de la evolución futura de las decisiones de política, y que está comprometido con un alto grado de transparencia respecto de los objetivos de la política, las decisiones que se toman y los principios que guían esas decisiones”. (Woodford, 2003, p. 2)

Éste es otro aspecto de la política monetaria del Bundesbank previa al Euro, porque buena parte de su éxito dependió del hecho de que los agentes privados creían en los pronósticos de las implicancias de las metas de oferta de dinero del Bundesbank y tomaban sus decisiones partiendo de la premisa de que se confirmarían. Entonces, en lugar de tener que intervenir de manera directa en los mercados financieros para incidir en las cantidades monetarias y los precios de los activos financieros, el mero anuncio del impacto de sus políticas en el panorama de precios y las cantidades llevaba a los agentes privados a incorporarlas a sus decisiones sobre las acciones futuras. “La mejor información por

parte de los participantes del mercado sobre las acciones e intenciones del banco central debería aumentar el grado al cual las decisiones de política del banco central pueden afectar estas expectativas y, de ese modo, mejorar la efectividad de la política de estabilización monetaria. En tanto la relevancia de los acontecimientos actuales para la política futura sea clara para el sector privado, los mercados pueden “hacer el trabajo del banco central”, en el sentido de que los cambios reales de las tasas *overnight* requeridos para alcanzar los cambios deseados en los incentivos pueden ser mucho más modestos cuando las tasas futuras esperadas también se mueven”. (Woodford, 2003, p. 4)

Esto se asemeja también a la política de “acción preventiva” practicada por la Reserva Federal liderada por Alan Greenspan, aunque con un menor nivel de transparencia sobre los pronósticos de inflación futura y actividad económica. Estimulado por el fracaso de los mercados financieros para incorporar las advertencias claras del endurecimiento de la política a fines de 1993 y por el colapso de los precios de los bonos en febrero de 1994 cuando se elevaron las tasas, provocando una pérdida global aún mayor que el colapso del mercado bursátil de 1987, Greenspan empezó a enviar señales más formales del rumbo de las políticas de la Reserva Federal antes de introducirlas para incidir en las expectativas del mercado e inducir a las instituciones financieras a ajustar las posiciones de sus balances conforme a ello.

En particular, Greenspan se propuso crear la expectativa de que el endurecimiento de la autoridad monetaria respondía a un riesgo de inflación aún no percibido por los participantes del mercado. Por lo tanto, se indujo a los agentes a creer que la Reserva Federal estaba actuando a tiempo para impedir la formación de las fuerzas inflacionarias y reducir sus expectativas de inflación futura. Esto tornaría más atractivos a los activos de vencimiento más largo dado que se percibía que las tasas a más largo plazo exageraban el riesgo de inflación. Entonces, la política tuvo el efecto de reducir las tasas de interés a largo plazo, dando respaldo a la actividad económica.

La justificación de la acción preventiva era que, para cuando hubiese señales claras de inflación más alta en el futuro, las tasas a largo plazo ya habrían subido y la Reserva Federal tendría que aumentar las tasas de interés a corto plazo más de lo que lo haría con la acción preventiva para convencer al mercado de que los aumentos eran suficientes para detener la inflación incipiente. Dado que el impacto de la política sobre los precios es prolongado y variable, esto hubiese requerido probablemente varios aumentos de tasas, generando una sobre-reacción y un cambio hacia arriba en toda la curva de rendimiento antes de que se produjera un impacto en la inflación, incidiendo de manera más negativa en la actividad. Entonces, si la Reserva Federal estaba detrás de la curva, sólo lograba controlar la inflación moviendo toda la curva de rendimiento hacia

arriba y generando una recesión, mientras que la política preventiva que permitía a la Reserva Federal anticiparse a las expectativas le posibilitaba también bajar la curva y evitar reducciones considerables del producto. Dado que es crucial para esta política que la Reserva Federal identifique las señales de inflación futura antes de que se produzcan o sean plenamente visibles en el mercado, evitó definir una meta de inflación específica o proporcionar información completa sobre el procedimiento formal para predecir la inflación futura. La política fue ganando credibilidad a medida que la tasa de inflación siguió manteniéndose baja y el crecimiento norteamericano superaba los índices del período de posguerra, debido a que Greenspan utilizó la política para respaldar el crecimiento de la productividad y no para respetar de manera estricta las estimaciones de la tasa compatible con una inflación estable derivadas de las curvas de Phillips aumentadas.

El “Núcleo” del Nuevo Consenso

Por consiguiente, entre esta amplia gama de interpretaciones del impacto de una mejor política monetaria en la mayor estabilidad de las variables macro y la inflación, podemos concluir que el instrumento de política empleado no es relevante, como tampoco la meta específica que se elige, y que lo único importante es la transparencia al formular y pronosticar las implicancias de las acciones de política y al producir explicaciones convincentes de que la inconsistencia de la política no es inconsistente con la política. Entonces, la propuesta básica es que la transparencia en la política, acompañada por el éxito, creará expectativas entre los formadores de precios para tomar decisiones consistentes con la meta del banco central.

Esto parecería requerir una representación teórica clara del mecanismo de transmisión por el cual la acción de política del banco central afecta las expectativas. Sin embargo, no parece haber consenso sobre la base teórica del Nuevo Consenso. Por ejemplo, en un resumen sobre el tema escrito para una audiencia técnica popular de economistas, Goodfriend señala que la esencia de la política monetaria del Nuevo Consenso es que “se reivindicó el principal mensaje monetarista: la política monetaria por sí sola –sin controles de salarios, precios o el crédito, y sin una política fiscal de respaldo– podría reducir la inflación de manera permanente a un costo para el producto y el empleo que, aunque sustancial, era muy inferior al de los escenarios keynesianos comunes” (Goodfriend, 2007).

Por otro lado, Charles Bean observa que, en el Reino Unido, que fue uno de los primeros países industrializados importantes en introducir las metas de inflación formales, “la búsqueda de un ancla nominal adecuada para fijar hacia

abajo el crecimiento de la demanda agregada nominal derivó, en primera instancia, en la adopción de metas para el crecimiento de la oferta de dinero con el fundamento de que la velocidad de circulación era bastante estable y predecible. En el Reino Unido, las metas monetarias fueron adoptadas por primera vez por el Ministro de Economía Denis Healey en 1977, aunque no eran tan críticas para la estrategia macroeconómica del gobierno como lo fueron después durante el período de Margaret Thatcher. Pero las metas monetarias demostraron ser una guía poco confiable para la conducción de la política monetaria, debido a los movimientos imprevisibles de la velocidad de circulación. [...] la inestabilidad de la velocidad terminó generando un desencanto con las metas monetarias” (Bean, Cap. 9).

En realidad, la representación del monetarismo reivindicado, según Goodfriend, en el nuevo consenso no es la misma que la mencionada por Bean, es decir que la inflación podría controlarse mediante una norma que fijara la tasa de crecimiento de la oferta de dinero. Hoy, prácticamente todos coinciden en que el intento por parte de Estados Unidos y el Reino Unido de utilizar políticas monetaristas de control de la oferta monetaria no fue satisfactorio. Hasta el propio Friedman había admitido lo siguiente en una entrevista con el Financial Times en el 2003: “El uso de la cantidad de dinero como meta no ha sido un éxito. No estoy seguro si, a partir de ahora, lo defendería tanto como lo hice alguna vez”. Bajo la conducción de Alan Greenspan, la Reserva Federal no sólo dejó de prestarle atención al crecimiento del dinero sino que dejó de publicar algunas de las estadísticas monetarias más esotéricas que habían sido desarrolladas a medida que los estadísticos intentaban escapar del contenido de la ley de Goodhardt.

Goodfriend (op. cit.) también sostiene que la política monetaria que tiene como meta la inflación hace el mejor aporte a la estabilización del producto porque, por ese medio, “el producto real se ajusta al producto potencial. [...] Esto [...] implica que las metas de inflación brindan la mejor conducta cíclica del producto y el empleo que la política monetaria por sí sola puede proporcionar. Por lo tanto, y éste es el punto revolucionario del consenso teórico moderno: incluso los que se preocupan principalmente por la estabilización de la economía real pueden apoyar un objetivo de inflación baja para la política monetaria. [...] [Por lo tanto] la política monetaria no debería tratar de contrarrestar las fluctuaciones del empleo y el producto provocadas por los ciclos económicos”.

Sin embargo, tal como demostrara Nelson Barbosa (2005), dado que el producto potencial de la economía no es independiente de la política monetaria, es difícil dar una definición adecuada de producto potencial para utilizarla como base de las metas de inflación. Durante la gestión de Alan Greenspan en la Reserva Federal, su estimación interna de la tasa de crecimiento del

producto compatible con una inflación estable subió de 2,8% a 3,8% porque Greenspan no elevó las tasas de interés cuando la tasa de desempleo se ubicó muy por debajo del nivel que la mayoría de los economistas consideraban como la NAIRU.

También existe un problema técnico. Si se utilizan filtros estadísticos para estimar el producto potencial, la tendencia es un promedio ponderado de las observaciones pasadas, presentes y futuras. Como resultado, la brecha del producto debe converger a cero en algún momento del futuro dependiendo de los parámetros de la tendencia. Por esa razón, las presiones de la demanda sobre la inflación son transitorias por definición. Con cada nuevo punto de datos en la serie del PIB, se vuelve a estimar la brecha del producto y, en general, si el crecimiento se acelera, la estimación del producto potencial y la brecha de producto tenderán a caer y viceversa. Dado que la brecha de producto debe converger siempre a cero, la política monetaria puede ser de naturaleza autocumplida: si el banco central espera que la tasa de crecimiento potencial de la economía sea baja, la política monetaria suele producir una tasa de crecimiento lenta y cuando se vuelve a estimar la brecha del producto *ex-post*, la evidencia parece confirmar la expectativa inicial del banco central.

Goodfriend (op. cit.) también sugiere que un banco central decidido e independiente puede ganar credibilidad por una baja inflación sin que exista un mandato institucional del gobierno, aunque esta credibilidad “autónoma” de la autoridad monetaria por la inflación baja puede ser frágil y puesta a prueba periódicamente por sustos inflacionarios potencialmente desestabilizadores. Pero esto parece suponer que la política es efectiva para influir en las expectativas de quienes determinan la inflación. Tal como señala Galbraith (2008): “Esta idea suele convalidarse como si fuera evidente: que los trabajadores controlarían sus reclamos salariales porque reconocen que las demandas excesivas serán castigadas con altas tasas de interés. Hay alguna evidencia de este mecanismo en el caso muy específico de la Alemania de posguerra, en la que un sindicato poderoso, el Metallgesellschaft, negoció de manera implícita con el Bundesbank durante algunos años. Pero, en ese caso, el Bundesbank tenía un arma poderosa y específica: un aumento de la tasa de interés revaloraría el marco alemán y destruiría los mercados de exportación para la maquinaria y los productos metálicos alemanes. Ésta era una amenaza creíble [...] no hay evidencia alguna que demuestre que los sindicatos norteamericanos piensan en la política monetaria durante su trabajo diario”.

En este ejemplo, se identifica con claridad que el mecanismo de transmisión es el impacto del tipo de cambio en la demanda y los precios internos. Sin embargo, en el Nuevo Consenso, el mecanismo cambió por otro que determina la “credibilidad” anti-inflacionaria de un “banco central determinado”. La credibilidad

del enfoque monetarista hacia la política dependía de la existencia del impacto estable y previsible del exceso de creación de dinero en las decisiones de gasto. Cuando quedó demostrado que esta relación era volátil, se produjo un cambio en la definición de credibilidad y se puso “el foco en los fines en lugar de los medios” [...] y “esto tiene algunas consecuencias. Primero, a medida que evoluciona nuestro entendimiento de la manera en que funcionan las economías, podemos incorporar esto a nuestro debate sin necesidad de cambiar el modelo de política de la manera que sería necesario si tuviéramos una meta intermedia, porque ofrece una flexibilidad inherente. Segundo, [...] las expectativas juegan un papel central en nuestra visión actual de cómo funciona la economía. La focalización en los fines –y la inflación en particular– ayuda a anclar esas expectativas ofreciendo una heurística simple para los agentes privados, que sólo necesitan entender qué es lo que estamos tratando de lograr y no los medios por los que procuramos hacerlo”. (Bean, Cap. 9, p. 6).

Este enfoque divorcia a la credibilidad del banco central de la credibilidad de la teoría que el banco utiliza para identificar el mecanismo de transmisión empleado para cumplir con su objetivo declarado; de este modo, la credibilidad se reduce a la cuestión simple de poder especificar el objetivo de baja inflación elegido. Así, el tema deja de ser la evaluación de la credibilidad de la teoría que subyace a las decisiones de un banco central y pasa a ser la evaluación de la credibilidad del mecanismo de respuesta o norma que sigue el banco central al responder a su éxito en el cumplimiento de la meta declarada. La cuestión no es por qué el banco central hará lo que hace sino qué dice que hará y si hace o no lo que dice que hará. Si su respuesta es exitosa o no al cumplir con su objetivo es, en verdad, irrelevante.

Este nuevo enfoque hacia la credibilidad también se refleja en la elección de la meta de inflación. Del mismo modo que el monetarismo desarrolló una definición evolutiva del indicador apropiado de la oferta de dinero sobre la base de la estabilidad de su velocidad, ejercicio que con el tiempo contribuyó a la falta de credibilidad del enfoque, la decisión de tener como meta diferentes definiciones de inflación, como la inflación subyacente, parece reflejar un proceso similar. Alternativamente, podríamos decir, siguiendo a Muth, que el banco central sólo debería tener como meta un índice de precios que sea ergódico, de manera tal que los agentes puedan formarse expectativas racionales sobre su evolución futura dado el mecanismo de referencia del banco central.

Por lo tanto, los agentes ya no necesitan saber cuál es el mecanismo de transmisión implícito del banco central; basta con declarar un objetivo con propiedades estadísticas ergódicas. Es esta credibilidad la que fue puesta a prueba recientemente. La primera experiencia del Nuevo Consenso estuvo dominada por la incorporación de los productores de bajo costo de bienes manufacturados de los paí-

ses en desarrollo al sistema de comercio global, que derivó en una caída de los precios de muchas manufacturas. En la actualidad, la expansión de estos países está generando aumentos en la demanda y los precios de muchas materias primas y la energía que se están convirtiendo, mediante aumentos en los precios de las importaciones y depreciación de los tipos de cambio, en precios domésticos más altos para los alimentos y la energía. Dado que el objetivo que pone a prueba la credibilidad es el índice *core* de precios al consumidor, ha habido escasa divergencia respecto de los objetivos declarados. Sin embargo, queda aún por verse si los consumidores seguirán entendiendo que el banco central está cumpliendo con su objetivo de inflación a medida que el poder adquisitivo sea erosionado por la inflación “no subyacente”. Si bien esto puede preservar los antecedentes del banco central de una “meta” de inflación baja, puede terminar anunciando la muerte de la “Gran Moderación” en términos del empleo y el producto.

Esto significa que la elección de la meta de política determina quiénes son aquellos cuyas expectativas se verán afectadas. Es evidente que la elección de la inflación subyacente significa que sólo las expectativas de quienes determinan los precios *core* son relevantes para este enfoque. Sin embargo, esto excluye a las expectativas de un sector cada vez más importante de la economía: el sector financiero. Esta dificultad se refleja en parte en la discusión actual sobre si los precios de los activos deberían incluirse en la estabilización de precios. En general, los banqueros centrales respondieron a esta pregunta por la negativa (aunque debería consultarse a Bean, 2003), señalando que no existe un indicador inequívoco de la estabilidad del precio de los activos. La respuesta general ha sido que si bien es difícil distinguir entre el proceso normal de asignación eficiente a través del ajuste de los activos financieros y una burbuja de activos, es más fácil reconocer el colapso y tomar medidas para impedir una crisis generalizada.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria

El enfoque previo a Volcker hacia la política monetaria funcionó a través de su influencia en los préstamos bancarios, en especial al sector de la construcción, y luego al empleo y el ingreso nacional. La teoría fue una forma del análisis keynesiano de la brecha inflacionaria/deflacionaria de Estados Unidos. Básicamente, en presencia de una brecha inflacionaria (muy similar en su naturaleza a lo que se presenta hoy como la brecha entre el producto real y el producto potencial), las tasas de interés más altas hicieron que el préstamo hipotecario fuera más caro y redujeron la actividad en la industria de la construcción, reduciendo así la actividad económica general. Al mismo tiempo, la política fiscal se proponía reducir el ingreso agregado. El objetivo era alinear el crecimiento de los ingresos con el potencial productivo. La sintonía fina fue la combinación apropiada de impactos fiscales y monetarios en los ingresos agregados.

En este enfoque, el impacto inicial de la política monetaria estuvo en el crecimiento de los activos en los balances de los prestamistas hipotecarios. Además, el aumento de las tasas de interés produjo un ajuste en el valor de los activos en manos de los bancos como reservas secundarias, haciendo que les resultara más costoso convertirlos en reservas que pudieran respaldar a los préstamos adicionales. Ésta fue una herramienta razonablemente poderosa dado que los títulos públicos fueron acumulados por los bancos durante la guerra a tasas de interés inferiores al 2%. Las pérdidas suficientemente grandes en la cartera de inversión de un banco sirvieron para aumentar las tasas activas y, con el tiempo, actuaron como factor de disuasión de los préstamos, reduciendo así la rentabilidad de los bancos (vea Kregel, 1996).

Tal como se mencionó antes, uno de los impactos básicos del experimento de Volcker fue el cambio en las prácticas bancarias generado por la desregulación. Como resultado de estos cambios, los bancos dejaron de participar de actividades que producen un ingreso neto por margen de intereses financiando activos que aparecen en sus balances. En esencia, ahora los ingresos son el resultado del negocio de los honorarios y las comisiones. En lugar de poseer los activos, la renta se obtiene negociando y moviendo esos activos. Como resultado, tal como señalara Martin Mayer en su libro tan revelador sobre la Reserva Federal (Mayer, 2001), ya no existe un vínculo directo entre los ajustes de la política de balances de la Reserva Federal y los cambios en los balances de los bancos privados porque los bancos ya no tienen activos en sus balances. Ahora, la autoridad monetaria tiene una tarea más difícil: influir en la capacidad de los bancos para que muevan los activos originándolos primero y vendiéndolos después a los compradores finales de los mercados de capitales. Son, entonces, las expectativas de las tasas de interés a largo plazo de los mercados de capitales las que determinan la cantidad de activos que pueden originarse y venderse y, por ese medio, el nivel de actividad que puede financiarse. Los bancos son intermediarios en este proceso, y no proveedores de financiamiento.

Por consiguiente, el mecanismo de transmisión es muy diferente y funciona mediante el impacto de la política de la Reserva Federal en las expectativas de los precios de los activos y valores de capital en manos de los inversores del mercado de capitales, y no a través de los cambios directos en los ingresos del sector bancario privado y los activos que integran sus carteras de activos. Ésta es la razón por la cual Greenspan optó por una política preventiva que buscó incidir en las expectativas de la tasa de interés durante un período prolongado. En este nuevo sistema, el cambio en los valores de capital ya no se produce en los balances de los bancos sino en las instituciones financieras y en los tenedores públicos de activos de capital. Este cambio no sólo se dio en el financiamiento de los préstamos hipotecarios y comerciales

sino que se extendió a toda la economía, y a las empresas mismas mediante los fondos de capital privado, y a la energía y los *commodities* a través de los fondos de índices.

En consecuencia, los desafíos que enfrenta el Nuevo Consenso están en el hecho de que su éxito continuado dependerá de su capacidad para influir en las expectativas de precios de una gama de activos mucho más grande. La economía moderna ya no se ve motorizada por los salarios y los precios que determinan los ingresos sino por las expectativas de los precios de los activos que dan impulso a los valores de capital. Hay tres áreas en las que es posible confirmar esto. El impacto en las instituciones financieras y la inestabilidad financiera, el impacto en los precios de los alimentos y la energía, y el impacto de los tipos de cambio en la estructura productiva y de comercio de la economía. En la actualidad, la existencia de una alta inflación no subyacente y la inestabilidad financiera extrema están llevando a las autoridades monetarias a suspender el mecanismo de referencia normal del Nuevo Consenso. Todavía no sabemos durante cuánto tiempo podrían las expectativas seguir estando ancladas en la presencia de excepciones continuas. La tercera área se refiere al ajuste estructural de la economía a las condiciones inflacionarias. La política monetaria no puede permanecer ajena a la estructura del sistema financiero ni tampoco a la estructura del sistema productivo.

Minsky y la inestabilidad financiera

El trabajo de Hyman Minsky es mencionado con frecuencia cuando se intenta interpretar la crisis actual de los mercados hipotecarios de EE.UU. y analizar la inestabilidad financiera en la que vivimos. Esta inestabilidad ha sido una de las principales razones por las que las condiciones de los mercados financieros reemplazaron a la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria norteamericana. Los grandes aportes de Minsky a la política económica que emergen de su análisis de la fragilidad financiera no fueron, en general, considerados al enmarcar la política monetaria. Uno de los aspectos más importantes e ignorados de su teoría de la fragilidad financiera analiza el impacto de la política monetaria utilizada para lograr una inflación estable en la fragilidad del sistema financiero. Su análisis se basa en un modelo analítico que integra “la posibilidad de que se produzca una crisis financiera a la manera en que normalmente funciona la economía” (Minsky, 1964, p. 177). Esta formulación inicial fue resultado de su reacción a la opinión emergente en los años sesenta de que la “sintonía fina” keynesiana eliminaría el ciclo económico tradicional. Para contrarrestar esta idea, Minsky sostenía que aun cuando las políticas keynesianas pudiesen garantizar una expansión normal y estable de la economía real, esto inevitablemente produciría cambios en la estructura financiera de la

economía que, con el tiempo, crearían problemas financieros y pondrían fin a la expansión. “La hipótesis más amplia es que la conducta de un sistema económico con respecto a las variables reales no es independiente de la estructura financiera de la economía” (1964, p. 175). Esto implica que la Gran Moderación y el Nuevo Consenso podrían haber sido causas importantes de la inestabilidad financiera, que la inestabilidad de las variables reales y la inflación sencillamente se han transferido al sector financiero. No cabe duda de que las crisis financieras son más frecuentes desde principios de la década de 1980: los colapsos del mercado bursátil de 1987 y 1989, la crisis de la vivienda de 1989-90, el colapso del mercado de los bonos de 1994, la crisis del Tequila de 1996, la crisis asiática de 1997, la crisis de Rusia y el congelamiento de la liquidez global de 1998, el colapso del mercado bursátil de las “punto com” del 2000, la crisis de la Argentina del 2001, la crisis *subprime* del 2007 y la crisis de liquidez/insolvencia del 2008. Ahora se cuestiona la óptica que decía que las mejoras en la asignación y evaluación del riesgo mediante instrumentos financieros sofisticados habían brindado una mayor capacidad de resistencia de los mercados financieros frente a la inestabilidad.

Ya desde su primer trabajo, Minsky sostiene que las medidas de política monetaria tomadas por la Reserva Federal para regular la economía y moderar los aumentos de precios pueden producir cambios en los balances de los sectores financieros y no financieros privados capaces de aumentar la fragilidad financiera. Para Minsky, el uso de la política monetaria “en un período en el cual hay una tendencia alcista secular en la economía conducirá a una “economiación” de los saldos en efectivo. En lugar de que la mayor actividad sea financiada en parte por los aumentos en la cantidad de dinero, es financiada casi enteramente sustituyendo el dinero de las carteras por activos de deuda de unidades privadas (o el sistema monetario puede vender deuda pública a las unidades privadas y adquirir deuda privada). En todos los niveles de la economía, estas sustituciones implican que cada unidad es menos capaz de soportar una interrupción en sus flujos de efectivo; una interrupción de cualquiera de los *cash flows*, por ejemplo la cuenta de ingresos, derivará ahora en un número mayor de cambios en la cartera a todos los niveles de la economía”. La conclusión es que “si se intenta limitar este crecimiento de la demanda privada mediante la política monetaria, aumentarán las posibilidades de que se produzca una crisis financiera” (Minsky, 1964, pp. 372). Por lo tanto, Minsky se focaliza en el impacto de la política monetaria en la robustez de la estructura de los balances de las empresas y los hogares frente a un cambio inesperado en los *cash flows* disponibles para cumplir con los compromisos de efectivo generados por los tipos de pasivos que se emiten para financiar sus tenencias de activos. No se trata tanto del impacto de la política en las expectativas de los precios futuros del producto y en las acciones de los sindicatos y las empresas a la hora de negociar salarios y fijar los precios, sino de la influencia de los

cambios de la política monetaria de tasas de interés en los tipos de pasivos utilizados para financiar el consumo y la producción.

La política monetaria que busca dar respaldo a la estabilidad debería, entonces, procurar respaldar posiciones robustas de los balances del sector privado, a las que Minsky denomina posiciones de financiamiento de “cobertura”. Sin embargo, la simple dependencia en los ajustes de la tasa de interés para anclar las expectativas deja al sector privado libre para elegir la composición de sus balances para maximizar la rentabilidad, sujeto a la presunción de que las expectativas se confirmen. Y son precisamente estas condiciones las que, según Minsky, pueden propiciar el aumento de la fragilidad.

Al mismo tiempo, es evidente que la Reserva Federal asigna un alto valor a la preservación de la estabilidad financiera. En su reciente autobiografía (Greenspan, 2007), el ex Presidente de la Reserva Federal señala que cada vez que enfrentó la elección entre una política de endurecimiento para luchar contra la inflación y una política laxa para defenderse de la inestabilidad financiera, el objetivo prioritario claro fue la política laxa. El actual presidente de la autoridad monetaria parece tener un ranking de prioridades similar. Pero, esto crea una excepción adicional al mecanismo de referencia, de manera tal que los agentes tienen que descontar tanto la inflación no subyacente como la prioridad de impedir la fragilidad financiera. Sin embargo, aunque hay una diferencia objetiva y clara en la inflación subyacente y no subyacente medida, no existe un indicador claro de la fragilidad financiera.

Minsky sostiene que sería más efectivo si la Reserva Federal se concentrara en la estabilidad financiera de manera directa incluyendo a la estabilización de los precios de los activos en su objetivo de política. El problema es cómo incorporar la fragilidad al mecanismo operativo del banco central. El objetivo sería inducir a las instituciones financieras a practicar “finanzas de cobertura”. Minsky ha sugerido que esto podría realizarse corriendo el mecanismo de creación de reservas del sistema bancario desde la dependencia de las operaciones del mercado abierto hacia las operaciones por la ventanilla de redescuentos. En el pasado, en algunos sistemas bancarios europeos, como el del Reino Unido y el de Alemania, era normal que las instituciones financieras estuvieran “en el banco”, es decir que era común que dependieran de los préstamos a través de la ventanilla de redescuentos para parte de sus reservas. Si fuese normal que los bancos descuenten activos, se podía dar preferencia a algunos tipos de activos, del mismo modo que en otros tiempos la Reserva Federal dio exclusiva preferencia a las letras de tesorería reales, para incidir en la forma de los préstamos bancarios. “Si las prácticas bancarias y de negocios pueden derivar en una estructura de financiamiento frágil, el banco central es responsable de inducir a los bancos a financiar su negocio mediante las coberturas. Las autoridades

deben penetrar el velo del balance del banco para ver los balances de las organizaciones a las que los bancos financian (Minsky, 2008, p. 325). De alguna manera, la Reserva Federal se ha visto obligada a inducir al sistema bancario a ser prestatario normal de la autoridad monetaria, pero sólo como respuesta a la crisis y no como mecanismo para impedirla. Si los bancos regularmente presentan activos para descontar, entonces la Reserva Federal tiene una ventana que le permite ver la actividad del banco y de sus clientes. Brindando tasas de descuento diferenciales para diferentes tipos de activos de riesgo, el banco central podría ejercer algún tipo de influencia en la composición de sus préstamos, tal como se busca actualmente mediante los ratios de capital ajustados según el riesgo.

Minsky sugirió además que este enfoque requeriría que la Reserva Federal reduzca su papel de regulador de la actividad económica. “Dada la estructura financiera compleja y cambiante, el papel del Sistema de la Reserva Federal como regulador de la economía debería perder peso, mientras que su rol como prestatista de última instancia al sistema financiero debería ganar terreno” (Minsky, 1964, pp. 378).

Los *commodities* convertidos en activos financieros : el auge de los *commodities*

La segunda dificultad que enfrenta hoy el nuevo consenso y, en particular, las metas de inflación, es la respuesta al rápido aumento de los precios de los productos básicos que, a los fines de la política, no son parte de la meta de inflación subyacente de la política. En verdad, los actuales aumentos de los precios no *core* se han ido filtrando a los precios *core*. El punto importante aquí es si corresponde seguir considerando que la conducta de los *commodities* es determinada por procesos aleatorios como los patrones climáticos y los brotes de alguna plaga que están fuera del control de los agentes económicos cuando a los *commodities* se los considera cada día más como un activo financiero cuyo precio se fija en los mercados financieros y no según la demanda del usuario final. Si hay factores estructurales que determinan estos precios, con el tiempo impactarán en las expectativas inflacionarias generales, ya sea debido a factores “reales” vinculados con la demanda global o a factores financieros relacionados con las estrategias de inversión. En realidad, esta última influencia puede sumarse por no reaccionar a los precios de los *commodities*.

El impacto de las expectativas dependerá de la evaluación de las causas del auge reciente de los *commodities*. Prácticamente no cabe duda de que una buena parte del aumento de la demanda de *commodities* fue el resultado de considerarlos como una clase de activos, incluido el petróleo. Dado que es difícil

tomar posiciones físicas en *commodities*, esto se ha realizado sobre todo mediante instrumentos de futuros. Identificadas por primera vez en la década de los ochenta como una clase de activos que brindó retornos ajustados por riesgo excesivos, las principales posiciones en *commodities* se remontan al período inmediatamente posterior al colapso de las punto com. En el año 2002, había un total de USD 50.000 millones invertidos en fondos de índices de *commodities*, que llegaron a más de USD 100.000 millones en el 2006 y a más de USD 260.000 millones a principios del 2008. En los primeros cincuenta y dos días de operaciones del año 2008, los operadores no comerciales que implementaban una estrategia de inversión de cobertura frente a la inflación invirtieron USD 55.000 millones en los mercados de futuros de *commodities* (Masters, 2008).

Por lo tanto, sabemos que se ha producido un fuerte aumento del interés por los futuros de *commodities*, pero la realidad es que hubo auges antes y los habrá después en este sector. ¿Es el *boom* actual diferente de los anteriores? Según Frank Veneroso (2008), hay firmes evidencias de que la inversión financiera en los mercados de *commodities* ha sido excepcional desde el 2004 y que el aumento de los precios también ha sido excepcional. Todavía resta saber si la inflación de los mercados de los *commodities* se debe principalmente a la especulación financiera. Si se debe sólo a la oferta y la demanda básica a escala mundial, entonces es claro que el banco central puede hacer muy poco para contrarrestarla pero, si en realidad se debe a factores estructurales, entonces no hay razón para excluirla de la inflación subyacente dado que ya no es una serie aleatoria.

Precios de los *commodities*, tipos de cambio y estructura económica

Por último, para los países con una importante producción y exportación de *commodities* y tipos de cambio flexibles, sus precios no sólo impactan en los precios domésticos de la energía y los alimentos, y el riesgo de que se traslade a la inflación subyacente, sino también en la revaluación real del tipo de cambio y en la estructura de la producción interna. Esto surge a dos niveles: primero, en términos de la sustitución dentro del sector de los *commodities* –cambios entre los tipos de *commodities* y sus interacciones–, por ejemplo el impacto de los precios de la energía en los costos de los fertilizantes y en la estructura general de producción entre la agricultura e industria manufacturera y entre los bienes transables y no transables.

Responder a un aumento en el precio de los *commodities* elevando las tasas de interés tendrá escaso impacto en las expectativas de precios de los productores locales que tienen escaso peso en los precios internacionales de los *commodities*, y puede crear diferenciales de tasas de interés internacionales que fortalecen la revaluación de la moneda. Un *boom* en el precio de estos bienes ya produce una

tendencia hacia la apreciación a través de las mayores utilidades generadas por las exportaciones. Tal como señalara Hirschman hace ya mucho tiempo, no hay un tipo de cambio ideal para un país en desarrollo. La revaluación alienta al sector industrial a utilizar insumos intermedios importados y bienes de capital de los productores extranjeros y perjudica el desarrollo de vínculos hacia adelante y hacia atrás, además de brindar una ventaja competitiva a las importaciones extranjeras de productos finales. También crea un conflicto con el sector agrícola rural que busca maximizar el poder adquisitivo doméstico de sus ventas de exportaciones agrícolas en divisas. Por lo tanto, se lograría la estabilidad de precios a corto plazo a costa de sacrificar el desarrollo del sector industrial y el desarrollo a largo plazo de la economía. El impacto negativo es aún más grave si está acompañado por una caída en el producto y el empleo. De este modo, el impacto de los precios de los *commodities* en los tipos de cambio es la tercer área en la que el nuevo consenso no tiene una aplicación rápida porque tiene escaso impacto en las expectativas relevantes. La continuidad de su éxito dependerá de instrumentos adicionales para compensar el impacto del aumento de los precios internos de los alimentos y la energía en la inflación general.

¿Pueden las metas de inflación del Nuevo Consenso sobrevivir a la crisis financiera y la inflación?

La pregunta planteada es si las metas de inflación seguirán la sintonía fina y si la administración de la oferta de dinero será derrotada por la crisis financiera, la caída del producto y la inflación no subyacente. A diferencia de períodos anteriores, el problema que enfrentamos no fue causado sólo por la existencia de la estanflación que llevó al fracaso a las políticas keynesianas sino también por la inestabilidad financiera y la posible reforma de la estructura regulatoria. Es claro que el Nuevo Consenso está mal equipado para responder a estos desafíos y su supervivencia dependerá de la implementación de instrumentos de política adicionales para contrarrestar la inestabilidad financiera y el impacto de la flexibilidad del tipo de cambio en la estructura productiva y el potencial exportador.

Referencias

Barbosa, N. H. (2005). "Estimating Potential Output : a Survey of the Alternative Methods and their Applications to Brazil", Documentos de Debate 1092, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA.

Bean, C. (2003). "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?", Banco de la Reserva de Australia.
<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2003/Bean.pdf>

_____ (n.d.). "Is There A New Consensus in Monetary Policy? Capítulo 9, Banco de Inglaterra.

Bernanke, B. (2004). "The Great Moderation", Comentarios del Presidente de la Reserva Federal Ben S. Bernanke en las reuniones de la Eastern Economic Association, Washington, DC, 20 de febrero.

Carney, M. (2008). "Flexibility versus credibility in inflation-targeting frameworks", Comentarios del Presidente del Banco de Canadá en la VII Conferencia Anual del BPI, Lucerna, Suiza, 27 de junio.

Galbraith, J. (2008). "The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus", XXV Disertación Anual Milton Friedman en el Marietta College, Marietta, Ohio, 31 de marzo.

Goodfriend, M. (2007). "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*.

Greenspan, A. (2007). *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Nueva York: Penguin.

Hirschman, A. (1958). *The Strategy of Economic Development*, New Haven: Yale University Press.

Kregel, J.A. (1996). *Origini e sviluppi dei mercati finanziari, Arezzo: Banca popolare dell'Etruria e del Lazio / studi e ricerche, Capítulo 4.*

Masters, M. W. (2008). Testimonio de Michael W. Masters, Gerente de Cartera y miembro del equipo de administración de Masters Capital Management, LLC, ante la Comisión de Seguridad Interior y Asuntos Gubernamentales del Senado de los Estados Unidos, 20 de mayo.

Minsky, H. P. (1964). "Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy", en *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, Prentice-Hall: Englewood Cliffs, N.J., pp. 173-380.

Mishkin, F. S. (2008). *Whither Federal Reserve Communications*, Comentarios presentados ante el Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C. 28 de julio.

Stiglitz, J.E. (2008). "The Failure of Inflation Targeting", Project Syndicate. <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz99>

Vereroso, F. (2008). "Commodity Comment", *Global Strategic Outlook* abril 1.

Woodford, M. (2003). "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy", preparado para la Conferencia Anual sobre Política Económica, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, 16-17 de octubre.

Dilemas de política monetaria en
contextos de incertidumbres

Panel VII

Mario Blejer
(Ex Presidente - Banco Central de la República Argentina)

Algunas lecciones de la crisis actual para los bancos centrales de los países emergentes

Mi objetivo es analizar los dilemas e incertidumbres de la crisis actual desde el ángulo de los bancos centrales de los países emergentes, que tienen características diferenciales y limitaciones particulares.

La palabra incertidumbre en sí, tiene variadas interpretaciones. En realidad, más que incertidumbre lo que estamos afrontando en este momento es bastante confusión. Hay una diferencia entre confusión e incertidumbre. Técnicamente podríamos decir que la incertidumbre es una distribución que puede tener una desviación estándar mayor, mientras que confusión es que ni siquiera sabemos cuál es la distribución que estamos afrontando.

Hay dos puntos a tratar en forma particular:

El primero es sobre los bancos centrales de los países emergentes en esta crisis financiera, cuáles son los elementos que se pueden considerar como lecciones de la crisis. El segundo trata de los dilemas y desafíos específicos de los bancos centrales de los países en desarrollo.

Con respecto al primero es interesante señalar cómo enfrentan esta crisis los bancos centrales de los países emergentes. La crisis actual, a pesar de estar centrada en los países avanzados, tiene un alcance global, y presenta dilemas particulares para los países emergentes. Hay algo muy importante a tomar en cuenta, durante muchos años –luego de las crisis de los años noventa (el Tequila, la crisis rusa, la nuestra, la del Brasil, la del Asia, etc.) y prácticamente hasta el estallido de esta crisis, o probablemente hasta mediados de esta década– los bancos centrales, y más en general, la política monetaria y la política económica de los países emergentes, fueron sometidos a un bombardeo constante de “*best practices*” (las buenas prácticas). Fueron presionados a aprender de las “*best practices*” de los países avanzados, de alguna forma establecidas por los estándares y códigos dados por instituciones internacionales. En cierta manera reflejaban las necesidades de que en los países emergentes se adopten normas, regulaciones, reglas y prácticas, que parecían estar dando buenos resultados en los países industriales.

Creo que una cosa que lógicamente hemos aprendido de esta crisis, o que podemos aprender de ella, es que más que aprender de las “*best practices*” de los países avanzados, tenemos que *aprender de los errores de los países avanzados*.

Muchas veces es difícil aprender de los errores propios; aprender de los errores ajenos es más fácil. Y creo que en cierta forma, eso es un elemento fundamental que esta crisis ha demostrado a quienes determinaban cuáles eran las “*best practices*”, pero que a su vez tenían problemas muy serios, los cuales no solamente no eran aceptables para los países emergentes sino que ni siquiera lo eran para los países desarrollados.

La crisis actual, es obvio, se debe a una interacción de factores. Estimo que hay que reconocer que la crisis es un conjunto de errores de política, de fallas de mercado y del fracaso regulatorio de los países centrales. Además, es también el producto de un fracaso institucional. Instituciones como el Fondo Monetario Internacional siguen a la crisis desde atrás, quedando descolocadas en estas circunstancias.

A partir de las crisis de los noventa se instituyó un sistema que se llama “*Financial Sector Assessment Program*” (FSAP), en el cual una misión de veinticinco personas analiza en detalle los sistemas financieros y monetarios de los países miembros y realiza un reporte para evaluar su estabilidad. Estos estudios se hicieron en muchos países y, generalmente, aún en donde se han observado serios problemas regulatorios, los resultados eran generalmente satisfactorios.

Estos estudios son voluntarios, cada país voluntariamente accede a que se realice en su país, y Estados Unidos no permitió que el Fondo lo hiciera allí. Si se hizo en Japón, Inglaterra y en casi todos los países europeos, pero no se realizó en los EE.UU. Yo he escuchado en el Fondo decir que no pudieron saber lo que estaba pasando en el sector financiero de los EE.UU. porque los EE.UU. no les permitían hacer estos estudios. ¿Cómo es que esta institución, con cincuenta personas trabajando en Washington, no tenía posibilidad de saber qué era lo que estaba pasando? Escucharlo de la boca del director gerente es un sinsentido.

El Fondo Monetario ha quedado totalmente descolocado, ha quedado como un observador más, y probablemente de poca calidad, porque no ha podido predecir ni recomendar nada que realmente tenga sentido en estas condiciones.

Pero para no limitarse a las definiciones políticas, es necesario describir las fallas del mercado en más detalle.

Ha habido claros errores de política monetaria, como mantener baja (o negativa) la tasa de interés real por períodos demasiados largos, condiciones globales

que continúan siendo laxas, aún cuando las tasas a corto plazo comenzaron a subir y, especialmente, condiciones precrediticias que declinaron para todas las clases de activos, lo que llevó a otorgar préstamos a deudores con antecedentes crediticios débiles o pobres. Estos errores de política, en cierta forma, se pueden comprender en un contexto determinado, como cuando las tasas de interés bajaron en los EE.UU. al 1% en el marco de una crisis financiera. Pero lo más serio que esta crisis desnuda son las fallas del mercado financiero, problemas de innovación, fallas del mercado. Me refiero particularmente a la rápida innovación financiera, la cual permitió transferir y distribuir riesgos de manera sencilla, y no sólo a aquellos que podían afrontarlos de mejor forma.

Observando el desarrollo de esta crisis en la práctica puede verse que el riesgo no fue distribuido hacia aquellos que lo podían soportar mejor sino hacia aquellos que lo entendían menos. La raíz de ello está en el modelo "*originate to distribute*", que se usó mucho en el mercado hipotecario, y el cual tiene un problema intrínseco de agente-principal, en el cual los intereses divergen; el agente quiere vender y el principal debe correr el riesgo. Este es un problema intrínseco y es una falla de mercado.

Además, algo por lo que siempre hemos sido criticados por los bancos de los países avanzados (que nos visitaron en los momentos de la crisis del 2001-2002), que es el hecho de financiar activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, también estuvo presente en esta crisis.

El fracaso regulatorio es evidente. En primer lugar, los reguladores de los países centrales no advirtieron el riesgo de liquidez que instituciones con importancia sistémica podían estar enfrentando.

En Londres formé parte durante varios años del Comité de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra. Siempre tuvimos una duda relacionada a la situación que se produciría cuando una institución importante en Londres, en el momento en que el mercado de Nueva York está cerrado, tiene problemas de liquidez, no de solvencia. ¿Quién es el prestamista de última instancia en este caso? Los reguladores nunca repararon adecuadamente en lo importante que es la idea de riesgo de liquidez.

En segundo lugar, tenemos el problema de la exposición "*off balance sheet*". Es decir, todas las operaciones que se sacaron de los balances de los bancos y se escondieron en instituciones que no integran el balance consolidado de los mismos. Haber permitido esto es claramente una falla regulatoria. Adicionalmente, tenemos el problema del comportamiento de las agencias calificadoras de crédito, que no están sujetas a ningún tipo de regulación.

Estimo que ha habido por parte del regulador una falta de conocimiento y comprensión técnica de los modelos de evaluación de riesgo. Algo concreto es que el marco regulatorio de Basilea no contemplaba el riesgo de liquidez.

Estos son los elementos que constituyen el fracaso regulatorio que esta crisis nos desnuda.

¿Cuáles fueron las respuestas ensayadas? Hay tres líneas de defensa. La primera ha sido la política monetaria, o sea la provisión de liquidez. Claramente la baja de la tasa de interés ha llegado a su límite, y esto tiene consecuencias macroeconómicas que no son del todo deseables.

La segunda línea de defensa son las facilidades otorgadas con respecto al tipo de colateral que puede utilizarse. Creo que esto es algo deseable, pero no soluciona el riesgo de contraparte. O sea que esta segunda línea tiene un límite.

La tercer línea de defensa es la recapitalización de las instituciones con importancia sistémica. Creo que esto sí es fundamental y debe hacerse rápido, por una razón que mencionaré más adelante respecto a los países emergentes y la necesidad de preservar el sistema. Es decir, se deben buscar formas de corregir los desbalances sin dañar al sistema. Y, obviamente, se deben mejorar la supervisión y los mecanismos de gerenciamiento de la crisis.

¿Cuáles son las lecciones generales que podemos obtener de todo esto? Una es obvia; la línea óptima de defensa son las buenas políticas económicas. Al fin y al cabo, la incertidumbre y la aversión al riesgo van a llevar a discriminar mejor; quienes se porten mejor y tengan mejores políticas tendrán una mejor situación.

Pero también hay que reconocer que la crisis, como en Rusia, puede afectar primero a los activos corporativos antes que a los activos soberanos. Esta es una lección importante.

¿Y cuáles son las lecciones importantes que deben aprender los países emergentes? En primer lugar, y a tener en cuenta por los bancos centrales, está el tema de la liquidez. Es necesario prestar atención y concentrarse en los riesgos de liquidez. Esto incluye una mejora en los mecanismos para la provisión de liquidez, que deben considerar en detalle la cobertura relevante y el tipo de colaterales a utilizar.

Estimo que una lección muy relevante es la necesidad de preservar el sistema financiero. Y eso es algo que lo he tenido siempre claro desde el momento turbulento en que me tocó servir en el Banco Central, cuando el sistema

financiero argentino estaba en peligro de caer y se decidió, como parte del programa de estabilización del año 2002-2003, evitar el colapso del sistema financiero. Aunque esto requiera entregar redescuentos con colaterales diferentes, lo fundamental es preservar el sistema. Es más importante salvarlo que evitar los efectos secundarios de la preservación. Pero en ese entonces, gente del FMI y de otros bancos centrales nos decían que quienes habían hecho un mal negocio debían quebrar.

Para los supervisores hay claras lecciones. Primero, la necesidad de controlar y fiscalizar lo que las entidades manejan fuera de sus balances, es decir, la necesidad de la supervisión global.

Segundo, es muy importante el gerenciamiento del riesgo de los productos muy complicados. Los supervisores deben preguntar si el *senior manager* de las instituciones financieras (a mi juicio, los supervisores no preguntaron) entiende el gerenciamiento de riesgo en sus propias instituciones. Ese tema es fundamental. Los supervisores deben meterse en la cabeza de los *managers* y comprender si el *manager* entiende lo que está vendiendo.

Tercero, está el tema de la supervisión consolidada. Debo reconocer que en mi estadía en el Banco de Inglaterra quedé impresionado por el sistema inglés, en el cual la supervisión está consolidada pero separada del Banco Central. Es un sistema balanceado, y me parece muy apropiado para ser difundido y adoptado en otros países.

He llegado a la conclusión de que esta crisis que estamos pasando muestra que, independientemente de la forma organizativa, los bancos centrales deben jugar un papel determinante en el tema de la supervisión. Pero la separación total, por más coordinación que exista, es un modelo que tiene problemas.

Otra lección importante tiene que ver con el seguro de depósitos. Se tienen que cubrir todas las instituciones relevantes y no ser selectivo. Esto es algo que se demostró también en la crisis de Inglaterra: si hubiera existido un sistema de seguros de depósitos y si se hubieran desembolsado los fondos con velocidad, los problemas habrían sido menores. En ese momento la pregunta era qué hacer con el famoso riesgo moral, el *moral hazard*, los famosos incentivos negativos que uno puede dar al intentar salvar al sistema y de esta manera evitar las pérdidas individuales. Creo que debemos evitar la crisis del sistema, el problema del riesgo moral es importante pero secundario.

Luego, innegablemente, tenemos un problema con los dos objetivos de un banco central, que son la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Este es un problema difícil de resolver. En caso de desbordes monetarios, los cuales

tienen problemas macroeconómicos, no tendríamos un *trade-off* problemático. Pero si tenemos la necesidad de ajustar la política monetaria para evitar los problemas macroeconómicos, ese ajuste de política monetaria trae aparejado complicaciones para la estabilidad financiera. Estamos ante el famoso problema de la falta de instrumento. Pero creo que ante este *trade-off* los bancos centrales deben sí o sí preservar el sistema financiero. Por definición, las crisis no son tiempos normales, y en los tiempos no normales es en donde debemos tomar medidas fuera de lo normal.

Existen otros desafíos que presenta la incertidumbre para los bancos centrales de los países emergentes. En primer lugar, independientemente de la crisis, creo que los bancos centrales de los países emergentes tienen desafíos de incertidumbre particulares. Uno es el anclaje de las expectativas inflacionarias, el segundo es el apoyo al desarrollo de los mercados financieros y de las instituciones financieras, y por último, cuál es la política monetaria ideal en caso de un *boom* en los *commodities* o, en general, en un *boom* en los precios de los activos financieros.

El anclaje de las expectativas inflacionarias es un tema de mucha actualidad en la Argentina. Debido a un problema de credibilidad de los índices oficiales, hoy tenemos una situación que, a mi juicio, es muy irregular. Las expectativas inflacionarias exceden mucho a la realidad inflacionaria, que a su vez excede a los índices oficiales.

Lo que sí sabemos es la magnitud de las expectativas inflacionarias, porque es un indicador que se mide mediante encuestas. En mi opinión, están por encima de la inflación real. Lo que no sé es cuánto es la inflación real, lo cual es un problema. Eso es un déficit de credibilidad y el Banco Central tiene un rol importante, pero no puede cumplirlo solo. Es importante evitar la histeria inflacionaria por la memoria del pasado. De todos modos creo que es un dilema, un desafío para el Banco Central, anclar las expectativas inflacionarias de una forma u otra. Porque en una situación en la cual la inflación real es menor que la inflación esperada terminamos con la inflación real convergiendo hacia la inflación esperada, y no al revés. Para tener credibilidad y evitar esta histeria inflacionaria es necesario enfatizar la comunicación, y sobre todo, la transparencia. Allí es en donde tenemos el problema.

En cuanto al *boom* de los *commodities*, hay una polémica que se mantiene en la discusión académica desde hace muchos años. Se refiere a cuál debería ser la reacción de política monetaria de un banco central cuando tenemos una inflación de activos o un *boom* en el precio de los activos, ya sean los *commodities*, las viviendas o cualquier tipo de activo. Ante estas burbujas de activos, ¿qué deben hacer los bancos centrales?

La teoría Greenspan fue que los bancos centrales no pueden hacer nada porque no pueden identificar la diferencia entre un alza real del precio de los activos y una burbuja. Existe una posición contraria, para la cual el banco central debe tomar en cuenta la inflación de activos en el diseño de sus políticas monetarias. Pero lo que los bancos centrales sí pueden hacer es tratar de controlar el daño que una burbuja puede crear.

La posición generalizada, o la más aceptada, era aquella en la cual los precios de los activos no deben tomarse en cuenta en los objetivos de inflación o en las políticas monetarias, tanto por las dificultades de identificar una burbuja monetaria como por la conveniencia o capacidad de utilizar la política monetaria para desarmarla.

Pero creo que hoy el paradigma está cambiando. Luego de esta crisis el péndulo empieza a moverse hacia el otro lado, comienza a pensarse que está dentro del rol de los bancos centrales el de controlar las burbujas. Además, en el tema específico de una burbuja en el precio de los *commodities*, cuando lo que está subiendo son los precios de los alimentos o la energía, hay que tomar en cuenta los efectos de segunda ronda que estas subas pueden generar. Creo que aquí el rol de los bancos centrales es muy importante para controlar el desarrollo de esta burbuja.

Adicionalmente, tenemos el problema conocido del "*dutch disease*"; la necesidad de evitar sobrevaluación cambiaria cuando tenemos una burbuja, exportadora en este caso, o por lo menos una subida importante en el precio de las exportaciones, a través de la intervención y correspondiente esterilización. Pero para eso se debe tener un balance saneado del banco central, o que le permita de una forma u otra esterilizar los efectos de esta burbuja sobre el resto de la economía sin crear un déficit en particular.

Finalmente, hay que recordar que siempre se ha hablado mucho de la importancia de la independencia de los bancos centrales, algo que yo siempre he defendido. Pero creo que también tenemos que ser realistas y aceptar la idea de que la independencia del banco central debe estar dentro de un balance democrático, en el sentido de que los bancos centrales deben, por supuesto, mantener sus objetivos fundamentales de estabilidad financiera y macroeconómica, pero dentro de los que son los objetivos generales de las políticas económicas. Y cuando existen circunstancias de crisis, es importante adaptarlos, por más que esto parezca afectar negativamente la independencia del banco central. Es necesario adaptarse pues es evidente que los tiempos de crisis no son tiempos normales. Es necesario adaptarse para que este tipo de crisis no se transfiera rápida y totalmente hacia el resto de la economía.

A mi juicio, creo que lo que nosotros aprendemos de esta crisis internacional, desde el punto de vista de los países emergentes y de aquellos que hemos adoptado las *“best practices”*, es que hay características idiosincrásicas específicas. Por lo tanto hay que aprender no solamente de las *“best practices”* teóricas, sino de cómo se ponen efectivamente en práctica en los lugares en donde aparentemente, o por lo menos hasta este momento, creíamos que su implementación y su instrumentación eran óptimas, ideales. Ahora vemos que también estas economías han sufrido una crisis y tenían fallas regulatorias que, obviamente, llevará a repensar este modelo de *“best practices”*.

Guillermo Rozenwurcel
(Profesor - Universidad Nacional de San Martín)

Política monetaria e incertidumbre en economías emergentes

Introducción

La presente nota analiza, de manera sintética, la relación entre incertidumbre y política económica, con particular referencia a la política monetaria en economías emergentes.

Para ello se organiza, luego de esta introducción, en cuatro secciones. En la primera se presenta sucintamente la actual visión académica predominante sobre la referida relación y se hace hincapié en su carácter bidireccional. En efecto, no sólo la incertidumbre sobre el funcionamiento de la economía condiciona las decisiones de política económica y su efectividad, sino que también, bajo ciertas circunstancias, la política económica puede constituirse en fuente autónoma de incertidumbre.

En la segunda sección ponemos el foco en las economías emergentes. Nuestra tesis es que, en el contexto de estas economías, la política económica puede quedar “sobredeterminada” y, bajo ciertas circunstancias, desencadenar un proceso acumulativo de incertidumbre, pérdida de credibilidad y creciente inefectividad en sus resultados. Exponemos la cuestión en el marco del dilema que se les presentó a muchas de estas economías durante el período de bonanza inducido por el aumento sostenido en los precios de los *commodities*, previo al desencadenamiento de la crisis financiera internacional en curso: ¿cómo acomodar la política monetaria para atender simultáneamente a los objetivos de estabilidad de precios y competitividad externa?

A continuación, en la tercera sección, ilustramos el dilema y sus consecuencias en el contexto de la economía argentina durante el período expansivo que se extiende desde inicios de 2003 hasta mediados de 2008, sugiriendo que el esquema de intervención cambiaria de la política monetaria dejó de ser efectivo para atender simultáneamente esos dos objetivos cuando, por diversas razones, se interrumpió la fuerte expansión que venía registrando la demanda de dinero desde la salida de la crisis de la convertibilidad.

En la última sección se presentan las conclusiones.

1. Incertidumbre y políticas: relación de doble vía

Durante muchos años el consenso académico ignoró –salvo algunas excepciones (Brainard, 1967 y Poole, 1970, entre otras)– los desafíos que los fenómenos de incertidumbre y cambio estructural imponen al diseño e implementación de la política monetaria. En la mayor parte de los modelos se suponía que el Banco Central conocía el verdadero modelo de funcionamiento de la economía, lo cual implicaba, además, conocer la verdadera distribución de probabilidad de los *shocks* que afectan a la economía. Con lo cual, los *policy makers* (PM) no se veían expuestos a incertidumbre en el sentido *knightiano*, sino meramente a riesgos dado que el valor efectivo de ciertas variables clave es *a priori* desconocido.

Sin embargo, recientemente y de forma creciente, el fenómeno de incertidumbre ha sido incorporado en los nuevos enfoques y modelos de política monetaria, dado que se reconoce que en todos los casos afecta la ejecución y los resultados de política, más allá de cuán “buen comportamiento” tenga la economía en cuestión.

El consenso reciente acerca de las fuentes de incertidumbre fue sistematizado por Gordon Sellon y Carl Walsh en un simposio organizado por la Reserva Federal de la ciudad de Kansas en el año 2003.⁴⁹ Éstas pueden agruparse en:

- Incertidumbre acerca del **estado de la economía** (*data and measurement uncertainty*). Esta fuente de incertidumbre surge por la presencia de información imperfecta y se manifiesta de dos formas: en primer lugar, el PM desconoce el estado presente de la economía por el simple hecho de que la medición de ciertas variables lleva tiempo y por lo tanto sus valores son conocidos con un cierto rezago (por ejemplo, el PIB). En segundo lugar, el PM tiene estimaciones imprecisas sobre variables económicas clave que son de naturaleza inobservable (como la brecha de producto, la tasa natural de desempleo o la tasa de interés de equilibrio).
- Incertidumbre acerca de la **naturaleza y persistencia de los shocks**. Hay *shocks*, como los cambios en los precios de los commodities, que son fáciles de identificar pero se desconoce su persistencia, es decir, su carácter de permanentes o transitorios, idealmente la política monetaria debería responder únicamente a los *shocks* permanentes y no a los transitorios. Sin embargo, otras veces incluso se

49. “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy”, Jackson Hole, Wyoming, 28 y 30 de agosto de 2003.

desconoce el origen de los *shocks*, lo cual complica más aún la elección del curso de acción adecuado.

- Incertidumbre acerca de la **estructura de la economía**. Los “verdaderos” parámetros fundamentales de cualquier economía muchas veces se ven alterados por innovaciones tecnológicas, cambios en la estructura institucional o en el comportamiento de los agentes. Claramente, estos cambios alteran la efectividad de la política monetaria. En consecuencia, la variabilidad de los parámetros que gobiernan la economía se convierte en una fuente muy importante de incertidumbre en el accionar de la política monetaria.

En suma, la incertidumbre genera discrepancias entre el funcionamiento efectivo de la economía y el estimado por el banco central, tanto por errores de medición en las variables como por errores de especificación (derivados del desconocimiento del carácter de los *shocks*) o por la inestabilidad de los parámetros en momentos de cambio estructural.

Ahora bien, dado que la incertidumbre no tiende a ser la excepción sino la regla, vale la pena preguntarse si una regla considerada óptima bajo determinadas circunstancias continúa siéndolo si la estructura de la economía cambia o si una perturbación que se juzgó transitoria resulta ser más persistente.

La respuesta a este interrogante se complica más aún si se tiene en cuenta que **la relación entre incertidumbre y políticas no es de una, sino de dos vías**. En otras palabras, que las políticas, *per se*, también pueden constituirse en una fuente autónoma de incertidumbre. Ello sucede a través de inconsistencias y fallas de coordinación, cambios frecuentes de reglas y baja credibilidad en los *policy makers*. Al generar incertidumbre, las políticas alteran la conducta de los agentes y, consecuentemente, las condiciones de funcionamiento de la economía.

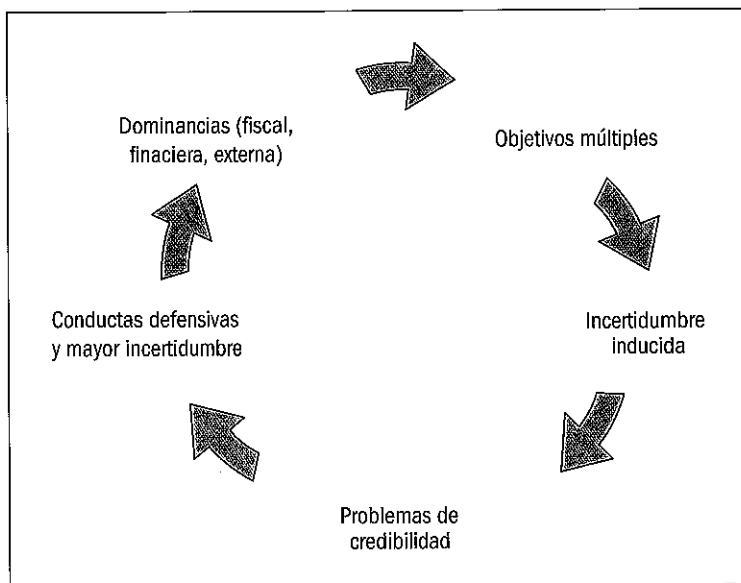
Todo esto tiene consecuencias importantes para el diseño de la política monetaria. En particular, existe un relativo consenso en la literatura acerca de la superioridad de reglas robustas frente a reglas óptimas en contextos de incertidumbre. Lo deseable es que la efectividad de las reglas de política monetaria no experimente alteraciones drásticas ante cambios en las condiciones de funcionamiento de la economía. Sin embargo, puede muy bien darse el caso de que una política óptima bajo determinado contexto muestre un mal desempeño bajo condiciones diferentes. En cambio, una política alternativa podría ser menos efectiva que la política óptima si el modelo utilizado coincide con el funcionamiento efectivo de la economía, pero resultar menos nociva en caso contrario. Aunque subóptima en determinadas circunstancias, dicha política será más robusta que aquella.

2. La cuestión en el contexto de las economías emergentes

Las cuestiones de cómo la incertidumbre afecta a la política monetaria han sido estudiadas, en general, en el contexto de economías desarrolladas. Es claro que los países emergentes merecen un análisis específico, dado que allí, los problemas de incertidumbre se acentúan por diversos motivos (Basco *et al.*, 2007), como la elevada propensión a la inestabilidad macroeconómica, la alta frecuencia de cambios de régimen, la mayor dimensión y persistencia de las perturbaciones, la escasez de instrumentos apropiados para lidiar con *shocks* y la falta de flexibilidad para realizar correcciones.

En tales contextos, la insuficiencia de instrumentos disponibles en relación a los objetivos de política que es necesario atender se traduce en “dominancias” de diversa índole. Así, por ejemplo, el objetivo de estabilidad de precios frecuentemente “compite” con otras demandas derivadas de desequilibrios fiscales, externos o financieros que tienden a sobredeterminar la política monetaria. De este modo, las dominancias agudizan la inestabilidad e inconsistencia de las políticas, contribuyendo a agravar la incertidumbre sobre sus resultados y a minar su credibilidad, generando conductas defensivas que, por su parte, refuerzan la incertidumbre y acentúan las dominancias, consolidando un proceso acumulativo de incertidumbre e ineffectividad de las políticas (ver figura 1).

Figura 1. Vínculos entre dominancias e incertidumbre



Es interesante señalar que la incertidumbre no es exclusiva de períodos desfavorables o situaciones de crisis. De hecho, en el período de bonanza previo a la crisis financiera internacional que se desencadenó en 2008, el mundo emergente se vio expuesto a significativas fuentes de incertidumbre, diferentes a las que surgen en condiciones adversas pero no por ello menos significativas.

En primer lugar, las economías emergentes debían resolver el interrogante acerca de si el aumento en los precios de los *commodities* debía interpretarse como un *shock* transitorio o un cambio permanente. Aunque con “el diario del lunes” hoy sabemos que una parte importante de ese incremento resultó temporario, las proyecciones previas estaban lejos de pronosticar el desplome verificado *a posteriori*. En cualquier caso, la bonanza derivada en buena medida de la evolución favorable de los términos de intercambio tendió a convertirse en una fuente de dominancia externa que dio a lugar a una peculiar variante del miedo a flotar: no el temor a una devaluación excesiva sino a una revaluación exagerada. En otras palabras, el miedo a flotar “en reversa” (*fear of floating “in reverse”*, Levy Yeyati y Sturzenegger, 2007).

En segundo lugar, en varios países emergentes las presiones inflacionarias inducidas por la expansión generaron el dilema de cómo adaptar las políticas para hacer frente a tales presiones evitando, al mismo tiempo, la apreciación cambiaria. La inercia inducida por conflictos distributivos vinculados a la *economía política* de esos países tendió a hacer aún más difícil esa adaptación.

Miedo a flotar “in reverse” y régimen cambiario

Nos interesa enfocarnos en el fenómeno del miedo a flotar “*in reverse*” por dos razones. Primero, por la relevancia que alcanzó en la fase previa a la crisis en gran parte de los países emergentes y particularmente en Argentina. Segundo, porque sus implicancias no sólo condicionaron las políticas del período de bonanza, sino también las opciones disponibles para lidiar con la actual crisis.

Es un hecho estilizado generalizado, detectado por múltiples estudios, que pese a la preferencia declarada por la flotación cambiaria, los regímenes *de facto* tienden a apartarse significativamente de ese esquema. A diferencia de lo ocurrido en la segunda mitad de la década pasada, en esta década, hasta el desencadenamiento de la presente crisis, fue el temor a los efectos adversos de la apreciación lo que indujo a limitar la flotación cambiaria. Se generó así un dilema entre competitividad externa y estabilidad de precios que condicionó de manera significativa la política monetaria en muchos países.

En la Argentina ese dilema se manifestó con particular intensidad, debido a que el fuerte *shock* favorable de términos de intercambio inducido por el precio

internacional de los alimentos indujo la reaparición de la “enfermedad holandesa” (o más bien “holando-argentina”, dado el predominio de las exportaciones de origen agropecuario en las ventas externas del país). El objetivo de mantener la competitividad cambiaría en un contexto caracterizado por un fuerte exceso de oferta de divisas y un superávit primario insuficiente para neutralizarlo a través de la política fiscal, forzó a la autoridad monetaria a intervenir intensamente en el mercado de cambios, acumulando reservas para absorber el exceso de oferta de divisas. El problema de subordinar la política monetaria al mantenimiento de la competitividad cambiaría, más allá del punto en que la demanda de dinero (en sentido amplio) deja de expandirse, es que aún cuando las intervenciones sean en parte esterilizadas, tal estrategia tenderá a generar exceso de oferta de dinero y presiones inflacionarias.

3. Características *de facto* del régimen cambiario argentino e implicancias inflacionarias

La clasificación de regímenes cambiarios depende del criterio utilizado. Aunque en la actualidad suele considerarse que las clasificaciones *de facto* son mejores que las *de jure*, existen metodologías mutuamente excluyentes para clasificar regímenes cambiarios *de facto*.

El FMI utiliza desde 1999 una clasificación *de facto* que combina información cualitativa y cuantitativa, incluyendo la política cambiaria manifiesta (FMI, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, publicado desde 1950). El FMI clasifica al régimen de Argentina entre 2003 y 2006 como un “*managed floating*” (flotación dirigida sin un sendero predeterminado para el tipo de cambio),⁵⁰ pasando a clasificarlo en 2007 en la categoría de “*other conventional fixed peg arrangements*” (otros arreglos de tipo de cambio fijo convencional).⁵¹

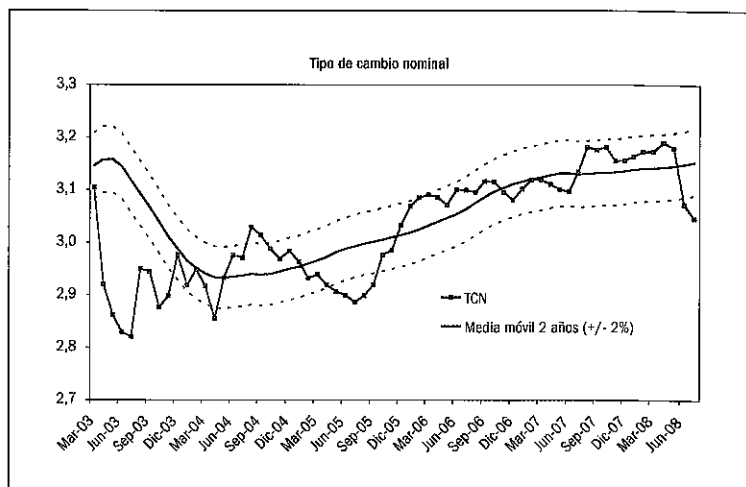
50. Definido como un régimen en que la autoridad monetaria controla el tipo de cambio sin tener una meta o sendero. Los indicadores que se toman en cuenta para influenciar el tipo de cambio son bastante subjetivos; por ejemplo, la posición del balance de pagos, las reservas internacionales o eventos que tengan lugar en el mercado paralelo. Además, los ajustes pueden no ser automáticos. Al igual que en otros casos, la intervención puede ser directa –a través de la compraventa de moneda extranjera en el mercado- o indirecta –a través de la política de tasa de interés, regulaciones al mercado de cambios, la persuasión, o la intervención de otras instituciones públicas-.

51. Este arreglo incluye tres casos particulares: el país vincula su moneda a otra moneda, o establece un arreglo cooperativo (como el ERM II), o vincula su moneda a una canasta de monedas, donde la canasta está compuesta por las monedas de los principales socios comerciales del país ponderadas por comercio o flujos de capital.

Por su parte, Ilzetzki, Reinhart, y Rogoff (2008)⁵² utilizan una clasificación *de facto* pura (que denominan “clasificación natural”), basada principalmente en datos de series de tiempo sobre la variabilidad del tipo de cambio. A su vez, utilizan datos del tipo de cambio del mercado paralelo en caso de que existan discrepancias con respecto al tipo de cambio oficial. Para estos autores, entre 2003 y 2007 el régimen argentino es uno “*de facto crawling band*” (bandas repantes de facto) menor o igual a +/- 2%.⁵³

El Gráfico 1 revela que el tipo de cambio nominal (TCN) se mantuvo en una banda de +/-2% con respecto a su media móvil (centrada en una ventana de

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

A diferencia de la caja de conversión, no hay en este caso un compromiso de mantener la paridad de manera irrevocable. Se considera fijo al tipo de cambio si éste fluctúa entre márgenes menores al 1% alrededor de la paridad central –o si el valor máximo y mínimo del tipo de cambio se encuentran dentro de un margen del 2%- por al menos tres meses.

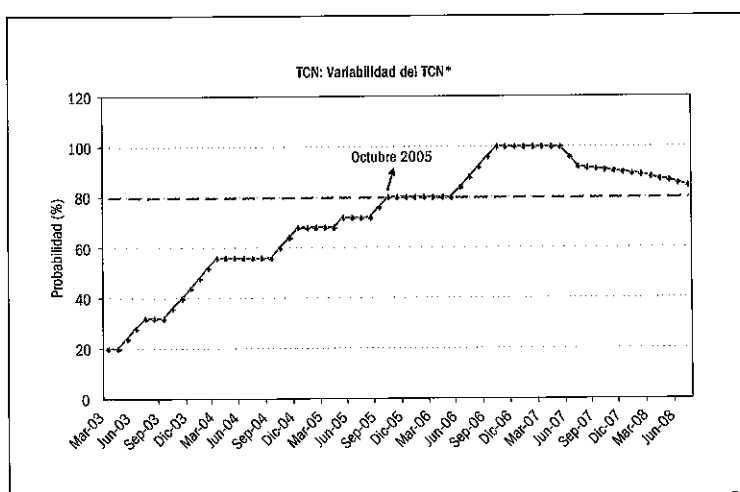
La paridad puede mantenerse a través de la intervención directa o indirecta. El arreglo provee de mayor flexibilidad a la política monetaria que en el caso de los dos regímenes descritos más arriba, debido a que el Banco Central puede realizar sus funciones tradicionales y a que es posible ajustar el nivel del tipo de cambio, aunque no con demasiada frecuencia.

52. En dicho trabajo se actualizan los datos de un trabajo anterior (Reinhart y Rogoff, 2004) y se utiliza la misma metodología de clasificación.
53. Existen otras clasificaciones muy citadas como la de Levy-Yeyati y Sturzenegger (2005) pero el periodo que comprende sólo llega hasta el año 2004, por lo que no sirve a nuestro propósito de analizar el régimen cambiario argentino de los últimos cinco años.

dos años) desde el tercer trimestre de 2005 hasta el primer trimestre de 2008. A su vez, la variación promedio de la media móvil del TCN desde abril del 2004 hasta julio de 2008 fue sólo de 0,14% mensual.

Por otra parte, al realizar un análisis similar al de Reinhart y Rogoff (2004),⁵⁴ calculando para ello la frecuencia con que la variación mensual del tipo de cambio (respecto a la media móvil) es menor a +/-2% en una ventana centrada de dos años, se obtiene que desde octubre de 2005 la probabilidad de mantenerse en esa banda supera el 80%⁵⁵ (ver Gráfico 2).

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

* Probabilidad de que la variación sea menor a 2% respecto a la media móvil (ventana de 2 años).

54. Los autores mencionados basándose en datos de series de tiempo del tipo de cambio nominal utilizan un algoritmo relativamente sofisticado para clasificar el régimen. En el caso de los regímenes de bandas, éstos se detectan mediante el cálculo de la probabilidad de que el tipo de cambio nominal se mantenga en una banda de 1%, 2% o 5% para un período dado. Para ello usan ventanas móviles de cinco años (salvo algunas excepciones en las que usan ventanas de dos años).

55. La metodología es la siguiente. Para cada mes, por ejemplo marzo de 2003, se toman todos los valores de una ventana de dos años centrada en dicho mes (es decir, desde marzo de 2002 hasta marzo de 2004). Luego, se calcula para cada uno de esos veinticinco meses cuál es la tasa de variación del TCN respecto a la media móvil del TCN de la misma ventana temporal. La probabilidad de estar fuera de la banda del 2% se computa así: número de meses con variación menor a +/- 2% dividido veinticinco. Vale aclarar que Reinhart y Rogoff (2004) toman en general, ventanas de cinco años, lo cual es más apropiado para estudiar períodos de tiempo más extendidos que el analizado aquí.

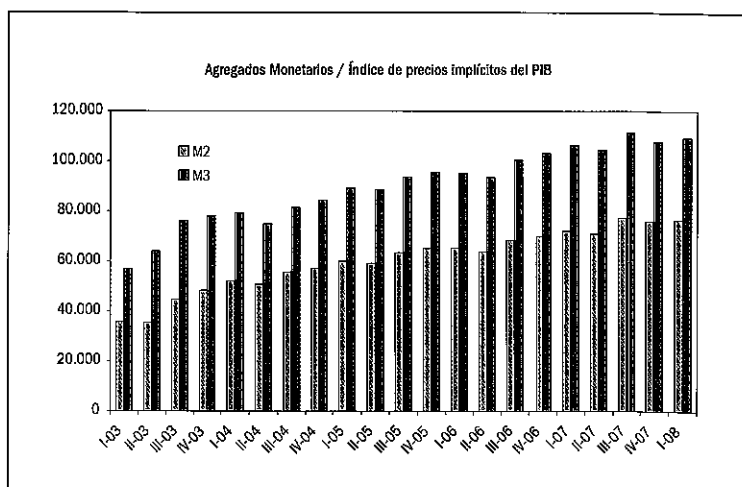
Si bien, las clasificaciones difieren, resulta claro que el régimen vigente durante el período considerado no fue de flotación.

En ese marco, el esquema de intervención cambiaria (mediante la compra por parte del Banco Central del exceso de oferta de divisas) logró evitar la apreciación del tipo de cambio real, mientras el aumento de la demanda de dinero resultó consistente con la expansión de liquidez. Sin embargo, la crisis del mercado *subprime* inicialmente y más tarde las dudas sobre el estado de los fundamentos domésticos, comenzaron a frenar el crecimiento de la demanda de dinero a partir de fines de 2006 (ver Gráficos 3 y 4). La contracara de ese fenómeno fue la aceleración inflacionaria (ver Gráfico 5) y su consecuencia la tendencia a la apreciación real del peso (ver Gráfico 6).

Sea como fuere, es evidente que el *peg* “*de facto*”, vigente desde inicios de 2006, no operó como ancla nominal. Las razones son múltiples. Entre ellas, cabe señalar la desdolarización contractual posterior al *default* de 2001, la dinámica salarial asociada a un mercado de trabajo “demandado” y a la recomposición del poder de negociación sindical y, finalmente, los problemas de credibilidad de la política económica, en particular relativos a la solvencia fiscal intertemporal.

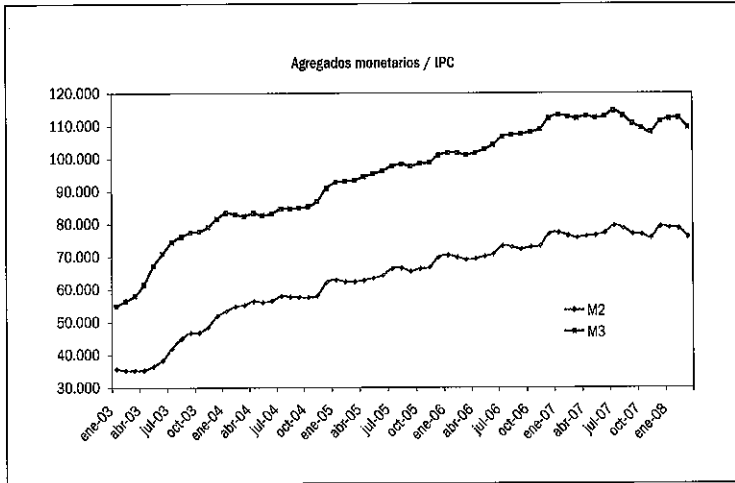
En un contexto como el que se configuró a partir de inicios de 2006, por lo tanto, parece claro que el tipo de cambio nominal perdió utilidad como instrumento de

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y MECON.

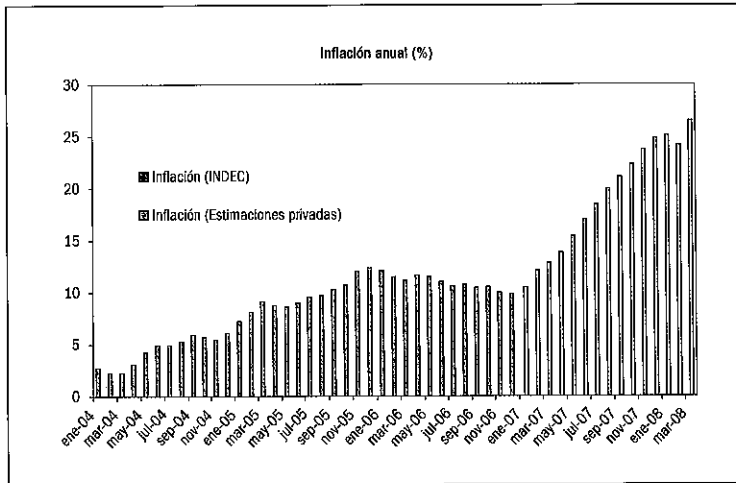
Gráfico 4



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC y estimaciones privadas.

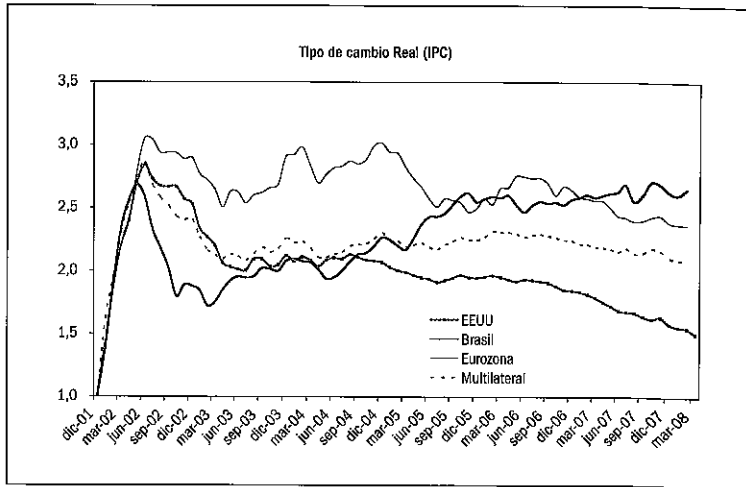
Nota: Hasta diciembre de 2006 se utilizó el IPC construido por el INDEC, a partir de enero de 2007 se usaron estimaciones privadas.

Gráfico 5



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y estimaciones privadas.

Gráfico 6



Fuente: Elaboración propia en base a MECON y estimaciones privadas.

política: no contribuyó ni a estabilizar precios ni a garantizar la competitividad externa, erosionada por la dinámica inflacionaria generada, en buena medida, por la propia política.

4. Conclusiones

Aunque el consenso académico ignoró, hasta hace poco tiempo atrás, los desafíos que la incertidumbre y el cambio estructural imponen al diseño e implementación de la política monetaria, recientemente estos fenómenos comenzaron a incorporarse a los nuevos enfoques y modelos de política monetaria, a partir de reconocer que ellos afectan la ejecución y los resultados de política, más allá de cuán “buen comportamiento” tenga la economía considerada.

Pero no se trata sólo de que la incertidumbre condiciona las políticas. La cuestión es más compleja, pues las políticas también pueden constituirse, por sí mismas, en fuente autónoma de incertidumbre. Esto puede ocurrir, en efecto, cuando debido a inconsistencias, fallas de coordinación, cambios frecuentes de reglas o baja credibilidad de las autoridades, las políticas alteran la conducta de los agentes y, consecuentemente, las condiciones de funcionamiento de la economía.

En los países emergentes –donde los problemas de información son más agudos, las perturbaciones mayores (al menos en términos relativos) y más frecuentes, el

cambio estructural y la fragilidad institucional son rasgos constitutivos de sus economías- las dificultades que plantea la relación entre incertidumbre y política indudablemente se potencian.

En tales contextos, la insuficiencia de instrumentos disponibles en relación a los objetivos de política que es necesario atender se traduce en “dominancias” de diversa índole que tienden a sobredeterminar la política monetaria y, bajo ciertas circunstancias, a desencadenar un proceso acumulativo de incertidumbre, pérdida de credibilidad y creciente ineffectividad de las políticas.

Es pertinente señalar que la incertidumbre no es exclusiva de períodos desfavorables o situaciones de crisis. De hecho, la bonanza recién concluida, derivada en buena medida de un prolongado período de precios de *commodities* excepcionalmente elevados, tendió a convertirse en una fuente de dominancia externa que dio lugar a una peculiar variante del miedo a flotar: no el temor a una devaluación excesiva sino a una revaluación exagerada - miedo a flotar “en reversa”. Fue este miedo a flotar, ligado a los temores a una apreciación cambiaria excesiva, el que dificultó en algunos países emergentes la contención de las presiones inflacionarias inducidas por la bonanza económica.

En la Argentina, en particular, el dilema entre competitividad cambiaria y estabilidad de precios se manifestó con particular intensidad. El objetivo de mantener la competitividad cambiaria en un contexto de fuerte exceso de oferta de divisas y superávit primario insuficiente para neutralizarlo, forzó a la autoridad monetaria a intervenir intensamente en el mercado de cambios, acumulando reservas para absorber el exceso de oferta de divisas. Esa estrategia determinó que, pese a ser formalmente flotante, el régimen cambiario vigente entre el tercer trimestre de 2005 y el primer trimestre de 2008 (hasta donde nuestro análisis llegó) resultara ser un régimen de “bandas reptantes *de facto*”.

En ese marco, el esquema de intervención cambiaria del Banco Central logró evitar la apreciación del tipo de cambio real mientras el aumento de la demanda de dinero se mantuvo consistente con la expansión de liquidez. Pero cuando hacia fines de 2006 el crecimiento de la demanda de dinero comenzó a desacelerarse, por la crisis del mercado *subprime* primero y por las dudas sobre el estado de los fundamentos domésticos luego, el reverso de ese fenómeno se manifestó como aceleración inflacionaria y su consecuencia fue la progresiva apreciación real del peso.

Una primera evidencia que surge de este episodio es la insuficiencia de la autonomía del Banco Central para garantizar el objetivo de estabilidad de precios. Aunque la autonomía puede contribuir a reforzar la credibilidad de la autoridad monetaria, especialmente en contextos de fragilidad institucional, su eficacia para contener la inflación resulta comprometida por la sobredeterminación resultante de la doble

dominancia externa y fiscal (inducida en este caso por el temor a flotar “en reverso” y por los límites de economía política que impedían subordinar el superávit primario al objetivo cambiario).

Una segunda cuestión tiene que ver con el objetivo cambiario perseguido. Aún si se acepta como inevitable la existencia de múltiples objetivos y la necesidad de intervención cambiaria por parte de la autoridad monetaria, dicha intervención debe formularse a partir de un diagnóstico correcto del estado de la economía y de lo que cabe esperar de la política implementada.

En el caso que discutimos, la economía argentina había experimentado, luego del colapso de la convertibilidad, un claro *overshooting* cambiario. Un proceso de apreciación real era, por lo tanto, inevitable, del mismo modo que resultaba imposible sostener indefinidamente una paridad real devaluada. Al menos en principio, en cambio, esta constatación no impide que una política de “sintonía fina” se proponga reducir la volatilidad e influir en la velocidad de ajuste de ese proceso, tampoco que, dentro de cierto rango, “elija” el *mix* de apreciación nominal e inflación que juzgue preferible en el proceso de reversión del *overshooting*.

Por último, pero no menos importante, la economía política de estos procesos también importa.⁵⁶ Visto en una perspectiva histórica, la intensidad que fue adquiriendo el dilema entre competitividad cambiaria e inflación en la economía argentina desde 2006 no es más que una nueva manifestación de un problema crónico: las resistencias que colocan los intereses sectoriales en pugna para alcanzar y estabilizar precios relativos de equilibrio consistentes con los fundamentos pre-alecientes en cada período (Rozenwurcel y Rodríguez Chatruc, 2009).

Esta conflictividad, y los drásticos cambios pendulares de precios relativos que periódicamente ocasionan, están en la raíz de las sucesivas “oportunidades perdidas” que recurrentemente lamenta la Argentina.

Bibliografía

Basco, Castagnino, Katz y Vargas (2007), “Política Monetaria en Contextos de Incertidumbre, Cambio de Régimen y Volatilidad Pronunciada”. Documento de Trabajo 2007 | 25, BCRA.

Brainard, W. (1967), “Uncertainty and the Effectiveness of Policy”, *American Economic Review*, Vol. 57, pp.411-425.

56. Se recomienda ver al respecto Díaz Bonilla y Schamis (1999) y Frieden y Stein (2000).

Díaz Bonilla, E. y H. E. Schamis (1999), "The Political Economy of Exchange Rate Policies in Argentina, 1950-1998", Working paper #R-379, Latin American Research Network, Inter-American Development Bank.

E. O. Ilzetzki, C. Reinhart, y K. S. Rogoff (2008), "Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?", mimeo. (Los datos están disponibles online en <http://terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers.html>)

FMI: "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Frameworks" (disponible online).

Frieden, J. and E. Stein (2000), "The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America: An Analytical Overview", Working paper #R-420, Latin American Research Network, Inter-American Development Bank.

Levy Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2007), "Fear of Appreciation", Policy Research Working Paper 4387, The World Bank.

Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2005), "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words," *European Economic Review*, Vol. 49 (August), pp. 1603-35.

Poole, W. (1970) "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 2 (May), pp. 197-216.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2004), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119 (febrero), págs. 1-48.

Rozenwurcel, G. y M. Rodríguez Chatruc (2009), "La economía política del régimen cambiario argentino", mimeo.

Sellon, G.H (2003), "An introduction to the Bank's 2003 Economic Symposium" *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, pp. 21-27.

Walsh, C. (2003), "Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy", en *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 297-348.

Roberto Frenkel⁵⁷

*(Investigador Titular - Centro de Estudios de Estado y Sociedad [CEDES] y
Profesor - Universidad de Buenos Aires [UBA])*

Las políticas monetaria y fiscal en un régimen de tipo de cambio real competitivo

Introducción

En este trabajo discutimos algunas características del régimen de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). En el primer punto presentamos sucintamente el régimen y planteamos que el tipo de cambio real competitivo puede inducir una presión inflacionaria permanente, por los mismos mecanismos que estimulan altas tasas de crecimiento del producto y el empleo. El control de la inflación requiere que esa presión sea compensada por un control sobre la demanda agregada a través de las políticas fiscal y monetaria. En el segundo punto se discute la autonomía monetaria en un régimen de TCRCE. La conclusión de este punto es que se cuenta generalmente con un considerable grado de autonomía que puede ser utilizado para ejercitar políticas monetarias activas. En el tercer punto se discuten las limitaciones de la política monetaria como instrumento principal del control de la demanda agregada. La conclusión es que la principal responsabilidad por el control de la demanda agregada no puede cargarse sobre la política monetaria, de modo que el control debería realizarse principalmente mediante la política fiscal.

1. El régimen macroeconómico de tipo de cambio real competitivo y estable

Desde hace un tiempo hemos planteado a través de varios trabajos que la preservación de un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) es una de las mejores contribuciones que puede hacer la política macroeconómica al crecimiento y el empleo.⁵⁸

57. E-mail: frenkel@cedes.org

58. Frenkel (2004a), (2004b), (2006), Frenkel y Taylor (2007), Frenkel y Ros (2006), Frenkel y Rapetti (2008).

Un tipo de cambio competitivo es el que determina incentivos para la producción de una amplia gama de bienes comerciables con el resto de mundo, sea para su colocación en el mercado internacional o en el mercado interno. Al ampliar la gama de actividades potencialmente rentables se amplían las posibilidades de crecimiento de la producción y el empleo. Es una política de promoción generalizada de las actividades comerciables con respecto a las no comerciables, que a diferencia de otros sistemas de incentivos, no da lugar a búsqueda de rentas. Puede ser combinada con la política comercial u otros incentivos específicos para sectores o actividades, pero la política cambiaria adquiere singular importancia en un contexto de acuerdos internacionales que restringen la utilización de aranceles y subsidios.

Hay dos aspectos de la política de TCRCE que enfatizamos desde la primera propuesta, presentada en Frenkel (2004a). El primero es que la política cambiaria debe ser parte de un esquema más amplio, que incluya las políticas fiscales y monetarias consistentes con ella. La propuesta de una meta de tipo de cambio real competitivo debe ser concebida como componente de un régimen de política macroeconómica, capacitado para perseguir objetivos múltiples y conflictivos en forma coherente. Este régimen persigue simultáneamente objetivos de crecimiento, empleo, nivel de actividad e inflación. El tipo de cambio real competitivo y estable es una meta intermedia del régimen, como puede serlo cierta tasa de interés para la política monetaria o determinado superávit primario para la política fiscal.

El segundo aspecto es la necesidad de coordinar las políticas macroeconómicas en una instancia gubernamental con alto poder de análisis y decisión. Se podría sostener que la coordinación en la conducción de las políticas es ventajosa bajo cualquier régimen.⁵⁹ Pero en el régimen de TCRCE la coordinación es imprescindible. En este régimen las tres políticas macroeconómicas –cambiaria, monetaria y fiscal– son activas y concurren complementariamente al logro de los objetivos. Como hay conflicto entre los objetivos, la complementariedad de las políticas debe ser garantizada por la coordinación establecida por una fuente única de conducción.

Un rasgo singular del régimen macroeconómico de TCRCE es que la política cambiaria mantiene encendido un poderoso motor de expansión de la demanda agregada y del empleo. Es precisamente a través de estos efectos sobre la demanda de bienes comerciables de producción local, la demanda de inversión

59. Aunque hay quienes argumentan que es mejor segmentar los objetivos y atribuir responsabilidad exclusiva por uno de ellos a determinada institución. Por ejemplo, un banco central independiente que se responsabiliza exclusivamente por la inflación.

y la demanda de trabajo que se efectiviza buena parte de los estímulos al crecimiento de la producción y del empleo que induce el régimen. Por la misma razón, el componente de política cambiaria del régimen puede establecer un elemento de presión inflacionaria inexistente en otros regímenes cambiarios.⁶⁰ El grado de presión inflacionaria dependerá de la estructura de la economía y también de las circunstancias que ésta atraviesa. Con relación al primer punto, por ejemplo, los efectos resultarán diferentes en una economía con una población importante en el sector de subsistencia, que alimenta continuamente la oferta en el mercado de trabajo, como es el caso de China, que en una economía que no presenta esa característica, como es el caso de Argentina. Con relación al segundo punto, el grado de presión inflacionaria diferirá según el estado de ocupación de la fuerza de trabajo y otros recursos. Por ejemplo, la presión inflacionaria resultará menor en la salida de una recesión que luego de varios años de expansión, pues ésta tiende naturalmente a ocupar las capacidades instaladas y a encontrar cuellos de botella.

El impulso expansivo sobre la demanda agregada que establece el tipo de cambio competitivo es difícil de precisar y cuantificar. Sin embargo, sabemos que el mayor crecimiento que experimentan las economías que adoptan el TCRCE⁶¹ resulta en parte de esos efectos sobre la demanda, aunque no sepamos la importancia relativa de los distintos efectos ni cómo varía su peso relativo entre países y a lo largo del tiempo. Sabemos que existe una asociación positiva entre tipo de cambio real y crecimiento, pero no sabemos si esta relación es no-lineal, si tiene umbrales, o cómo difiere entre países y varía a lo largo del tiempo. Una consecuencia importante de estas incertidumbres es que no se dispone de los conocimientos que se requerirían para hacer sintonía fina con la política

60. Que la preservación de un TCRCE induce a inflación es una noción muy extendida entre los economistas. Dos ideas diferentes sustentan esa noción en la visión del *mainstream*. Una es que el tipo de cambio real tiende necesariamente a su equilibrio de largo plazo. Si el tipo de cambio real está depreciado (con respecto a su equilibrio de largo plazo) y la política cambiaria impide la apreciación nominal, se supone que la tendencia al aumento de los precios domésticos es el mecanismo que tiende a equilibrar el tipo de cambio real. La otra idea es monetaria. Supone que la intervención compradora del Banco Central en el mercado de cambios para preservar un tipo de cambio real depreciado expande la cantidad de dinero e induce a inflación. En ningún caso se concibe que en un contexto en el cual la política cambiaria preserve el tipo de cambio real, las políticas fiscal y monetaria pueden contener la inflación. Nuestra explicación de la presión inflacionaria que puede generar la política de TCRCE difiere de ambas concepciones mencionadas. La presión inflacionaria resulta de los mismos mecanismos que estimulan la aceleración del crecimiento (y del propio crecimiento rápido) y puede ser controlada por las políticas fiscal y monetaria que deben acompañar la política cambiaria.

61. Recientemente se han publicado varios estudios comparativos internacionales que agregan evidencia sobre la correlación entre crecimiento y tipo de cambio real. Ver, por ejemplo, Prasad, Rajan y Subramanian (2006) y Rodrik (2007).

cambiaría para regular el ritmo de crecimiento de la demanda agregada mediante variaciones en el tipo de cambio real. En ausencia de esos conocimientos, experimentar con la política cambiaria parece completamente desaconsejable. El objetivo principal de la política de TCRCE es reducir la incertidumbre de las decisiones de inversión y empleo de los agentes. Consecuentemente, cambios experimentales e inciertos en la meta cambiaria tendrían una influencia negativa sobre el objetivo principal de la política.

En resumen, el régimen de TCRCE se diferencia de otros contextos de política en ese aspecto crucial: en este régimen la política cambiaria establece un impulso expansivo permanente sobre la demanda que puede dar lugar a la presión inflacionaria y este impulso es difícilmente regulable mediante la sintonía fina de la política cambiaria. Estas características singulares del régimen imponen rasgos también particulares a las políticas que deben acompañar la política cambiaria: la existencia de un impulso expansivo permanente inherente al régimen enfatiza los roles de frenos que deben jugar las políticas fiscal y monetaria. En general, las políticas macroeconómicas fiscal y monetaria se enfocan en el control de la demanda agregada y pueden jugar roles expansivos o contractivos. Lo mismo vale en el régimen de TCRCE, pero en este régimen hay una presión permanente sobre el acelerador del vehículo. De modo que el control de la velocidad de la expansión, esto es, la regulación del ritmo de crecimiento de la demanda agregada queda, en principio, bajo la responsabilidad de las políticas fiscal y monetaria. Como hay una presión permanente sobre el acelerador, el grado de presión que ejercen sobre el freno es el papel regulador más destacado de esas políticas.

2. La autonomía monetaria en el régimen de TCRCE

En lo que sigue discutimos el potencial de la política monetaria para regular la demanda agregada en un régimen de TCRCE. Dividimos la discusión en dos partes. En la primera, que se presenta a continuación, analizamos la cuestión de la autonomía monetaria, esto es, nos preguntamos si en un régimen de TCRCE la economía cuenta con suficiente autonomía para ejercitar la política monetaria. Nuestra conclusión es que puede contarse generalmente con suficiente autonomía monetaria para practicar una política monetaria activa. En la segunda parte, que presentamos en el tercer punto, discutimos el poder regulatorio de esa política.

La principal objeción ortodoxa a la política de tipo de cambio competitivo sostiene que ésta conlleva la pérdida de la autonomía monetaria. La crítica está basada en el difundido trilema de la economía abierta al movimiento de capitales. El trilema postula que el Banco Central (BC) no puede controlar

simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés en un contexto de libre movilidad de capitales. Como se verá enseguida, el trilema es falso en determinadas circunstancias y consecuentemente, es falso como caracterización general de las economías abiertas.

La condición que posibilita el control del tipo de cambio y la simultánea preservación de la autonomía monetaria es la existencia de un exceso de oferta de moneda extranjera al tipo de cambio meta del BC. En este contexto, la autoridad monetaria puede determinar el tipo de cambio comprando el exceso de oferta en el mercado cambiario y puede controlar la tasa de interés esterilizando el efecto monetario de esa intervención mediante la colocación de papeles del tesoro o del propio BC en el mercado monetario. El BC tiene dos instrumentos disponibles para cumplir con sus dos objetivos: la intervención en el mercado de cambios para fijar el tipo de cambio y la intervención en el mercado monetario para determinar la tasa de interés.

El exceso de oferta de moneda extranjera, al tipo de cambio meta del BC y a la tasa de interés vigente, implica un exceso de demanda de activos domésticos. La intervención completamente esterilizada puede imaginarse como una política instrumentada en dos pasos. En el primer paso, la intervención del BC en el mercado cambiario genera una expansión de la base monetaria. La situación resultante mostraría un *stock* mayor de base monetaria, el *stock* inalterado de activos domésticos y una tasa de interés menor que la inicial. En el segundo paso, la esterilización completa compensa totalmente el cambio en el portafolio privado que tuvo lugar en el primer paso. El BC absorbe el incremento de la base monetaria y coloca un monto de activos domésticos equivalente al exceso de demanda de activos domésticos inicial (el exceso de oferta de divisas) reponiendo la tasa de interés doméstica a su nivel previo.

Es el contexto de exceso de oferta de moneda extranjera al tipo de cambio meta del BC el que invalida el trilema y faculta al BC para determinar el tipo de cambio y la tasa de interés. Creemos que esta idea está poco difundida porque la literatura que discute la autonomía monetaria y los regímenes y políticas cambiarias raramente trata condiciones de exceso de oferta de moneda extranjera y se enfoca en abrumadora mayoría sobre situaciones de déficit de balance de pagos. Pero la política de tipo de cambio competitivo, por sus efectos sobre la cuenta corriente y la cuenta de capital, tiende generalmente a producir las condiciones que invalidan el trilema y posibilitan cierto grado de autonomía monetaria.

La intervención compradora esterilizada es posible en cualquier momento del tiempo. ¿Pero es posible realizar de manera continua esa política? No en

cualquier circunstancia. La sostenibilidad⁶² de la política depende de la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales y de la tasa de interés local, de la trayectoria del tipo de cambio y de la evolución de las variables que determinan la demanda y la oferta de base monetaria. La conclusión principal de un trabajo que publicamos recientemente⁶³ es que existe una tasa de interés local máxima que permite la sostenibilidad de la política de esterilización. La conclusión de ese trabajo es que en condiciones de exceso de oferta de moneda extranjera al tipo de cambio meta –verificadas generalmente en un régimen de TCRCE– el BC puede determinar el tipo de cambio y tiene libertad para fijar de manera sostenida una tasa de interés local igual o inferior a esa tasa máxima. A continuación presentamos un mayor detalle de estas cuestiones.

En cada momento del tiempo el costo unitario de esterilización es: $s = i - r - e$ donde s es el costo de esterilización, i es la tasa de interés local, r es la tasa de interés internacional, $e = dE/E$ ($E = \$ / \text{USD}$) es la tasa de aumento del precio de la moneda extranjera. El costo de esterilización s es nulo si $i = r + e$, esto es, si la tasa de interés local es igual a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio. O, lo que es lo mismo, si se verifica estrictamente la condición de paridad descubierta de las tasas de interés (UIP).

La política de esterilización es obviamente sostenible si el costo de esterilización es nulo o negativo. Si esta fuera la condición de sostenibilidad, la política de esterilización sólo sería sostenible si $i \leq r + e$. Esto es, $r + e$ sería el valor máximo de la tasa de interés que preservaría sostenible la política de esterilización. Tasas mayores que esta tornarían insostenible la política.

En el citado trabajo mostramos que la mencionada condición no es necesaria para la sostenibilidad. Mostramos que la política puede ser sostenible con tasas de interés locales mayores que $r + e$ y calculamos la tasa máxima que permite la

62. La definición de sostenibilidad que utilizamos se enfoca en el balance y el patrimonio del banco central. La discusión de la sostenibilidad de la política de esterilización podría hacerse en el marco del balance consolidado del sector público y el banco central. Pero con este enfoque la discusión de sostenibilidad de la política de esterilización se convierte en una discusión acerca de la sostenibilidad de la deuda pública consolidada. Esta última perspectiva envuelve muchos temas entre los cuales la cuestión de la sostenibilidad de la política de esterilización quedaría bastante diluida. Con nuestra perspectiva, en cambio, puede darse una respuesta precisa a la cuestión de la sostenibilidad de la esterilización y definir y calcular el grado de autonomía monetaria. Si la política de esterilización es sostenible con nuestra definición de sostenibilidad, también es sostenible desde la perspectiva de las cuentas consolidadas del sector público y el banco central.

63. Frenkel (2007).

sostenibilidad de la esterilización. Definimos el grado de autonomía monetaria como la diferencia entre la tasa de interés local máxima que permite la sostenibilidad de la esterilización y $r + e$. Dadas la tasa de interés internacional y la tasa de aumento del tipo de cambio, el grado de autonomía es mayor cuanto mayor es la tasa de interés local que puede determinarse sin hacer insostenible la política de esterilización. La conclusión resulta simplemente de considerar el conjunto de pasivos del BC y de tomar en cuenta el señoreaje que éste percibe.⁶⁴ En el trabajo citado formulamos un modelo simple que toma en cuenta que además de activos financieros remunerados, el público demanda y el Banco Central emite base monetaria que no rinde intereses.

Suponemos que el BC tiene las reservas internacionales como único activo y emite dos pasivos, base monetaria y papeles de esterilización que rinden la tasa local de interés i . $P = B + L$, donde P es el *stock* total de pasivos del BC, B es el *stock* de base monetaria y L es el *stock* de pasivos remunerados. A la tasa de interés vigente i y al tipo de cambio E hay un exceso de oferta de moneda extranjera C en el mercado de cambios que el BC compra. R es el *stock* de reservas internacionales del BC (en moneda extranjera) y RE es el valor en pesos de dichas reservas. Las reservas internacionales rinden r , la tasa de interés internacional.

Por otro lado, con la tasa de interés i determinada, el incremento en la demanda de base monetaria es $dB = B\beta(p + \gamma)$ donde p es la tasa de inflación, γ es la tasa de crecimiento del PIB real y β es la elasticidad de la demanda de base monetaria con respecto al PIB nominal.

La condición de sostenibilidad de la política de esterilización es definida como: $dP \leq d(RE)$. La condición significa que la política de esterilización es sostenible si la relación entre pasivos totales del BC y el valor en moneda local de las reservas internacionales $P/(RE)$ no se incrementa. En el trabajo citado se muestra que la condición de sostenibilidad resulta $i \leq (e + r) / l_R$ donde $l_R = L/RE$ es el cociente entre el *stock* de pasivos remunerados del BC y el valor en moneda doméstica de las reservas internacionales. Si $l_R < 1$ las tasas de interés locales que preservan la sostenibilidad de la política de esterilización pueden ser superiores a $e + r$ y tanto más altas cuanto menor sea el cociente l_R . Como fue expresado arriba, las operaciones del BC determinan en cada

64. Como fue mencionado, el trabajo se enfoca sobre sostenibilidad del conjunto de operaciones monetarias y financieras del banco central. En la modelización del balance del banco central, del lado de los ingresos locales se toma solamente en cuenta el señoreaje. Pero si el banco central posee otros activos además de las reservas internacionales, como deudas de bancos o bonos públicos, las rentas provenientes de estos activos también deberían ser incluidas en el cálculo de la tasa de interés sostenible e influirían el grado de autonomía.

momento la tasa de interés local y el tipo de cambio. La sostenibilidad de estas operaciones depende de las tasas local e internacional, de l_R y también de la trayectoria temporal del tipo de cambio.

La tasa de interés local máxima que mantiene la sostenibilidad de la política de esterilización es: $i_{max} = (r + e) / l_R$. Consecuentemente, el grado de autonomía monetaria es: $g = i_{max} - (r + e) = (r + e) (1 - l_R) / l_R$. El grado de autonomía monetaria, esto es, la diferencia entre la tasa local máxima sostenible y $r + e$, es mayor cuanto menor es l_R .

La relación l_R varía a lo largo del tiempo, modificando el rango de tasas de interés sostenibles y el grado de autonomía monetaria. En el trabajo citado definimos la condición de permanencia del grado de autonomía como $d(L/R E) = dl_R \leq 0$. Si las variables monetarias y del mercado de cambios satisfacen esta condición, esto implica que la tasa de interés máxima sostenible y el grado de autonomía tienden a permanecer estables o aumentar. Si la condición no se verifica, el grado de autonomía tiende a reducirse, aunque esto no significa que la política de esterilización se haga rápidamente insostenible.

En el trabajo citado se muestra que la condición de permanencia del grado de autonomía puede expresarse como una restricción sobre la tasa de interés local:

$$i \leq (e + r) + (B/L) \beta (p + y) - (C/R)(1 - l_R) / l_R.$$

Tasas locales iguales o inferiores al segundo miembro de la expresión preservan la permanencia del grado de autonomía. Tasas mayores implican que el grado de autonomía tiende a reducirse, porque la relación entre el *stock* de pasivos remunerados del BC y las reservas tiende a incrementarse. La restricción depende de la relación entre la base monetaria y el *stock* de pasivos remunerados del BC (B/L) y de la tasa de crecimiento de la demanda de base $\beta (p + y)$. Como se ve en el último término de la expresión, la restricción también depende negativamente de la relación entre el flujo de compras del BC en el mercado de cambios y el *stock* de reservas (C/R) (equivalente a la tasa de crecimiento de las reservas internacionales neta de los intereses que éstas devengan). La intuición es clara, cuanto mayores son las compras del BC en el mercado de cambios, más rápido crece el *stock* de pasivos de esterilización y su costo.

El análisis precedente supone libre movilidad de capitales. Sin embargo, más allá de la discusión teórica, el último punto expuesto destaca las funciones que pueden desempeñar el control de los ingresos de capital y las compras de moneda extranjera por parte del gobierno. Regulaciones de los ingresos de capital que moderan la magnitud de las compras del BC contribuyen a preservar la per-

manencia del grado de autonomía del que goza la economía en determinado momento. Por lo mismo, la política fiscal también puede contribuir a la preservación del grado de autonomía. En condiciones de superávit fiscal el gobierno puede invertir parte de ese flujo en activos externos, reduciendo de esta manera las compras del BC necesarias para sostener el tipo de cambio meta.

En Frenkel (2007) se presentan varios ejercicios numéricos, en diferentes escenarios de inflación y crecimiento y con datos y parámetros plausibles, que sugieren que las políticas de esterilización resultan sostenibles y existen grados considerables de autonomía monetaria permanente en contextos que no resultan para nada extraordinarios en muchas economías en desarrollo. La conclusión que extraemos es que la política cambiaria de un régimen de TCRCE no inhibe generalmente el ejercicio de la política monetaria. La crítica ortodoxa al respecto no es válida. Aún con libre movilidad de capitales (con el obvio supuesto de que los activos domésticos y externos no son sustitutos perfectos) el régimen no es incompatible con un considerable grado de autonomía monetaria que puede ser explotado.

En el modelo que utilizamos arriba para discutir la esterilización suponemos una estructura financiera muy simplificada. El portafolio de los agentes incluye base monetaria, activos domésticos y activos externos. Hay solamente dos tasas de interés, la tasa local y la tasa internacional. El análisis de la esterilización expuesto arriba se basa en un razonamiento como el siguiente. Dada cierta configuración de los portafolios y cierta estructura de tasas, imaginemos que hay un aumento de la preferencia por activos domésticos, por cualquier razón. Este cambio, a las tasas vigentes, determina un exceso de demanda de activos domésticos y el correspondiente exceso de oferta de activos externos. Como el BC emite el mismo activo local que es demandado (el único activo doméstico remunerado del modelo) una política monetaria de preservación de la tasa de interés local implica la esterilización completa de la emisión de base resultante de la intervención compradora en el mercado de cambios. Con este modelo, la preservación de la tasa de interés equivale a la esterilización completa, o lo que es lo mismo, a mantener inalterado el *stock* de base monetaria.

¿Cómo afecta al análisis la existencia de un menú más amplio de activos domésticos? Para discutir este punto consideramos un modelo algo más complejo, con dos activos locales remunerados. Suponemos que el menú de activos locales se compone de base monetaria y dos activos que rinden interés, activos de corto plazo y activos de largo plazo (bonos y acciones, por ejemplo). Suponemos también que el BC opera solamente en el mercado de activos de corto plazo. Imaginemos ahora que el exceso de demanda de activos domésticos, resultante del cambio de preferencias del razonamiento precedente, se distribuye de alguna manera entre activos locales de corto y largo plazo. El

primer paso de la operación del BC –la compra del exceso de moneda extranjera para preservar el tipo de cambio– resultaría en tasas de interés locales, de corto y de largo plazo, más bajas que las iniciales. En este caso, si el BC esteriliza completamente la emisión de base mediante la colocación de activos de corto plazo, la tasa de interés de corto plazo resultante sería mayor que la inicial. Esto es así porque la tasa de largo plazo sería menor que la inicial y, si la elasticidad de sustitución entre base monetaria y activos de largo plazo es significativa, la demanda de base sería mayor que la inicial. Para mantener la cantidad de base igual a la inicial, una tasa de interés de corto plazo más alta que la inicial sería necesaria para compensar el efecto de una tasa de interés de largo plazo más baja.

El aumento de la tasa de interés de corto plazo del ejercicio precedente resulta porque el BC, que opera exclusivamente en activos de corto plazo, realiza una esterilización completa de su intervención en el mercado de cambios. En cambio, si el BC persigue reponer la tasa de interés de corto a su nivel inicial (por ejemplo, porque ese es su instrumento de política monetaria) puede hacerlo y para esto no debe realizar una esterilización completa sino una esterilización parcial, permitiendo que la oferta de base monetaria se acomode a una mayor demanda por la influencia de una tasa de largo plazo inferior a la inicial.

El ejemplo con tres activos locales ilustra el caso más general en que existe una gran cantidad de activos locales, incluyendo tierras e inmuebles, que son demandados como contraparte de la oferta excedente de activos externos. Claro está que el BC no puede controlar toda la estructura de tasas de interés, ni en una economía abierta ni en una cerrada. La autonomía monetaria ejercida a través de la política de esterilización debe entenderse como la capacidad de la autoridad monetaria de controlar la tasa de interés instrumental de su política monetaria. La meta de la política de esterilización debe ser la tasa de interés de los activos con que opera el BC y no una meta cuantitativa de base (u otra variable monetaria).

Ha ocurrido en la práctica de las políticas de esterilización, y se menciona frecuentemente, que dichas políticas inducen el incremento de la tasa de interés doméstica. La discusión precedente sugiere una explicación posible de esos casos y menciones. Si el BC persigue metas monetarias cuantitativas (de base u otras variables monetarias) y para preservarlas realiza la esterilización completa de sus intervenciones compradoras en el mercado cambiario, es probable que la tasa de interés de la clase de activos con que opera el BC se eleve. En este caso el problema no está en la naturaleza de la política de esterilización sino en la meta que ésta persigue.

3. Los límites de la política monetaria

Ahora volcamos nuestra atención sobre las posibilidades de la política monetaria para constituirse como el principal instrumento de control de la demanda agregada. Para clarificar la discusión presentamos un modelo macroeconómico simplificado que incluye solamente las variables que son objeto de la discusión. Por ejemplo, excluimos variables rezagadas y expectativas en la ecuación que describe la tasa de crecimiento de la economía y excluimos las expectativas inflacionarias en la ecuación que describe la tasa de inflación. La exclusión de las expectativas despoja al modelo de un mecanismo importante de operación de la política antiinflacionaria, pero la simplificación facilita la presentación de nuestros argumentos sin perder generalidad. Por la misma razón, exponemos el modelo en forma determinística.

La tasa de crecimiento de la economía y está dada por la ecuación:

$$y = \hat{y} + a_1 ER + a_2 (i - p) + a_3 f \quad (1)$$

Con los parámetros $a_1 > 0$; $a_2 < 0$; $a_3 > 0$.

ER es el logaritmo del tipo de cambio real y f representa el impulso fiscal. $ER > 0$ implica un tipo de cambio competitivo que estimula el crecimiento. $f > 0$ implica un impulso fiscal expansivo y $f < 0$ un impulso contractivo.

La tasa de inflación p es:

$$p = b_1 p_{-1} + b_2 (e + p^*) + b_3 (y - \hat{y}) \quad (2)$$

Con los parámetros $b_1 > 0$; $b_2 > 0$; $b_1 + b_2 = 1$; $b_3 > 0$.

p^* es la tasa de inflación internacional.

La forma del modelo requiere una restricción sobre los valores de los parámetros. Para que un aumento de la tasa de interés nominal resulte contractivo y deflacionario, esto es, $(dy/di) < 0$ y $(dp/di) < 0$, debe ser $(1 + b_3 a_2) > 0$.

Obsérvese que:

$$y = \hat{y} \rightarrow p = b_1 p_{-1} + b_2 (e + p^*)$$

Esto es, la tasa de inflación resulta un promedio de la tasa pasada y la tasa de variación del precio de los bienes comerciables. Si, además, la política cambiaria mantiene estable el tipo de cambio real:

$$e = p - p^* \rightarrow p = p_{-1}$$

Esto es, la tasa de inflación permanece estable. Consecuentemente, con una política cambiaria que mantiene el tipo de cambio real estable, \hat{y} es la tasa de crecimiento que no induce la aceleración o desaceleración de la inflación. No suponemos que esta tasa sea una constante, suponemos simplemente que en cada momento del tiempo existe cierta tasa de crecimiento con la cual la economía tiende a mantener estable la tasa de inflación.

Con el modelo definido arriba examinamos ahora una política de TCRCE y una política antiinflacionaria exclusivamente monetaria. Esto es, suponemos $ER > 0$; que la política cambiaria mantiene el tipo de cambio real estable: $e = p - p^*$ y que el impulso fiscal es nulo: $f = 0$. La política monetaria se instrumenta con una regla de Taylor truncada: $i = \theta p$, con el parámetro de política $\theta > 1$.

Examinamos en primer lugar la sostenibilidad de esta política. Por lo explicado anteriormente, la sostenibilidad de la política de esterilización requiere:

$$i = \theta p \leq (e + r) / l_r = (p - p^* + r) / l_r \text{ de donde:}$$

$$\theta \leq [1 + (r - p^*)/p] / l_r$$

Esto es, el parámetro θ no debe superar el segundo miembro de la expresión. Obsérvese que con $l_r < 1$ y magnitudes plausibles de la tasa de interés real internacional y de la tasa de inflación, θ puede tomar valores significativamente mayores que 1 de manera sostenida.

Consideremos ahora el objetivo antiinflacionario de la política monetaria. Para que la inflación no se acelere debe ser $y = \hat{y}$, de donde, por (1), debe ser:

$$a_1 ER + a_2 (i - p) = 0$$

Reemplazando en esta expresión la tasa de interés i por la regla de política resulta:

$$\theta = 1 - a_1 ER / a_2 p \quad (\text{con } a_2 < 0)$$

Como se ve, la capacidad de la política monetaria de controlar la inflación depende de la magnitud de a_2 , la elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés. Si la elasticidad a_2 es pequeña, la tasa de interés necesaria para controlar la inflación (y el parámetro θ) debería ser muy alta. En este caso, es posible que:

$$\theta = 1 - a_1 ER / a_2 p > [1 + (r - p^*)/p] / l_r$$

Esto es, la política monetaria para controlar la inflación no sería sostenible. Si este fuera el caso, la política de tasas de interés del régimen de TCRCE no debería superar el máximo sostenible (lo que sería insuficiente para evitar por esta vía la aceleración de la inflación) y el control de la demanda agregada debería apoyarse principalmente en el impulso fiscal ⁶⁵.

Ahora consideraremos alguna evidencia sobre la magnitud de la elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés en economías de América Latina. Para esto examinamos análisis empíricos de las experiencias recientes de las economías de Brasil y México con la política de *inflation targeting*. Nos apoyamos en dos trabajos sobre Brasil (Barbosa, 2006 y 2008) y en un trabajo sobre México (Galindo y Ros, 2008). La discusión aprovecha también un trabajo sobre el tema que cubre varias economías latinoamericanas (Chang, 2007).

Los trabajos citados sobre las economías de Brasil y México no contienen estimaciones directas de la elasticidad-interés de la demanda agregada. Pero estos estudios analizan, con diferentes metodologías, los mecanismos de transmisión de la política de tasas de interés de los esquemas de *inflation targeting*. Sus conclusiones sugieren que la elasticidad-interés de la demanda agregada es pequeña.

El análisis de México cubre el período 1995-2004 y el de Brasil, el período 1999-2006. En ambos casos se encuentra en los períodos analizados una primera fase de devaluación y aceleración de la inflación. Luego, en una segunda fase, la inflación se desacelera sistemáticamente, asociada con la práctica de la política de *inflation targeting*. En ambos casos se verifica simultáneamente la apreciación del tipo de cambio. A nuestros fines nos interesa particularmente la fase de desaceleración de la inflación, que se inicia en 1998 en México y en 2003 en Brasil.

Podemos resumir la experiencia de la fase reciente de ambos casos describiendo los hechos estilizados comunes. En ambos casos se verifica una progresiva desaceleración de la inflación, una tendencia a la apreciación del tipo de cambio y bajas tasas de crecimiento. Estos hechos estilizados son el foco principal de los estudios mencionados, que procuran explicarlos, en forma desglosada, como efectos de las políticas instrumentadas a través de las tasas de interés.

65. Ciertamente, la conclusión no es teóricamente novedosa. La visión keynesiana reconoce la posibilidad de que la demanda agregada sea poco elástica a la tasa de interés, lo que hace débil la política monetaria y destaca el rol de la política fiscal. Pero parece conveniente actualizar y enfatizar esta cuestión, dada la primacía que adquirieron las políticas de *inflation targeting* en América Latina y muchos países desarrollados.

En la explicación de la desaceleración de la inflación, los estudios de ambos países enfatizan la apreciación del tipo de cambio –el mecanismo de *pass-through*– como factor principal. En ambos países se destaca la relación negativa entre la tasa de interés i y la tendencia del tipo de cambio e . La política antiinflacionaria de tasas de interés altas induce una oferta de moneda extranjera que se traduce en una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. Si bien los bancos centrales de México y Brasil realizaron intervenciones compradoras en los períodos analizados, dichas intervenciones no alteraron el signo de las tendencias del mercado. El tipo de cambio tendió a caer y esta tendencia constituye el factor más significativo de la desaceleración de la inflación. El mecanismo de transmisión de las tasas de interés a las tasas de inflación es principalmente el tipo de cambio, no la tasa de variación de la demanda agregada.

Por otro lado, el estudio de México explica la baja tasa de crecimiento por la influencia de niveles apreciados del tipo de cambio real. Este factor también es mencionado en el caso de Brasil, aunque no se presenta evidencia empírica al respecto. El estudio del caso de Brasil deja abierta la posibilidad de que las bajas tasas de crecimiento se encuentren también asociadas a las altas tasas de interés real que rigieron en el período.

Las conclusiones de los estudios mencionados pueden expresarse en términos del modelo expuesto arriba, interpretando sus resultados como estimaciones de la significatividad y magnitud de los coeficientes del modelo.

Con relación a la tasa de inflación, expresada en (2), los estudios de ambos países enfatizan la significatividad del coeficiente b_2 , que relaciona la tasa de inflación con la tendencia del tipo de cambio nominal. No hay evidencias sobre la significatividad del coeficiente b_3 , que relaciona la tasa de inflación con la tasa de crecimiento. Por otro lado, en relación a la tasa de crecimiento, expresada en la ecuación (1), el estudio de México subraya particularmente la significatividad del coeficiente a_1 , que relaciona dicha tasa con el nivel del tipo de cambio real. En ninguno de los estudios se presenta evidencia sobre la significatividad del coeficiente a_2 , que relaciona la tasa de interés real con la tasa de crecimiento, pero, como mencionamos arriba, queda abierta la posibilidad de que el coeficiente haya sido significativo en el caso de Brasil, aunque de magnitud pequeña, a juzgar por las altas tasas reales de interés que se observaron en esta economía.

En resumen, los análisis de los mecanismos de transmisión en las experiencias recientes de Brasil y México con las políticas de *inflation targeting* sugieren que la elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés es pequeña. Esta característica mostrada por las economías de Brasil y México debe ser probablemente compartida por otras economías con grados similares de

intermediación financiera. Estas conclusiones refuerzan la idea de que en un régimen de TCRCE, o más generalmente, en un contexto en que se procura evitar la apreciación del tipo de cambio, el control de la demanda agregada no puede confiarse exclusivamente a la política monetaria, lo que pone la mayor responsabilidad por ese control sobre la política fiscal.

Bibliografía

Barbosa-Filho N. H. (2006), "Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006", Presentación en la Annual Conference of the Eastern Economic Association, Nueva York, febrero.

Barbosa-Filho N. H. (2008), "Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006", en Epstein G. and E. Yeldan (eds.), "Beyond Inflation Targeting: Central Bank Policy For Employment Creation, Poverty Reduction and Sustainable Growth", Edward Elgar, forthcoming. Disponible en *Alternatives to Inflation Targeting*, No 6, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst, septiembre 2006.

Bofinger P. y T. Wollmershäuser (2003), "Managed Floating as a Monetary Policy Strategy", *Economics of Planning*, Vol. 36, Ed 2, págs 81-109.

Chang R. (2007), "Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America", *Rutgers University y National Bureau of Economic Research*, Octubre.

Frenkel, R. (2004a), "Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo", Capítulo II de OIT, Oficina regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR "Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento".

Frenkel, R. (2004b), "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico". Artículo preparado para el G24, Washington. Disponible en: <http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22>

Frenkel R. (2006), "An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol 28, No 4, págs. 573-591.

Frenkel R. (2007), "La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria", en *Revista de la CEPAL* 93, Santiago de Chile, diciembre.

Frenkel R. y M. Rapetti (2008), "Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007", en *International Review of Applied Economics*, 22:2, 215- 226, marzo.

Frenkel R. y J. Ros (2006), "Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America", *World Development*, Vol 34, Ed 4, Págs 631-646.

Frenkel R. y L. Taylor (2007), "Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment", en Ocampo J. A, K. S. Jomo y S. Khan (eds.). "Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development", Zed Books, Londres, RU. Disponible en DESA, Documento de Trabajo No 19. Naciones Unidas, Nueva York, febrero 2006.

Galindo L. M. y J. Ros (2008), "Alternatives to inflation targeting in Mexico", en Epstein G. y E. Yeldan (eds.), "Beyond Inflation Targeting: Central Bank Policy For Employment Creation, Poverty Reduction and Sustainable Growth", Edward Elgar, forthcoming. Disponible en Alternatives to Inflation Targeting, No 7, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst, septiembre 2006.

Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2006), "Foreign Capital and Economic Growth", FMI Departamento de Investigación, agosto.

Rodrik D. (2007), "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence", John F. Kennedy School of Government, Harvard University, julio.

Crédito y ciclo económico:
¿Hacia dónde nos dirigimos?

Panel VIII

Guillermo Ortiz
(Presidente - Banco de México)

Crédito y ciclo económico: ¿Hacia dónde nos dirigimos?

1. Entorno Internacional

La economía mundial se encuentra en una coyuntura difícil, caracterizada por tres *shocks* interrelacionados que han llevado a una desaceleración importante del crecimiento y un nivel creciente de la inflación, especialmente en las economías emergentes. Los tres choques a los que me refiero son:

i. Crisis e incertidumbre en los mercados financieros

Las dificultades que ha enfrentado el sector inmobiliario en los EE.UU. ha provocado cuantiosas pérdidas a las instituciones financieras internacionales (según Bloomberg, al 29 de agosto las pérdidas reconocidas fueron de USD 513,7 mil millones en total).⁶⁶ En consecuencia, en los últimos meses se ha registrado un aumento en el grado de restricciones crediticias en el mercado hipotecario, en los precios del crédito, así como en el segmento de préstamos otorgados a personas con un buen historial crediticio.

ii. Un deterioro persistente del mercado inmobiliario en Estados Unidos

La evolución reciente de los indicadores de este mercado sugiere, además, que el problema que se enfrenta aún no toca fondo. En efecto, el índice de precios de casas S&P Case-Schiller ha mostrado disminuciones de precios desde enero de 2007, registrando en junio de 2008 una caída de 17,02% a tasa anual. Asimismo, los inventarios de casas existentes y nuevas aumentaron de 3,6 y 4,4 meses en enero de 2005 a 11,2 y 10,1 meses en julio de 2008, respectivamente.

66. El FMI estima que las pérdidas en el sector financiero generadas por la crisis hipotecaria ascenderán a alrededor de USD 945 miles de millones. Estas estimaciones son similares a las de algunas instituciones privadas. Por ejemplo, PIMCO estima las pérdidas en USD 1 billón.

iii. Cambios en la composición de la producción e ingreso mundial, lo que ha conducido a incrementos en los precios de los bienes primarios

En efecto, la reasignación del gasto mundial hacia economías emergentes ha conducido a una mayor demanda relativa de bienes primarios alimenticios y energéticos, impulsándose con ello un mayor crecimiento de los precios de estos bienes. La evolución de los precios internacionales de alimentos y energía en los últimos años, a su vez, ha tenido un fuerte impacto a nivel mundial sobre la inflación, sobre todo en las economías emergentes. Por otro lado, este *shock* ha implicado una mejoría de los términos de intercambio de diversas economías emergentes exportadoras de materias primas.

2. Consecuencias del Entorno Internacional

Los tres *shocks* anteriormente descriptos han interactuado de tal manera que se han deteriorado de manera significativa las expectativas de crecimiento mundial para 2008 y 2009. Asimismo, como consecuencia de dichos *shocks*, las presiones inflacionarias a nivel global aumentaron de manera significativa en 2008. En particular, en los últimos meses el debilitamiento de la actividad económica global continuó acentuándose, se observó un nuevo episodio de incertidumbre en los mercados financieros y las presiones inflacionarias aumentaron.

En este contexto es relevante destacar que, si bien las tensiones en los mercados financieros internacionales habían venido mostrando cierta mejora desde finales del primer trimestre de 2008, éstas resurgieron a mediados de año. Lo anterior se vio influido por la expectativa de pérdidas adicionales en varias instituciones financieras de EE.UU. y por los bajos niveles de capitalización de algunas instituciones financieras. Estos problemas se vieron agudizados en julio por el surgimiento de dudas sobre la solvencia de las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental.

Por su parte, los incrementos en los precios de los alimentos y la energía continuaron impactando negativamente en la evolución de la inflación a nivel global y han conducido a que prácticamente todos los bancos centrales hayan expresado su inquietud por el deterioro de las expectativas de inflación. Así, la política monetaria de diversos países ha enfrentado una coyuntura especialmente compleja ya que, dadas las presiones inflacionarias mencionadas, no ha sido factible aplicar políticas contracíclicas para enfrentar la desaceleración.

Así, este entorno ha afectado adversamente las expectativas de crecimiento e inflación mundiales. En efecto, el consenso de los analistas espera una desaceleración

importante del crecimiento económico en las principales economías avanzadas en 2008 y 2009 en relación a lo observado en 2007, así como una mayor inflación en 2008 en comparación con 2007 (ver Cuadros 1 y 2).

Cuadro 1. Proyecciones para el crecimiento de diversas economías según Consensus Forecasts (Variación % anual)

	Proyección		
	2007	2008	2009
PIB mundial	3,8	2,8	2,6
Economías avanzadas			
Europa Occidental	2,8	1,6	1,2
Estados Unidos	2,0	1,6	1,4
Eurozona	2,7	1,5	1,1
Japón	2,0	1,3	1,2
Economías emergentes			
Europa del Este	6,9	6,0	5,7
Asia del Pacífico	5,9	4,7	4,5
América Latina	5,5	4,4	3,8

Cuadro 2. Proyecciones para la inflación de diversas economías según Consensus Forecasts (Variación % anual)

	Proyección		
	2007	2008	2009
Inflación mundial	3,1	4,8	3,5
Economías avanzadas			
Europa Occidental	2,1	3,4	2,6
Estados Unidos	2,9	4,5	2,9
Eurozona	2,1	3,6	2,5
Japón	0,0	1,4	0,9
Economías emergentes			
Europa del Este	8,4	10,7	8
Asia del Pacífico	2,5	4,6	3,3
América Latina	6,1	7,9	6,6

3. Panorama de la inflación

Como resultado de los aumentos de los precios de los alimentos y la energía, la inflación en las economías avanzadas se mantuvo elevada y repuntó durante el primer semestre de 2008 (ver Cuadro 3). En las economías emergentes las presiones inflacionarias fueron aún más pronunciadas. A pesar de lo anterior, en los siguientes meses el panorama para la inflación mundial puede presentar una mejoría importante. En particular, las cotizaciones de las materias primas energéticas y de algunos granos, así como sus futuros, han venido mostrando bajas. Uno de los principales determinantes de esto es el debilitamiento que viene mostrando la actividad económica global.

4. Impacto del entorno sobre América Latina

Hasta ahora, el contagio de la situación financiera mundial a los países de América Latina ha sido relativamente limitado. Esto refleja, en buena medida, el hecho de que las condiciones bajo las cuales las economías latinoamericanas han enfrentado el actual deterioro en el panorama económico mundial son mejores que aquellas con las que enfrentaron episodios de turbulencia en los mercados internacionales en el pasado.

En primer lugar, la mayor parte de las economías de América Latina han mejorado significativamente su política macroeconómica en los últimos años, lo que ha permitido una transición de un entorno de inflación alta y volátil a uno de inflación baja y estable. La estabilidad macroeconómica resultante es uno de los factores que ha contribuido a que las economías de la región hayan enfrentado la crisis financiera actual de manera más eficiente que en el pasado.

Por otro lado, la fuente de contagio financiera más directa sería a través de la inversión de las instituciones financieras de la región en las hipotecas *subprime*. Sin embargo, la exposición de los bancos de la mayoría de los países emergentes a riesgos asociados con el mercado *subprime* ha sido prácticamente nula. La razón del poco interés de los bancos de la región por invertir en valores hipotecarios norteamericanos radica, entre otros factores, en: (i) los amplios márgenes de tasas de interés en América Latina; y, (ii) la importante presencia de bancos extranjeros en la región, los cuales tienden a concentrar en sus filiales del exterior los riesgos propios de los países en donde se encuentran establecidas.

Es relevante mencionar también que otro factor que ha favorecido en términos relativos a la región y que ha evitado que el contagio haya sido de mayor magnitud, es que los cambios en los precios relativos y, en particular, los aumentos

Cuadro 3. Inflación general, alimentos y energéticos en países seleccionados. (Variación % anual)

País	Inflación general		Inflación alimentos				Inflación energía		
	Dic-06	Dic-07	8-Jul	Dic-06	Dic-07	8-Jul	Dic-06	Dic-07	8-Jul
América									
Argentina	9,84	8,47	9,13	10,52	8,60	6,92	n,d	n,d	n,d
Brasil	3,14	4,46	6,37	1,23	10,77	11,97	2,03	4,49	0,99
Canadá	1,67	2,38	3,39	2,23	1,64	3,74	1,52	8,73	21,13
Chile	2,57	7,82	9,48	1,28	15,16	17,66	6,30	17,90	12,98
Estados Unidos	2,54	4,08	5,60	2,13	4,93	6,00	2,89	17,44	29,25
México	4,05	3,76	5,39	6,76	5,83	9,37	4,42	3,41	6,19
Venezuela	16,97	22,46	33,66	26,04	30,91	19,89	n,d	n,d	n,d
Asia									
China	2,80	6,50	6,30	6,30	16,70	14,40	n,d	n,d	n,d
Japón	0,30	0,70	2,00	0,81	0,90	3,59	2,87	8,30	10,46
Corea	2,09	3,61	5,90	1,52	3,29	5,75	1,84	12,57	22,78
India	6,72	5,51	7,75	14,86	6,20	,	n,d	n,d	n,d
Europa									
Alemania	1,39	3,22	3,26	3,00	7,00	7,42	3,10	8,51	15,11
España	2,67	4,22	5,27	3,18	6,62	7,03	2,57	11,45	21,40
Francia	1,53	2,59	3,61	1,84	3,21	6,68	2,01	10,73	18,54
Reino Unido	2,97	2,12	4,41	4,67	5,41	12,23	15,00	4,35	21,10
Suiza	0,62	2,00	3,07	0,60	2,09	3,74	0,75	13,20	21,77
África									
Sudáfrica	5,79	8,98	11,71	8,12	13,52	17,03	8,00	8,40	8,90

de los precios de materias primas han beneficiado a los países latinoamericanos a través de un impacto favorable en sus términos de intercambio. Este *shock* positivo les ha permitido reducir sus cuentas corrientes y sus niveles de deuda, así como también lograr un mayor crecimiento económico.

A pesar de lo anterior es importante destacar que, como se mencionó anteriormente, la desaceleración económica mundial parecería estar conduciendo a disminuir las presiones sobre los precios de los bienes primarios. En la medida en que bajen los precios de dichos bienes, las ganancias que han tenido estos países en sus términos de intercambio podrían verse revertidas parcialmente. Esto ocurriría en un contexto en el que la región en general ha sufrido un nivel elevado de crecimiento de precios, lo que ha puesto en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación en diversos países. En efecto, si bien en fechas recientes los precios de algunas materias primas han comenzado a disminuir, es posible que el traspaso a los precios al consumidor de los incrementos en dichos precios que tuvieron lugar en el pasado aún no haya concluido; es decir, que aún se tiene inflación en estado latente.

5. Implicancias para la Política Monetaria

El entorno internacional que he descrito representa una coyuntura especialmente compleja para la política monetaria de los países. En particular, el ambiente inflacionario que ha caracterizado a la economía mundial ha conducido a que diversos bancos centrales, en especial de economías emergentes, hayan endurecido su postura de política monetaria, a pesar del deterioro de las expectativas de crecimiento económico. En efecto, los elevados niveles de inflación observada y los riesgos que dichos niveles implican en términos de una posible desestabilización en las expectativas de inflación han reducido los grados de libertad con los que los bancos centrales pueden enfrentar el deterioro de las expectativas de crecimiento, es decir, a través de una política monetaria contráctica. Esta coyuntura es especialmente relevante en las economías emergentes y, en particular, en América Latina, donde la inflación ha alcanzado niveles particularmente elevados (ver Cuadro 4).

En particular, la inflación ha disminuido de manera importante en la mayoría de las economías de la región. Esto significa que los beneficios de la estabilidad de precios apenas se han comenzado a observar. Por ello, es importante evitar que el episodio inflacionario actual dé lugar a una pérdida de confianza en el entorno de estabilidad de precios, es decir, es importante evitar que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se vuelvan inestables. Esto es aún más evidente en economías en las que los salarios y otros precios de activos se encuentran indexados a la inflación. Por consiguiente, la política monetaria debe

Cuadro 4. Inflación y expectativas de inflación en América Latina

Bancos Centrales	Inflación anual (%)			Expectativas de inflación (%)					
				2008			2009		
	Dic-07 (A)	8-Jul (B)	A (pp) (B)-(A)	Ene-08 (A)	8-Jul (B)	A (pp) (B)-(A)	Ene-08 (A)	8-Jul (B)	A (pp) (B)-(A)
Brasil	4,5	6,4	1,9	4,2	6,5	2,3	4,1	5,0	0,9
Chile	7,8	9,5	1,7	3,9	7,4	3,5	3,1	4,5	1,4
Colombia	5,7	7,5	1,8	4,4	6,2	1,8	4,0	4,9	0,9
México	3,8	5,4	1,6	3,8	4,9	1,1	3,6	3,9	0,3
Perú	3,9	5,8	1,9	2,7	5,3	2,6	2,4	4,4	2,0

concentrarse en evitar que los incrementos recientes en precios contaminen el proceso de determinación de precios y salarios en la economía.

En este contexto, para mitigar los efectos del entorno mundial sobre el crecimiento habrá que avanzar de manera más acelerada en la reforma estructural. Este tema se abordará con mayor detalle en la parte final de esta exposición.

6. Expansión crediticia en América Latina

A los beneficios para América Latina derivados de la corrección en los déficits fiscales y de cuenta corriente, y de una mejoría en la situación financiera de los bancos, se han añadido un acceso a recursos del exterior en condiciones sumamente favorables. Esta situación ha resultado, entre otros efectos, en un ciclo de expansión importante del crédito al sector privado, particularmente al consumo, en un número importante de países de la región. La expansión del crédito al consumo en la región a su vez se debe –entre otros factores–, a su gran rentabilidad y al otorgamiento de crédito a sectores no bancarizados, donde los bancos enfrentan una menor competencia.

Cabe señalar que era razonable observar tasas de crecimiento relativamente altas, dado que la base sobre la que éstas se calculan es relativamente pequeña, como consecuencia de la baja penetración de los servicios financieros en nuestros países. Sin embargo, en los últimos meses el crecimiento en el crédito al consumo ha perdido dinamismo en algunos países por el aumento en la morosidad.

Además, los bancos administran el nivel del índice de morosidad sacando de su balance parte de la cartera vencida –ya sea mediante ventas o quebrantándola contra provisiones–. Por esta razón, un indicador más apropiado del nivel de deterioro de la cartera es el que resulta de añadir al índice de morosidad los

quebrantos realizados en los doce meses inmediatos anteriores. En el caso de México, por ejemplo, mientras que el índice de morosidad de crédito al consumo medido de manera convencional era de 6,9% en marzo, el índice ajustado registraba niveles superiores a 14,5%.

El aumento de la morosidad en el crédito al consumo no representa, por el momento, un problema que pueda afectar de forma importante la solvencia de los intermediarios financieros. No obstante, las consecuencias potenciales para la sociedad no son menores, tal como lo demostraron los episodios de crisis de tarjetas de crédito en Asia (por ejemplo en Corea y Turquía).

7. Implicancias para el sistema financiero internacional.

Las pérdidas sufridas por un número muy importante de bancos internacionales y la quiebra de bancos con modelos de negocio basados en un fuerte apalancamiento resultarán, sin duda, en cambios importantes en la conformación del sistema financiero internacional. Aún es pronto para dilucidar la dirección definitiva que tomarán los cambios que se empiezan a observar. Sin embargo, es claro que el sistema financiero se conformará por instituciones menos apalancadas y sujetas a un mayor nivel de regulación.

También es relevante mencionar que las pérdidas incurridas por las instituciones globales derivarán en una reasignación importante de recursos y líneas de negocio. Es factible esperar no solo un aumento en las adquisiciones y fusiones entre instituciones, sino también un mayor grado de especialización y concentración en los negocios y países que ofrezcan combinaciones de riesgo-rendimiento más favorables.

La tendencia observada en los últimos años ha sido un aumento importante en los flujos de capital y, particularmente, en los llamados fondos de capital privado. Por ejemplo, los flujos hacia el grupo de países conocido como BRICS (Brasil, Rusia, India y China) aumentaron a una tasa anual de 80% al mes de junio. Los fondos de capital privado que invierten recursos en países emergentes obtuvieron fondos por USD 35 mil millones en la primera mitad de 2008, lo que representa un aumento anual de 60%.

En este sentido, en algunos países de América Latina y Asia se ha observado un creciente interés de entidades financieras internacionales por invertir en el otorgamiento de crédito a los hogares. Lo anterior podría ser preocupante en el contexto de aumento de la carga financiera de los hogares. Ante ello, será importante mantener un seguimiento estrecho de las políticas de riesgo que sigan las instituciones financieras.

8. Conclusiones

Una vez que se supere la difícil coyuntura actual y, en particular, que la economía mundial deje atrás la parte baja del ciclo económico, las economías emergentes en su conjunto podrían enfrentar un entorno relativamente benigno, de menor inflación y de mayor crecimiento mundial. Cabe destacar, no obstante, que este entorno posiblemente se vea caracterizado por un menor crecimiento potencial de las economías industrializadas, así como posiblemente por precios de materias primas relativamente menores a los que se llegaron a observar en algunos momentos del pasado reciente.

En este contexto, la posibilidad de que los países emergentes puedan lograr mejoras profundas y permanentes en sus niveles de desarrollo no dependerá tanto del aprovechamiento de términos de intercambio favorables, sino de la adopción de un conjunto apropiado de reformas que garanticen una asignación eficiente de sus recursos. De manera crucial, será indispensable modificar la estructura de incentivos que enfrentan los agentes económicos dentro de estas economías, con la finalidad de incrementar la competitividad y el crecimiento económico.

En este contexto, es bien sabido que el principal determinante del crecimiento económico es un marco institucional que, al promover la competencia en los mercados y la flexibilidad en la asignación de recursos, genere los incentivos adecuados para que los agentes económicos adopten mejores tecnologías y procesos productivos más eficientes. Este conjunto de instituciones también determina hasta qué punto las políticas públicas son aplicadas eficientemente para maximizar los rendimientos sociales de las acciones públicas. En particular, mediante la reducción de barreras de entrada a los mercados, aquellos agentes económicos que decidan participar en una actividad lo harán con tecnologías y procesos de producción eficientes. Asimismo, la promoción de una mayor movilidad de los factores de producción hacia sus usos más productivos mejora la asignación de recursos de la economía e incrementa su productividad.

Así, en la región es importante aplicar reformas estructurales que modifiquen la estructura de incentivos en los mercados mediante políticas que: (i) promuevan la competencia económica; (ii) flexibilicen los mercados para una asignación eficiente de recursos; y, (iii) induzcan la aplicación de políticas públicas que asignen recursos públicos eficientemente hacia aquellas actividades de mayor rendimiento social.

Quisiera concluir señalando que lo anteriormente expuesto sugiere que la coyuntura económica actual representa un gran reto para los responsables de la política económica en las economías de América Latina, y en general, en todos los

mercados emergentes. En el caso de los bancos centrales, es importante continuar con el esfuerzo que en los últimos años se ha realizado para controlar la inflación. En la medida en que las expectativas de inflación se logren mantener bien ancladas será posible consolidar los beneficios que para la sociedad tiene la estabilidad de precios. Por supuesto, en la medida en que ello se vea acompañado de las reformas a la estructura de incentivos que enfrentan los agentes económicos en nuestras economías, las perspectivas para el crecimiento económico de largo plazo en la región serán mejores.

Martin Feldstein

*(Presidente Emérito - National Bureau of Economic Research [NBER] y
Profesor - Universidad de Harvard)*

El crédito y el ciclo económico real

Estoy encantado de estar una vez más en Buenos Aires y de participar en estas importantes jornadas.

Fue un placer para mí que Martín Redrado me pidiera que hablara sobre la relación entre el crédito y el ciclo económico real. Históricamente, las contracciones y expansiones del crédito han sido importantes impulsores de los ciclos de la economía real. Sin embargo, hoy, en los Estados Unidos, enfrentamos una fuerte presión en la dirección opuesta con acontecimientos en la economía real –y en especial en el sector inmobiliario– que tienen un efecto importante en las condiciones crediticias. La conexión bilateral entre el crédito y la economía real crea el riesgo de una espiral negativa de la actividad económica en la que ambos elementos se refuerzan mutuamente.

Comenzaré analizando el canal tradicional que vincula las condiciones crediticias con la economía real. Aunque me focalizaré en la experiencia de Estados Unidos, creo que mis comentarios pueden aplicarse también a otros países industrializados. Luego, me referiré al proceso diametralmente distinto que está teniendo lugar en EE.UU., donde los cambios ocurridos en la economía real crearon serios problemas para los mercados crediticios. Estos comentarios analizarán si fue apropiada o no la política de “dinero barato” implementada por la Reserva Federal a principios de esta década y, de manera más general, el llamado enfoque de “administración del riesgo” para la política monetaria. Finalmente, me referiré, en términos generales, a cómo debería ocuparse la política monetaria de las posibles burbujas de activos.

El endurecimiento de la política monetaria y los ciclos económicos

Estados Unidos ha sufrido cuatro recesiones en los últimos treinta años. Aunque si las analizamos en detalle, las condiciones fueron distintas, la característica común es que cada recesión fue precedida por un endurecimiento de la política monetaria para evitar o revertir una inflación creciente. La Reserva Federal elevó la tasa de interés y esto derivó en una caída de la actividad económica. Uno de los canales principales a través de los cuales una tasa de

interés más elevada redujo la demanda agregada fue la reducción de los créditos hipotecarios y la construcción de viviendas. Entre otros canales, pueden mencionarse el impacto negativo en los precios de las acciones (y por consiguiente, en la riqueza de los hogares y el costo de capital) y el aumento del valor del dólar que redujo las exportaciones netas.

Cuando el Banco Central creía que había alcanzado su meta anti-inflacionaria, flexibilizaba las condiciones monetarias, permitiendo una baja en la tasa de interés de corto plazo. Esto revertía el proceso contractivo, generando un aumento en la construcción de viviendas, la inversión, el consumo y las exportaciones netas.

Dado que este proceso que vincula el ajuste monetario con el ciclo económico es bien conocido, no le dedicaré más tiempo. Me concentraré, en cambio, en la situación de muy distinta naturaleza por la que atraviesa actualmente Estados Unidos y en la manera en que la economía real y los mercados crediticios están haciendo su aporte a nuestros problemas económicos.

La relación actual entre las condiciones crediticias y la economía real en los Estados Unidos

En la actualidad, Estados Unidos está sumergido en una crisis financiera y una caída generalizada de la actividad económica. Prácticamente todos los indicadores mensuales clave de la actividad económica son más bajos ahora (según los datos estadísticos oficiales de julio de 2008) que a comienzos de año, incluyendo el empleo, la producción industrial, la construcción, los ingresos reales y el consumo.

Este ciclo desfavorable es diferente del de las recesiones previas. No fue provocado por el aumento de la tasa real de *fed funds* por parte de la Reserva Federal a un nivel alto para reducir la inflación. Como resultado, la política de la Reserva Federal de este año de reducir de manera drástica la tasa de interés de corto plazo no tuvo éxito para revertir la desaceleración. En mi opinión, la política monetaria seguirá careciendo de la capacidad para fortalecer la economía debido a las condiciones inusuales del sector inmobiliario y los mercados crediticios.

La crisis financiera actual y la desaceleración económica fueron el resultado de la corrección espontánea de un importante *mispicing* en todos los tipos de riesgo y del colapso de la burbuja del precio de la vivienda que se gestó durante la primera mitad de esta década. Hasta el año 2007, los rendimientos de todos los activos riesgosos fueron inadecuadamente bajos. Incluso los inversores, que reconocieron este *mispicing* en los riesgos, siguieron conservando los activos riesgosos sobrevaluados porque buscaban altos rendimientos en un entorno de tasas

de interés muy bajas. También esperaban poder cerrar sus posiciones con rapidez cuando los rendimientos sobre los activos riesgosos empezaran a aumentar y sus precios a caer, una expectativa que resultó ser excesivamente optimista.

El aumento del rendimiento sobre los activos riesgosos comenzó con las hipotecas *subprime*, es decir créditos hipotecarios para la vivienda destinados a individuos de bajos ingresos y malas calificaciones crediticias. Cuando los incumplimientos de pago de estas hipotecas superaron las expectativas, los precios de las hipotecas *subprime* existentes en el mercado secundario y de los títulos respaldados por dichas hipotecas cayeron.

Lo que empezó siendo un problema exclusivo de las hipotecas *subprime* se trasladó a las hipotecas residenciales en general, así como a otras clases de activos. Este problema de las hipotecas residenciales está aportando su granito de arena a la crisis financiera, responsable de la reducción de la oferta de crédito necesaria para sustentar la actividad económica.

Los problemas de las hipotecas residenciales son importantes porque los títulos respaldados por hipotecas y los derivados basados en ellos son los activos principales que están debilitando a las instituciones financieras. La caída del valor de estos títulos reduce el capital y la liquidez de los bancos y de otras instituciones financieras.

El valor incierto de los títulos respaldados por hipotecas y de los derivados asociados significa que las instituciones financieras no pueden confiar en la liquidez o solvencia de sus potenciales contrapartes ni, incluso, en el valor de su propio capital. Sin esta confianza, el crédito no fluirá y la actividad económica se contraerá. El colapso del Banco de Inversiones Bear Stearns fue un ejemplo extremo de cómo la incertidumbre sobre la liquidez y solvencia de las contrapartes pudo causar una corrida contra una institución financiera.

La crisis financiera está empeorando debido a la espiral descendente de los precios de la vivienda. Durante los últimos doce meses para los que se dispone de información, el precio promedio de una vivienda norteamericana bajó un 16%. Los precios están más de un 20% por debajo de su pico de mediados de 2006. Esta caída de los precios está desinflando la burbuja del precio de las propiedades que comenzó a principios de esta década y llevó su nivel a alrededor de un 60% por encima de la tendencia de largo plazo.

La rápida caída de los precios de las propiedades es impulsada por el exceso de oferta inmobiliaria y por la expectativa de que los precios seguirán bajando. Dado que la construcción de viviendas cayó rápidamente –ubicándose un 40% por debajo de los valores de hace un año–, el exceso de oferta se refleja no sólo

por la construcción sino también por el creciente número de viviendas puestas en el mercado a raíz de las ejecuciones hipotecarias.

El número de viviendas cuyo *default* derivó en ejecuciones hipotecarias aumentó drásticamente durante el último año y es probable que la cifra siga creciendo. Algunos de estos incumplimientos se deben a que los individuos perdieron su empleo y no pueden realizar los pagos mensuales. Otros llegaron a esta situación porque los pagos de intereses sobre sus hipotecas de tasa ajustable subieron considerablemente una vez terminado el plazo temporal de la tasa de interés inicialmente baja.

No obstante, la razón principal del *default* y las ejecuciones hipotecarias es el número creciente de hogares con “patrimonio negativo”, es decir, con una deuda hipotecaria superior al valor de la propiedad. El patrimonio negativo es importante porque, en Estados Unidos, las hipotecas suelen ser préstamos “sin recurso”. Si el dueño de una propiedad incumple su obligación de pago, las condiciones de una hipoteca “sin recurso” permiten a los acreedores quedarse con la vivienda pero les impiden tomar otra propiedad o parte del ingreso del deudor para compensar cualquier saldo impago. Incluso en los casos en los que las hipotecas no son préstamos “sin recurso”, los acreedores por lo general no ejecutan los activos o ingresos de los individuos que no pagan.

A medida que bajen los precios de las viviendas, aumentará el número de hipotecas con patrimonio negativo y el nivel de deuda hipotecaria excesiva. No sabemos con certeza hasta dónde pueden bajar los precios de las propiedades. Los expertos señalan que hace falta otro 15% sólo para llegar al nivel que tenían antes de la burbuja. Sin embargo, no hay nada que pueda detener la caída en ese punto. Del mismo modo que los precios de las propiedades subieron un 60% por encima de la trayectoria sustentable durante la burbuja inmobiliaria, podrían caer muy por debajo de esa trayectoria sustentable.

La creciente brecha entre las deudas hipotecarias y los precios de las propiedades seguirá aumentando el índice de incumplimientos de pago. Muchos propietarios en condiciones de pagar sus hipotecas optarán por el *default*, se mudarán a una vivienda alquilada y esperarán algunos años para comprar una casa nueva una vez que los precios hayan bajado.

A medida que los propietarios con un gran “patrimonio negativo” dejan de pagar, las propiedades ejecutadas contribuyen al exceso de oferta que impulsa aún más los precios hacia abajo. Y los precios más bajos derivan a su vez en un patrimonio más negativo y, por consiguiente, en más incumplimientos de pago y ejecuciones. No queda claro qué puede detener este proceso que se refuerza mutuamente.

Tal como señalé antes, la caída en los precios de la vivienda es la clave tanto de la crisis financiera como de las perspectivas de la economía, porque los títulos respaldados por hipotecas son los activos principales que están impulsando hacia abajo al capital y la liquidez de las instituciones financieras. Hasta que los precios de la vivienda no se estabilicen, los títulos respaldados por hipotecas no podrán ser valuados con confianza. Esto plantea un impedimento para la expansión económica porque los valores inciertos de estos títulos reducen la predisposición a otorgar crédito.

La pérdida de valor de los títulos respaldados por hipotecas ha erosionado el capital de las instituciones financieras. Por lo tanto, deben conseguir capital fresco o reducir el nivel de crédito que ofrecen. Dado que obtener capital es una tarea difícil y costosa, optaron por prestar menos para desapalancarse. Por lo tanto, la escasez de crédito se ve exacerbada por la necesidad de desapalancamiento de las instituciones financieras.

La debilidad macroeconómica de los Estados Unidos va más allá de una menor oferta de crédito. La caída de los precios de la vivienda reduce la riqueza de los hogares y, por lo tanto, el consumo. La caída del empleo reduce los salarios y los ingresos. Los precios más altos de los alimentos y la energía deprimen aún más el ingreso real. Y la declinación de la actividad económica en el resto del mundo está afectando negativamente la demanda de exportaciones de EE.UU.

En mi opinión, la Reserva Federal ha respondido de manera apropiada a estas condiciones durante 2008, reduciendo drásticamente la tasa de interés de los fondos federales y creando nuevas y variadas facilidades de crédito. El recorte de la tasa ayudó porque hizo que el dólar fuera más competitivo pero, fuera de eso, la política monetaria parece haber perdido fuerza debido a la situación del sector de la vivienda y el estado disfuncional de los mercados crediticios.

El Congreso y el gobierno de Estados Unidos aprobaron una devolución de impuestos por USD 100.000 millones en un intento por estimular el consumo. Todos los que apoyamos esta política sabíamos que la experiencia pasada y la teoría económica señalan que estas transferencias fiscales únicas tienen un escaso efecto. No obstante, deseábamos que esta vez fuera diferente. Tal como dijera Samuel Johnson, nuestro apoyo significó el triunfo de la esperanza sobre la experiencia.

Finalmente, nuestras esperanzas se frustraron. Los datos oficiales de la cuenta del ingreso nacional del segundo trimestre ahora están disponibles y demuestran que los devoluciones impositivas fueron poco efectivas para estimular el gasto. Más del 80% de los dólares devueltos se ahorraron o se utilizaron para cancelar parcialmente las deudas. Muy poco dinero se destinó al gasto corriente.

En este punto se encuentra hoy la economía de Estados Unidos: en medio de una crisis financiera, con la economía cayendo en recesión, con una política monetaria en su máximo nivel de relajación y con transferencias fiscales importantes.

La expansión económica tendrá que esperar a que mejoren las condiciones crediticias. Esto, a su vez, depende de lo que suceda en la economía real y del comportamiento de los precios de la vivienda en particular.

Enfoque de administración del riesgo para la política monetaria

Uno de los factores que más contribuyó a la burbuja de los precios de la vivienda fue la bajísima tasa de interés que predominó a principios de esta década. La Reserva Federal redujo la tasa de *fed funds* a menos de 2% en 2001 y prometió que la tasa sólo se aumentaría muy lentamente. Fue un intento deliberado por reducir las tasas de interés a mediano plazo en las que se basan las tasas de interés de las hipotecas. El objetivo tuvo éxito y alentó a los prestamistas hipotecarios a ofrecer tasas artificialmente bajas que permanecerían así durante muchos años.

En ese entonces, los economistas señalaban que la Reserva Federal había deprimido la tasa de interés de los fondos federales a un nivel sustancialmente inferior al que resultaría del cálculo de la Regla de Taylor. Aunque dicha regla permitía –dado el bajo índice de inflación– una tasa de interés baja, no por ello implicaba una tasa tan baja como la elegida por la Reserva Federal ni una política destinada a mantener la tasa persistentemente cerca de ese nivel.

Alan Greenspan explicó la razón fundamental de esta tasa de interés extremadamente baja en términos de lo que hoy se conoce como “enfoque de administración del riesgo para la política monetaria”. En esencia, se trata de una aplicación del enfoque tradicional de la teoría de la decisión estadística a la elección en condiciones de incertidumbre. En lugar de focalizarse en la situación más probable o de utilizar valores esperados (como señala el enfoque de la decisión cuadrática lineal), el teórico de la decisión estadística considera los diferentes estados de la naturaleza posibles y los resultados derivados de las distintas políticas aplicables a cada uno de esos estados. Los diferentes estados de la naturaleza se ponderan según la probabilidad subjetiva de quien toma la decisión y la política óptima es la que tiene la recompensa esperada más alta. Esto puede ser muy diferente de la política que tiene la recompensa más alta en el estado de naturaleza más probable o el estado de naturaleza esperado.

Y así fue como esa teoría general se tradujo en la elección de una política de tasas de interés extremadamente bajas en el contexto económico de principios de esta década. En ese entonces, se temía que la economía pudiera entrar en recesión combinada con una tasa de inflación negativa, tal como había ocurrido en Japón. En presencia de una tasa de inflación negativa, hasta una tasa de interés nominal cero implicaría una tasa de interés real positiva. Esta tasa podría deprimir la actividad y provocar un ritmo de deflación aún más acelerado. Aunque las probabilidades de que sucediera eran escasas, el efecto económico adverso sería muy grande. La teoría de la decisión estadística –es decir, el enfoque de administración del riesgo para la política monetaria– indicaba que podía ser óptimo elegir una tasa de interés muy baja para los fondos federales para evitar ese desenlace, aun cuando hacerlo aumentara el riesgo de una tasa de inflación más alta.

Si bien la tasa de inflación más alta era un desenlace indeseable, se lo podía considerar como menos perjudicial que la combinación de recesión y deflación, dado que la Reserva Federal siempre estaría en condiciones de reducir la inflación mediante una tasa de interés nominal mayor, pero no podría revertir una situación de deflación y recesión combinadas.

Los economistas pueden, por supuesto, diferir sobre la probabilidad de una deflación, sobre los costos de permitir que la inflación aumente y sobre el daño latente de la temida combinación de deflación y recesión. Aunque las tasas de interés más bajas pueden ser inútiles cuando los precios caen, varias formas de política fiscal podrían haberle puesto fin a la recesión bajo estas circunstancias. El debate sobre la política monetaria basada en la administración del riesgo estaba demasiado focalizado en tratar a la política monetaria como único instrumento macroeconómico.

Sin embargo, la política monetaria expansiva derivada del enfoque de administración del riesgo puede haber evitado un doloroso período de deflación. Además, no hubo ningún estallido de alta inflación resultante de tasas de interés sostenidas a un nivel persistentemente bajo. Aunque es imposible saber qué hubiera ocurrido con una política monetaria menos expansiva, si la juzgamos en términos del *trade-off* tradicional entre recesión e inflación podemos considerarla exitosa.

No obstante, en un sentido más amplio, el enfoque de administración del riesgo para la política monetaria tenía una concepción demasiado estrecha. Ahora, la experiencia nos enseñó que el análisis era erróneo y que no debimos haber nos focalizado en los riesgos relativos de inflación y recesión dentro del marco de una curva de Phillips que ignoró los efectos a largo plazo de la variación en los precios de los activos.

Las tasas de interés bajas elevaron el valor de los activos en general y de la vivienda en particular. Estas tasas redujeron el costo mensual de las hipotecas. Esto aumentó la predisposición de los individuos a pagar más por una determinada propiedad y la predisposición de los bancos a prestar grandes sumas de dinero a los individuos sobre la base de la comparación entre sus ingresos y los pagos mensuales de sus hipotecas. El consiguiente aumento de la demanda de viviendas generó un alza de sus precios y esto atrajo más demanda de compradores especulativos, quienes esperaban que se mantengan las altas tasas de aumentos de los precios de la vivienda.

La burbuja de los precios de las propiedades puede no haber sido una consecuencia previsible de la política monetaria expansiva y de la promesa de mantener las tasas excepcionalmente bajas. Sin embargo, fue sin duda un riesgo que debería haberse considerado al analizar los riesgos de una política de tasas de interés muy bajas.

A partir de esta experiencia, es evidente ahora que las consecuencias adversas de la burbuja inmobiliaria, y su eventual explosión, son severas. Hubiera sido mucho más coherente con el espíritu de la política de administración del riesgo –y con su énfasis en los resultados de alto daño y baja probabilidad– considerar esta posibilidad al decidir llevar las tasas de interés a un nivel muy bajo y prometer dejarlas así durante muchos años.

Esta preocupación *ex ante* sobre la probabilidad de una burbuja del precio de los activos es muy diferente del argumento habitual de que es difícil saber cuándo los precios son irracionalmente altos y, por consiguiente, es difícil cambiar la política monetaria para detener el avance de esa burbuja. Aun cuando fuera cierto, es decir cuando no fuera posible reconocer la burbuja hasta que ésta explota, una política de administración del riesgo debería tener en cuenta la posibilidad de que esa burbuja pueda existir.

Un hacedor de políticas monetarias que cree que el banco central puede reconocer una burbuja a medida que se desarrolla y detenerla con políticas de liquidez más cara o con políticas regulatorias puede permitirse asumir el riesgo mayor de crear esa burbuja. Pero, un hacedor de políticas como Alan Greenspan, que ha enfatizado que las burbujas del precio de los activos son posibles pero no pueden reconocerse hasta que explotan, debería haber sido particularmente cauteloso con una política monetaria de dinero barato que podía derivar en una burbuja.

Cómo ocuparnos de las burbujas del precio de los activos

Con esto llegamos a mi último tema: la capacidad para reconocer las burbujas de activos mientras se van gestando. De esta manera, la política monetaria podría evitar los excesos que producen efectos muy perjudiciales en caso de explotar la burbuja.

Creo que algunas burbujas pueden diagnosticarse en tiempo real mientras se van gestando, y otras no. La capacidad para hacerlo depende de la naturaleza del activo.

Consideremos, por ejemplo, los cuadros de Rembrandt. Hace no mucho tiempo, el Metropolitan Museum fue noticia cuando pagó USD 1 millón por una obra importante de Rembrandt. Ahora, un retrato mucho más simple del artista podría costar USD 25 millones. Pero, no hay forma de saber cuánto debería costar una de sus pinturas. La oferta es fija y la demanda refleja el gusto de los coleccionistas. Entonces, no tendría ningún sentido hablar de una burbuja en el precio de las obras de Rembrandt.

Por otro lado, consideremos el precio de un inmueble comercial. A diferencia de los cuadros de Rembrandt, un inmueble comercial no es buscado por el bien en sí mismo sino como activo de inversión. Si su precio es tan alto que el rendimiento relacionado es mucho más bajo que el de otros activos de riesgo comparable, los observadores deberían sospechar que está sobrevaluado. Y si su precio sube con rapidez, entonces hay razones para suponer que se está gestando una burbuja.

Un buen ejemplo es el nivel alcanzado por los precios de las propiedades comerciales de Japón durante la década de los ochenta. En ese entonces, el precio de un inmueble comercial de Tokio era tan alto que el rendimiento de un alquiler representaba sólo el 2% y estaba por debajo del rendimiento de los bonos del gobierno japonés. A pesar de ello, el precio de las bienes raíces aumentaba haciendo que el rendimiento de los alquileres fuera todavía menor. Aunque ese precio alto y creciente sólo podía justificarse por la expectativa de que los alquileres siguieran subiendo, los alquileres no subían y no había razón para creer que iban a aumentar en el futuro. Los precios de los inmuebles comerciales reflejaban el precio de la tierra y algunos japoneses señalaban con orgullo que el valor de los terrenos de Tokio superaba al de toda la tierra de Estados Unidos.

En esa época, las autoridades japonesas decían que los inmuebles comerciales estaban sobrevaluados y que los precios debían bajar. Pero no utilizaron tasas de interés más altas o regulaciones bancarias para limitar la demanda de esos bienes. En cambio, permitieron a los bancos considerar como capital

a las tenencias accionarias, aun cuando esas acciones adquirieran su valor de los inmuebles que eran propiedad de las compañías. Además, los bancos estaban autorizados a prestar dinero contra el valor de esas acciones.

El posterior estallido de la burbuja inmobiliaria japonesa redujo los precios de las acciones de las compañías japonesas y afectó negativamente a los bancos que habían utilizado las tenencias accionarias como componente de su propio patrimonio y como garantía sobre los préstamos. Japón necesitó una década de lento crecimiento para resolver la crisis financiera resultante.

El alto precio de las acciones ordinarias de Estados Unidos durante los años noventa es un caso más difícil de diagnosticar. El creciente aumento del valor accionario invirtió la relación histórica en la cual el rendimiento de las acciones era superior a la tasa de interés real sobre los bonos corporativos. Aunque se trataba de una situación inusual, no era un caso claro de burbuja de precios de las acciones. Los inversores venían de una década en la que la alta inflación había deprimido los retornos a los inversores en bonos. Bastaba con retrotraerse sólo a mediados de la década de los setenta para decir que los bonos eran una inversión más riesgosa que las acciones. El resultado final fue que las acciones sí estaban sobrevaluadas y entonces se produjo una drástica caída de su precio en 1990, en especial en el caso de algunas acciones de compañías de alta tecnología de acelerado crecimiento. En este caso, aunque los activos del mercado bursátil eran activos de inversión pura –al igual que los inmuebles de Japón pero a diferencia de los cuadros de Rembrandt–, la realineación de los rendimientos y los riesgos percibidos podía justificar, en principio, lo que podía parecer una burbuja de precios de las acciones y lo que, de hecho, terminó siendo precios accionarios excesivamente altos.

Esto me lleva, por último, al precio de las viviendas ocupadas por sus propietarios. Algunas casas se parecen más a las pinturas de Rembrandt que a los inmuebles comerciales porque están ubicadas en lugares particularmente deseables. Una propiedad frente al mar, al igual que un Rembrandt, tiene una oferta fija. Si el gusto por esta clase de propiedades aumenta, el precio relativo de ese inmueble también subirá. Pero sería incorrecto decir que hay una burbuja en el precio de las casas frente al mar aun cuando exista la posibilidad de que cambien las preferencias y esos precios bajen.

Pero la mayoría de las propiedades no tienen una oferta fija ni un valor derivado de su consumo tan exclusivo. El *stock* de propiedades puede expandirse construyendo nuevas viviendas. Aunque en algunas comunidades la construcción se ve limitada por reglamentaciones de urbanismo, en otros lugares se pueden construir nuevas casas. Podemos determinar una posible burbuja en el precio de la vivienda si comparamos el precio de la propiedad con los costos de

construcción y los alquileres. Con este parámetro, hubiera sido posible reconocer la burbuja en el precio de las propiedades mucho antes de llegar al 60% por encima de la tendencia a largo plazo, como ocurrió a mediados de 2006.

Si se hubiera hecho esto, una combinación de políticas –cambiar la reglamentación de los préstamos hipotecarios, fortalecer las normas de supervisión de los activos y el capital de los bancos, y aumentar las tasas de interés– podría haber evitado la crisis financiera en la que estamos inmersos hoy.

Muchas gracias

Martín Redrado
(*Presidente - Banco Central de la República Argentina*)

Discurso de clausura

Un objetivo que nos propusimos al imaginar este evento, allá por mediados del año pasado, era lograr juntos intercambiar diagnósticos e ideas innovadoras que, al final del día, contribuyan al rediseño de las políticas a nivel global. Cuando digo juntos me refiero a los hacedores de política y los economistas académicos, combinando las visiones tanto del arco emergente como de los países avanzados.

Esto es justamente lo que planteaba como aspiración en la apertura ayer: aprovechar la oportunidad única que nos brinda la crisis financiera internacional para reflexionar sobre la efectividad de nuestras políticas y así, en base a la experiencia, mejorar la calidad de los instrumentos.

También nos propusimos consolidar desde nuestro país un espacio para debatir cuestiones relevantes de las finanzas internacionales en este momento único que vive la economía global. Esto contribuye a la inserción en el mundo de la Argentina, donde a menudo los innumerables desafíos diarios nos quitan tiempo para reflexionar sobre temas más globales que también nos afectan.

Por ello quiero agradecer especialmente a mis colegas banqueros centrales y amigos de la academia, con quienes nos encontramos en los diferentes foros internacionales, que hayan aceptado inmediatamente cuando les propuse venir a la Argentina.

Persiste la incertidumbre acerca de la duración y profundidad de la actual crisis financiera global. En un marco de avance del escenario recesivo en las economías avanzadas no está claro cómo éste se seguirá propagando, pero sí está claro que la economía norteamericana no está desacoplada del resto del mundo, como lo afirmaba Randy Kroszner en su convincente alocución de ayer.

En este contexto, los países en desarrollo, al menos, muestran una mayor fortaleza relativa en relación a otros eventos del pasado. Esto se refleja en los activos financieros que experimentan oscilaciones menos pronunciadas en comparación, por ejemplo, con los activos comparables de Estados Unidos y Europa.

Por su parte, los países con amplios déficits fiscales y de cuenta corriente, que se han financiado mayoritariamente con flujos de capitales de corto plazo

(aquellos de Europa del Este por ejemplo, a diferencia de América Latina y Asia) son los más castigados.

De hecho, si agregamos los países emergentes con déficit de cuenta corriente superior a 5 puntos del PIB y los comparamos con el resto, vemos diferenciales entre *spreads* de CDS de casi 500 puntos básicos cuando, hacia fines de 2007, se encontraban en los mismos niveles.

Otro aspecto recurrente en las discusiones fue el escenario de inflación generalizada a nivel mundial. Esto genera desafíos tanto para el mundo desarrollado como para los países emergentes. Fue interesante el planteo de Stephen Cecchetti, que al analizar los niveles de inflación en los países emergentes *vis-a-vis* los desarrollados, sugirió pensar qué índices estos últimos observarían con los ponderadores en base a las canastas de consumo de los primeros. Evidentemente, el impacto de los *shocks* y los patrones de consumo varían según la situación de la economía en particular. También, por lo tanto, varía la respuesta de la política económica.

En el campo de las políticas, algo que ha sido recurrente en las ponencias es que resulta imprescindible pensar en las características particulares de las economías. Es claro que en economías emergentes, los mercados son menos profundos y los instrumentos más frágiles.

Roberto Frenkel nos marcaba hace minutos que en economías con bajo grado de intermediación financiera la demanda agregada es poco elástica respecto a la tasa de interés, por lo que el control de la demanda agregada debe poner mayor responsabilidad sobre la política fiscal.

Por ejemplo, los *trade-offs* que surgen entre pugnar por la estabilidad monetaria al mismo tiempo que se reconstruyen los canales de transmisión no se conocen en el mundo desarrollado. Por otra parte, los productos innovadores llegan con cierto rezago a estas economías, por lo menos en forma masiva. Por ello, siempre planteamos la necesidad de, al menos, conocer profundamente esta problemática al momento de diseñar políticas y mecanismos de regulación de orden global.

Sin embargo, lo que era más habitual entre los países emergentes (esto es, que las corridas bancarias se transformen en crisis más abarcativas, incluyendo ataques a la moneda, huida de capitales, desaparición del crédito y caídas en la actividad), hoy constituye una amenaza también para los países desarrollados. Esto, en realidad, no es novedoso sino que adquiere especial relevancia a la luz de los recientes acontecimientos en la economía global. Y, al ser testigos de las respuestas, vemos que también el diseño y la implementación de las políticas se adaptan a las características de cada país en el mundo desarrollado.

La inestabilidad financiera se manifiesta como una mayor demanda de compensación por riesgo. Los comentarios en este sentido del profesor Edmund Phelps creo que nos dirigen en la dirección correcta.

El debate es de por sí complejo: están quienes propician intervenciones preventivas *ex ante* y quienes enfatizan la importancia de una acción decisiva *ex-post* para mitigar las consecuencias de los colapsos financieros.

Por otra parte, hay quienes propician que las cuestiones de la estabilidad financiera sean atendidas exclusivamente por la regulación prudencial (para que la política monetaria se concentre prioritariamente en los objetivos de estabilidad nominal) y quienes señalan que, en su mismo diseño, la política monetaria tiene que tomar debida nota de la eventual acumulación *ex ante* de tendencias al desequilibrio financiero.

Por último, hay quienes enfatizan un involucramiento más decidido de las autoridades fiscales cuando lo que está en juego son cuestiones de solvencia y la necesidad de preservar a la política monetaria en la atención de problemas de liquidez.

El mismo Tom Hoenig nos planteaba ayer que la presente crisis representa una oportunidad para discutir los mandatos de la Reserva Federal. A los tradicionales objetivos de estabilidad de precios y crecimiento de largo plazo se le agrega la estabilidad financiera. Y esto nos plantea la efectividad de los instrumentos de la política monetaria, como la tasa de interés o los mecanismos de provisión de liquidez, para cumplir con objetivos simultáneos.

Si hubieran existido mecanismos preestablecidos más completos para el tratamiento de casos como este, tal vez un uso tan intensivo de este instrumento no hubiera sido necesario.

“No se trata de evitar la crisis sino de hacer a los sistemas financieros más resistentes”, decía Jacob Frenkel en la apertura.

En los países emergentes, el rol del cuidado de la estabilidad sistémica era evidente dada nuestra historia de volatilidad macroeconómica y crisis recurrentes. Pero en los países más industrializados, donde existen mercados de capitales profundos y altamente integrados al sistema bancario, la estabilidad financiera era tradicionalmente vista como un instrumento más que como un objetivo en sí mismo. Sin embargo, hoy vemos a los instrumentos fiscales, monetarios y financieros actuando “codo a codo” en pos de un objetivo común.

“En tiempos de crisis es necesario adaptar el funcionamiento para evitar que la crisis se transmita al resto de la economía”, remarcaba Mario Blejer hace un rato.

Las políticas regulatorias actuales tienen un componente procíclico que debe ser abordado en las reformas que están por venir. Las propuestas comentadas por José Antonio Ocampo sobre requisitos de capital anticíclicos han estado en danza por un tiempo, tanto como las provisiones móviles del caso español.

A mi juicio, el tratamiento de la estabilidad financiera posiblemente requiera la adaptación de la normativa existente. De hecho varios expositores, como Viñals y Ocampo, abrieron la puerta a una discusión de mayor coordinación en la política dado el mayor grado de interconexión en los mercados financieros y la dificultad que esto impone para una acción independiente. Esto, a mi juicio, no invalidará el creciente proceso de innovación financiera sino que reforzará la administración de los riesgos asociados al mismo. En este sentido, el grado de interdependencia que presenta la economía global en general y los mercados financieros en particular, llama a una mayor acción coordinada a nivel internacional.

Una mayor armonización de la regulación nacional e internacional evitará el uso del arbitraje regulatorio como búsqueda de rentas extraordinarias, lo que se constituyó en uno de los fundamentos de la crisis actual.

Cecchetti también se ocupó del tema y nos dejó un concepto para seguir pensando. Es algo sobre lo cual también hicimos hincapié en la apertura: la tasa de interés del Banco Central no es un indicador completo de las condiciones financieras. Debemos trabajar para obtener mejores medidas de la estabilidad financiera.

Aplicado esto al caso de las economías en desarrollo, madame Hu ayer defendía la utilización de los encajes bancarios en lugar de la tasa de interés para manejar la evolución de las condiciones de liquidez. Para muchos economistas esto está “pasado de moda” pero para nosotros es efectivo, señalaba. De hecho, son evidentes las limitaciones para el uso exclusivo de la tasa de interés en contextos de sistemas financieros segmentados, poco profundos y disociados de los mercados de capitales. Se trata de mostrar que el control de cantidades (en lugar de precios) puede ser apropiado bajo determinadas circunstancias en las condiciones de muchas economías emergentes.

Esto refuerza un punto que suelo tocar sobre la noción de política monetaria y que también me recordó un comentario de Marty Feldstein. La profesión se enfrascó de tal forma en las reglas de tasa que hoy parecen sinónimos la “tasa de interés de referencia” con la “política monetaria”. Marty decía recién que la

política monetaria no tenía la capacidad de recuperar a la economía en la inusual coyuntura del mercado inmobiliario y de crédito, puesto que las tasas estaban ya muy bajas y no han logrado sacar la economía a flote. Los bancos centrales disponemos de otras herramientas tal vez más tradicionales, pero en desuso en algunos países, como son las ventanillas de descuento y coeficientes de reservas entre otros.

Como verán, la agenda de discusión es extensa y compleja y no existen enfoques óptimos que puedan ser definidos en el vacío. Esta convivencia de diferentes recomendaciones de política surgió en la mañana de hoy, cuando dos exponentes como Bennett McCallum o Jan Kregel analizaron la política monetaria desde una perspectiva teórica.

Un ejemplo de la defensa de la estabilidad sistémica lo vivimos en nuestro país en los últimos meses: pudimos ver a pleno el funcionamiento del enfoque robusto y consistente que venimos aplicando durante los últimos años. Todos los instrumentos estaban disponibles. Focalizamos todos los esfuerzos en restablecer el equilibrio en el mercado de dinero.

Nuestro esquema ha podido amortiguar los efectos de las disrupciones externas sobre el desempeño macroeconómico, lo que corrobora lo acertado de las políticas prudenciales y anticíclicas del Banco Central, tanto en el plano monetario como financiero.

Otro tanto sucede con el canal de tipo de cambio. A mi entender, el actual régimen de tipo de cambio flotante administrado es el adecuado como para hacer frente a situaciones de turbulencias financieras.

Con respecto a este tema, Zeti nos acaba de señalar, analizando la experiencia del sudeste asiático, la importancia de la previsibilidad cambiaria para que las empresas puedan concentrar sus esfuerzos en las cuestiones micro de su negocio.

La "flotación administrada" es el único esquema posible para este momento de la Argentina. Una Argentina signada por una historia de volatilidad.

Uno de los rasgos distintivos de la dinámica de funcionamiento agregado en la Argentina ha sido la presencia de episodios recurrentes de inestabilidad macroeconómica. No es casual que, en los últimos veinticinco años, nuestra economía haya pasado más de la tercera parte del tiempo fuera de su sendero de estabilidad dinámica (definido como el rango comprendido dentro de dos desviaciones estándar de la tendencia de largo plazo), frente al 18% de Australia o el 25% de Brasil. Con estos países compartimos dotación de recursos y posición en el

mundo y debería esperarse alguna simetría en el impacto de *shocks* externos. Estos fenómenos tuvieron consecuencias muy dañinas sobre el desempeño de largo plazo, y no fueron gratuitos en términos de bienestar: probablemente la excesiva volatilidad sea el principal factor explicativo del estancamiento económico de nuestro país en las tres últimas décadas del siglo pasado.

Asimismo, nuestra economía aún se encuentra en camino hacia su sendero de largo plazo luego de la salida de una crisis sin precedentes, que incluyó simultáneamente un quiebre institucional, una maxi-devaluación, la destrucción del sistema financiero y la cesación de pagos de la deuda pública.

En mi país, los canales de transmisión de la política monetaria recién se están reconstruyendo pues el crédito al sector privado representa el 12% del producto, todavía muy por debajo del promedio de América Latina. Más aún, el crédito al consumo tiene una reacción débil frente a movimientos en la tasa de interés.

Por ende, una adopción prematura de determinados instrumentos no sólo sería inútil sino que podría inhibir su utilización futura. No podemos “tomar atajos”, sino que debemos reconstruir pacientemente el poder de las herramientas de la política monetaria. Por eso, muchas veces las comparaciones entre las situaciones por las que transitan los distintos países emergentes arrojan diagnósticos equivocados y recomendaciones de política erróneas.

Pero han sido las políticas de reaseguro (acumulación de reservas y la construcción de un sistema financiero sólido) las que nos han permitido estar preparados al contar con holgados colchones de liquidez. ¿Qué habría ocurrido en las mismas circunstancias bajo un régimen de flotación pura? ¿Estamos preparados para que el tipo de cambio fluctúe en poco tiempo como sucede en países vecinos? Mi respuesta es que, dada nuestra historia de inestabilidad y dolarización, aún no. Esto es algo que vamos a ir aprendiendo a lo largo del tiempo.

Por otro lado, el sector público nacional cuenta con depósitos por más de \$30.000 millones, financiamiento asegurado en el mercado doméstico del mismo orden y un escenario fiscal de aproximadamente la misma magnitud. Esto redondea una cifra que supera los vencimientos de la deuda pública (capital e intereses) del año próximo.

Además, está previsto un superávit comercial del orden de los USD 1.000 millones mensuales para el próximo año. Esto permite mantener uno de los pilares básicos del presente régimen monetario: se trata de una estrategia prudencial de acumulación de reservas internacionales que además respalde los instrumentos de absorción monetaria utilizados para regular la variación de los medios de pago.

Por otro lado, existe el compromiso de repetir en el próximo lustro la performance fiscal del período precedente. Esto es un superávit fiscal primario superior al 3,2% del PIB. Además, se cuenta con un programa económico comprometido con la coordinación eficiente y prudente de las diferentes políticas anti-inflacionarias. Por un lado, tanto la política fiscal como la de ingresos deberán ser consistentes con la evolución del gasto primario y de los ingresos, respectivamente. Por otro lado, la política monetaria deberá no sólo continuar trabajando en la recuperación de la demanda de dinero doméstica sino procurar la consolidación del proceso de remonetización de la economía argentina. Seguramente todas estas políticas, saludablemente coordinadas extenderán en el tiempo la vigencia de los superávit gemelos, el fiscal y el externo. Estos excedentes para nuestro país se han transformado en los pilares del crecimiento sostenido con inclusión social.

En este marco, el Banco Central de la República Argentina, por primera vez en décadas, cuenta con las herramientas adecuadas para brindar una efectiva protección a la economía ante cambios de contexto. Esta es la mejor contribución que podemos realizar para garantizar dos bienes públicos esenciales: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, tan ausentes en la historia económica de los últimos cincuenta años.

Autores

Blejer, Mario

Ex Presidente - Banco Central de la República Argentina

Cecchetti, Stephen

Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios - Banco de Pagos Internacionales

Checki, Terrence

Vicepresidente Ejecutivo - Reserva Federal, Nueva York

Feldstein, Martin

*Presidente Emérito - National Bureau of Economic Research (NBER) y
Profesor - Universidad de Harvard*

Ffrench-Davis, Ricardo

Profesor - Universidad de Chile

Frenkel, Roberto

*Investigador Titular - Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y
Profesor - Universidad de Buenos Aires (UBA)*

Hoenig, Thomas M.

Presidente - Reserva Federal, Kansas City

Kregel, Jan

Profesor - Universidad de Missouri-Kansas City

Kroszner, Randall

Miembro del Directorio - Reserva Federal, EE.UU.

McCallum, Bennett T.

Profesor - Universidad Carnegie Mellon

Ocampo Gaviria, José Antonio

Profesor - Universidad de Columbia

Ortiz, Guillermo

Presidente - Banco de México

Redrado, Martín
Presidente - Banco Central de la República Argentina

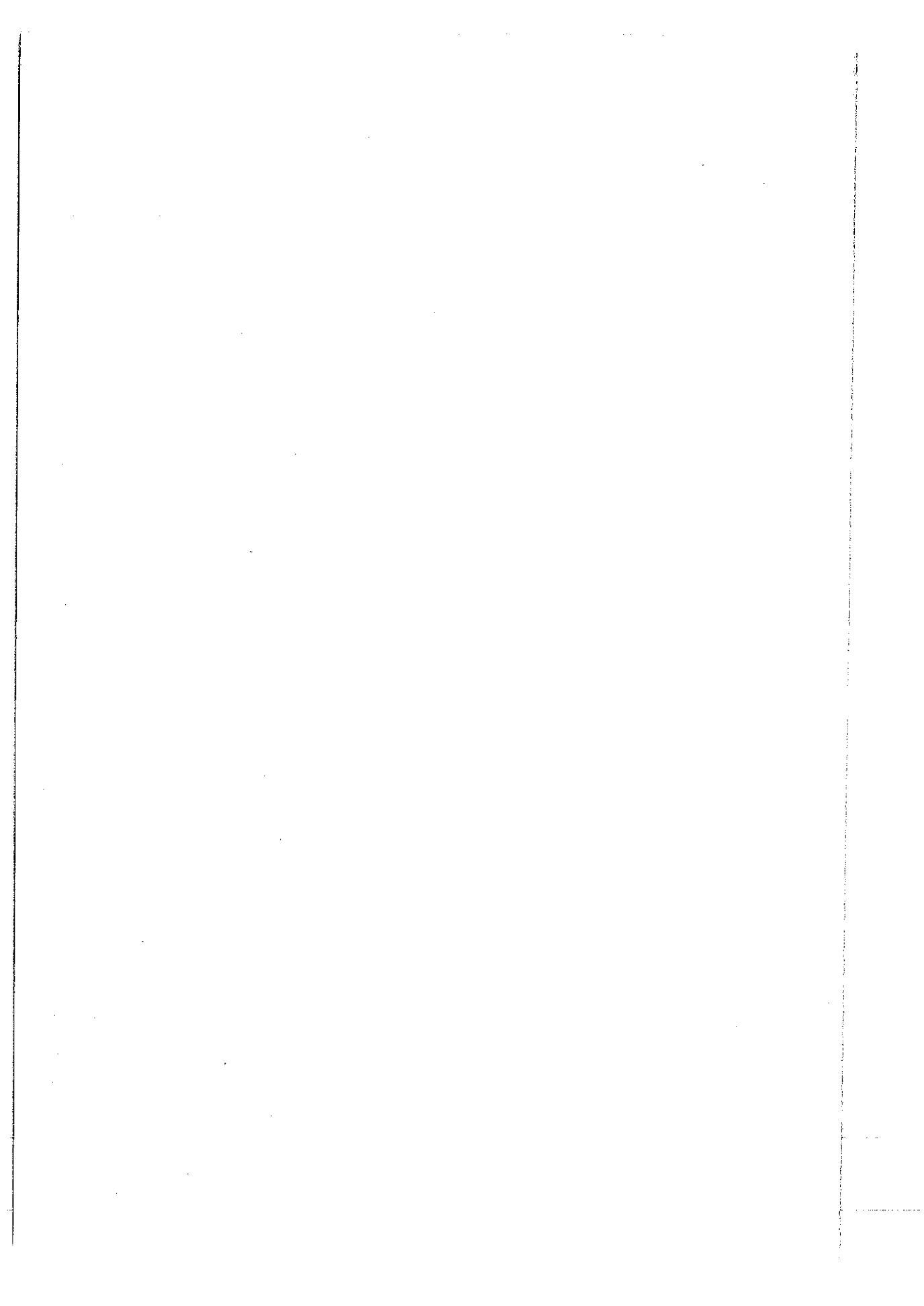
Rozenwurcel, Guillermo
Profesor - Universidad Nacional de San Martín

Sinai, Allen
Fundador y Presidente - Decision Economics, Inc.

White, William
Ex Jefe del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios - Banco de Pagos Internacionales

Xiaolian, Hu
Vicepresidente - Banco Popular de China

Yilmaz, Durmuş
Presidente - Banco Central de la República de Turquía



Reconquista 266
C. A. de Buenos Aires
República Argentina

ISBN 978-987-1564-14-9



BANCO GENERAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA