

Enseñanzas de la globalización financiera. Lo nuevo y lo falaz*

Guillermo A. Calvo **

1. Introducción

El objetivo de este trabajo es contribuir a esclarecer algunos fenómenos centrales que acompañan a la globalización financiera, es decir, una situación en que cada vez más los habitantes de diferentes partes del planeta pueden establecer relaciones financieras entre ellos. Estas relaciones no se limitan a operaciones simples como préstamos bancarios, o adquisición transfronteriza de activos reales a cambio de activos financieros (inversión extranjera directa), sino que se extienden a una gran variedad de instrumentos financieros que se parecen más a contratos de seguro y se denominan *derivados*, cuyo crecimiento se observa en los últimos treinta años, aunque su sofisticación parece haber aumentado intensamente en los últimos diez.

Un aspecto preocupante de la globalización financiera es que el mundo, y en especial los reguladores financieros, se ha venido dando cuenta de su existencia de manera paulatina y, la mayoría de las veces, empujados por episodios de crisis. Esto se justifica, en parte, por el hecho de que los mercados financieros privados internacionales estuvieron virtualmente cerrados desde la Gran Depresión hasta el episodio de reciclaje de petrodólares en la década de los setenta; pero la justificación es parcial pues, cuando nos remontamos al siglo XIX o principios del XX, encontramos fenómenos bastante similares a los que hemos vivido recientemente. De todas formas, es un hecho muy claro que una institución financiera internacional clave como el FMI no previó la Crisis del Tequila originada en México en 1994-1995, ni se ima-

ginó que Corea podría entrar en 1997 en otra de balanza de pagos tan profunda, ni, ya en fechas más próximas, anticipó que una economía como la argentina podía recuperarse sin crédito e inversión después de la catástrofe de 2002-2003¹. No menciono esto para poner al Fondo en la picota sino para ilustrar que incluso profesionales que se dedican a analizar e investigar el mundo de las finanzas fueron largo tiempo por detrás de los acontecimientos, al menos cuando adoptaban la posición oficial (ver nota 16).

En mi opinión, todavía existe un alto grado de confusión entre los analistas, lo que se hace evidente en muchos de los comentarios que se hacen sobre los llamados Desequilibrios (Financieros) Globales, es decir, una situación en la que una parte del mundo tiene elevados déficit en la balanza por cuenta corriente, que se consideran insostenibles. Este es el caso de EE.UU. hoy en día, cuyo desequilibrio es financiado por los mercados emergentes, especialmente China. En ese contexto, por ejemplo, se está presionando mucho a China para que aprecie su moneda (*renminbi*) de manera que induzca un aumento de su gasto y, al tiempo, una reducción por parte de los estadounidenses. Es decir, se espera que un cambio en un precio *relativo* reduzca la propensión al ahorro de China y la aumente en EE.UU. Esta presunción que, en primera instancia, puede sonar muy plausible, tiene un asidero muy débil. Además, hay que recordar que, si los desequilibrios se debieran a la infravaloración del *renminbi*, es probable que China estuviese sufriendo una inflación creciente (como en Argentina, país que intenta tener un peso barato), pero ese no parece ser el caso.

Esto me lleva a concluir que un listado y análisis de temas que hemos aprendido —o que hemos sido forzados a

* Este trabajo fue preparado como base para mi disertación en la conferencia organizada por la Fundación de las Cajas de Ahorro en ocasión del Día Mundial del Ahorro, Madrid, 31 de octubre de 2007.

** Columbia University y NBER

¹ Una explicación y discusión de estas crisis puede encontrarse en CALVO (2005 y 2007).

recordar— durante la reciente ola de globalización financiera es una tarea que podría dar sus buenos frutos. Este será el objeto de la primera parte de este artículo, para luego, en la segunda, abordar el tema más especulativo de los desequilibrios globales, en el que me referiré a dos falacias muy populares. La primera es que EE.UU. va a sufrir un serio frenazo a la entrada de capitales si los países emergentes (especialmente los asiáticos y los productores de petróleo) dejan de acumular reservas internacionales o cambian su composición en contra del dólar. La segunda falacia es que para eliminar los desequilibrios con un mínimo coste es importante que China deje apreciar su moneda, adoptando un régimen cambiario mucho más flexible que el actual. Finalmente, esta segunda parte va a analizar los efectos derivados de que los países utilicen sus reservas para adquirir bienes reales con la creación de lo que se ha dado en llamar Fondos de Riqueza Soberanos (*Sovereign Wealth Funds*, SWF, en inglés). Aunque esto no debería acarrear ningún cambio significativo en el equilibrio de las variables reales, argumentaré que la situación puede ser mucho más complicada si la Reserva Federal de EE.UU. (la *Fed*, de ahora en adelante) sube los tipos de interés para contrarrestar los efectos inflacionarios que llevan aparejadas estas operaciones.

2. ¿Qué hemos aprendido?

En esta sección voy a tratar tres puntos sobre los que hemos progresado mucho con respecto a lo que sabíamos antes de la crisis mexicana del Tequila en 1994-1995. Estas nuevas enseñanzas están cambiando la forma de aproximarse a las crisis financieras y abren nuevas vías para diseñar políticas más adecuadas para evitarlas o manejarlas mejor. El primer punto discute el papel crucial que han jugado los factores financieros externos; el segundo, argumenta que variables como deudas en moneda extranjera pueden jugar un papel importante en la probabilidad de crisis financieras y, finalmente, el tercer punto discute un aspecto muy desconcertante de la recuperación económica posterior a las crisis profundas, que ocurre sin venir acompañada de una expansión del crédito bancario, a pesar de que la crisis estuvo, por regla general, fuertemente asociada con una fuerte contracción de las líneas de crédito.

2.1. Las crisis financieras pueden tener su origen en problemas financieros externos

Esta afirmación, que es muy de sentido común, no era parte del Consenso de Washington². En los años ochenta

² Para una discusión del Consenso de Washington a la luz de las crisis financieras recientes, véase KUCZYNSKI y WILLIAMSON (2003).

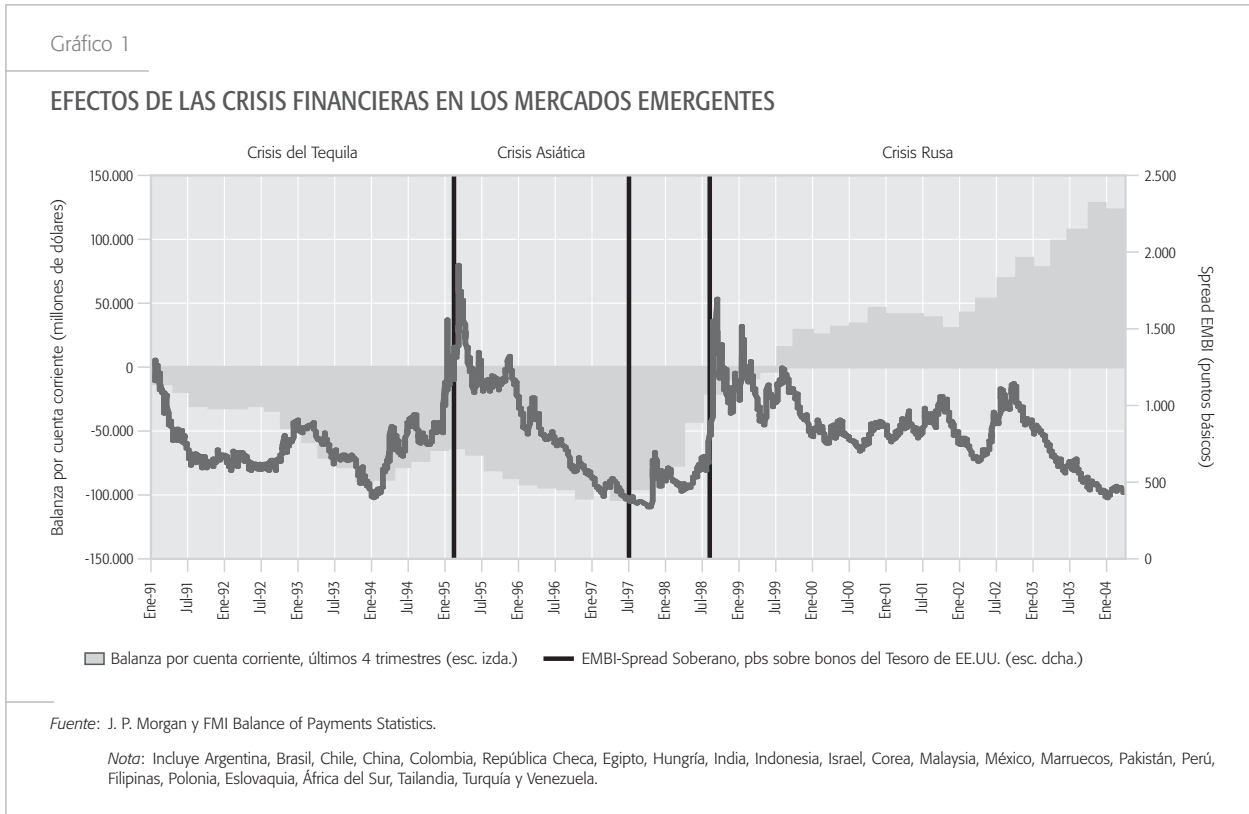
se seguía pensando que si un país “ponía su casa en orden”, los mercados de capitales iban a estar siempre dispuestos a financiar los déficit que originan perturbaciones transitorias. Esto llevaba a concluir que las crisis que no cuentan con factores reales claros y son de larga duración (por ejemplo, un terremoto), están causadas por una mala política económica. Este punto de vista pareció confirmarse por el gran número de crisis ocurridas a partir de la crisis mexicana de agosto de 1982, dado que muchos de los países que las sufrieron evidenciaron un fuerte desequilibrio fiscal³. Además, como la crisis del Tequila (en 1994-1995) se originó también en México, no es de extrañar que la opinión generalizada fuera que, tanto México como Argentina (la otra víctima), debían haber hecho algo “mal” (aunque el pecado no era fácil de encontrar, especialmente en el caso de Argentina).

Este punto de vista sufrió un fuerte revés con la crisis rusa de agosto de 1998, dado que se inició por un impago (*default*) de la deuda pública interna de Rusia, un país que era irrelevante en los mercados financieros mundiales (su PIB representaba menos del 1 por 100 del PIB mundial) y no era, ni es, un gran socio comercial de los mercados emergentes, la mayoría de los cuales, para sorpresa de gran parte de los observadores, sufrieron un aumento considerable de sus *spreads* (es decir, los diferenciales entre sus tipos de interés y los que paga EE.UU. en instrumentos financieros de características similares) que duró muchos años. Esto se ve con claridad en el gráfico 1 donde, además, se muestra que, a partir de 1998, los saldos de las balanzas por cuenta corriente de los países con mercados emergentes sufrieron un ajuste fenomenal, pasando de ser fuertemente negativas a exhibir grandes superávits, especialmente debido a los países asiáticos. Además, los problemas no se circunscribieron al sector financiero. Como muestran los gráficos 2 y 3, en América Latina la inversión se desplomó y, durante mucho tiempo, el PIB dejó de crecer al ritmo que lo hizo desde principios de los años noventa.

Estos hechos sugieren muy enfáticamente que los factores externos pueden producir daños profundos, aun cuando las autoridades hayan logrado poner la “casa en orden”⁴. Es claro que siempre se puede argumentar que la casa no se ha puesto suficientemente en orden. Yo tiendo a coincidir con ello pero no culpo a los países. Más bien debemos

³ Esas crisis, dicho de paso, fueron fuente de inspiración para el Consenso de Washington.

⁴ Aquí me he referido a un episodio muy elocuente pero que dista de ser una prueba científica de que los factores externos juegan un rol importante. Hay, sin embargo, una amplia literatura para América Latina —iniciada por CALVO, LEIDERMAN y REINHART (1993)— que muestra el mismo resultado utilizando métodos estadísticos convencionales. El trabajo más reciente en esta línea es IZQUIERDO y TALVI (2007).



culpar a la falta de entendimiento que el mundo tenía —y todavía tiene— de cómo funciona una economía financieramente globalizada. Pero, además, ¿sería óptimo tomar to-

das las precauciones para evitar una crisis? La situación no es muy diferente a la de un país situado en una zona donde ocurren huracanes. Hay mucho que se puede hacer



para reducir la destrucción pero tomar todas las precauciones sería, con alta probabilidad, indebidamente costoso. Hay poco que se puede hacer para reducir la fuerza de los huracanes, pero eso no se aplica a las crisis financieras que se generan más allá de las fronteras del país. Su impacto fuera del epicentro puede, en principio, controlarse renovando el papel del Fondo o creando nuevas instituciones financieras internacionales⁵.

Por lo tanto, aunque hasta cierto punto los países individualmente pueden encontrar muy costoso la prevención de crisis, parece haber lugar para un rol activo de la comunidad financiera para mejorar el funcionamiento del sistema a nivel global.

2.2. Los factores internos son importantes, pero no sólo aquellos a los que se les prestaba gran atención antes de 1995

En el modelo tradicional del FMI, una variable central es el déficit fiscal. Esto es así porque en un mundo sin movilidad de capitales y con mercados de capitales nacionales poco desarrollados, los déficits fiscales deben monetizarse (excepto que se obtenga un préstamo del sector oficial del resto del mundo). Por lo tanto, existe una conexión muy estrecha entre déficit fiscal e inflación. El banco central puede tratar de cortar ese cordón umbilical fijando el tipo de cambio, por ejemplo, pero se va a encontrar con que empieza a perder reservas llegando tarde o temprano a una crisis de balanza de pagos (situación elegantemente modelada por Krugman, 1979)⁶; o, alternativamente, si pone controles cambiarios, rápidamente se abre una brecha entre el tipo de cambio oficial y la del mercado paralelo (o "negro") lo que da lugar a todo tipo de distorsiones y, finalmente, a una pérdida de control de las variables macroeconómicas⁷. Por esa razón, el déficit fiscal ha estado en el centro de atención tanto del Fondo como de los analistas financieros. Esto ha sido así, sin embargo, hasta que empezaron a aparecer crisis en los años noventa en las que el déficit fiscal brillaba por su ausencia, como fue el caso de Corea en 1997.

Las crisis del sudeste asiático en 1997 empezaron a sembrar serias dudas sobre la relevancia tan absoluta de variables como el déficit fiscal. Sin embargo y curiosamente, en lugar de mirar más profundamente al sector donde se

habían originado las crisis —es decir, al financiero— para entender mejor lo que estaba sucediendo, el Fondo, en concreto, puso los ojos en el tipo de cambio. Es así como surge la idea de que las crisis asiáticas tuvieron su origen en el intento de fijar el tipo de cambio sin el andamiaje necesario para soportar ataques especulativos. Esa conjetura tomó fuerza muy rápidamente y llevó a concluir que si se iba a fijar el tipo de cambio, debía hacerse de manera *irrevocable* (como el euro en Europa) o, si no, era preferible dejarlo flotar libremente. Esto se dio en llamar La Visión Bipolar (del tipo de cambio) —*Bipolar View*, en inglés—: sólo los extremos valen (para una discusión muy útil de este tema, véase Fischer, 2001).

Tendré más cosas que decir sobre el tipo de cambio, en particular cuando retome el tema de los desequilibrios globales. Ahora, sin embargo, me voy a referir a dos variables ignoradas por los análisis que precedieron a las crisis de los noventa y que, a medida que progresa la investigación sobre el tema, parecen confirmar su relevancia: la dolarización de pasivos y el déficit por cuenta corriente (como proporción del gasto en bienes comerciables)⁸. Por dolarización de pasivos me estoy refiriendo a deudas en moneda extranjera. Este es un hecho relevante de muchos países con mercados emergentes (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005; lo documentan y denominan *Pecado Original*).

En un trabajo econométrico con Luis Fernando Mejía y Alejandro Izquierdo (2007) estudiamos episodios en los que existe una caída muy fuerte y no anticipada del flujo internacional de capitales. Estas crisis se llaman *Sudden Stops*. El trabajo trata de caracterizar la probabilidad de esas crisis, para lo que examinamos un gran número de variables pero concentrándonos en las mencionadas más arriba, con una importante diferencia: en vez de Pecado Original, nos centramos en un concepto más concreto que denominamos Dolarización de los Pasivos Domésticos, "Domestic Liability Dollarization" (La DLD). DLD es la deuda en divisas de residentes del país en el sistema bancario local en proporción del PIB.

¿Por qué la DLD? Para ayudar a la intuición, piénsese en el caso de Argentina 2002 en que el tipo de cambio del peso con respecto al dólar pasó de ser uno, a más de tres pesos por dólar cuando se liberalizó el tipo de cambio. El sistema bancario estaba casi dolarizado, lo que significaba que prácticamente todos sus préstamos estaban denominados en dólares, sin cláusula de escape porque

⁵ Ver, por ejemplo, CALVO (2007).

⁶ Vale la pena notar, sin embargo, que KRUGMAN (1979) no es un modelo adecuado como explicación de las crisis financieras que ocurren a partir de los años ochenta, véase CALVO (2005).

⁷ Para una interesante discusión de este tipo de políticas y sus efectos contraproducentes, véase EASTERLY (2002).

⁸ Para simplificar la exposición, voy a suponer que hay sólo dos clases de bienes: comerciables y no comerciables. Los primeros se puede comerciar a través de las fronteras sin coste, mientras que los segundos deben utilizarse dentro del país (aunque pueden ser de propiedad de extranjeros).

el gobierno había logrado en el curso de diez años mantener la paridad peso-dólar, es decir, el llamado Plan de Convertibilidad. Muchos de esos préstamos se dirigieron a financiar consumo o capital de trabajo en sectores no comerciables (con ingresos en pesos). Por lo tanto, después de la maxi devaluación muchos préstamos se convirtieron en impagables, lo que forzó al gobierno a mantener un sistema bancario sin convertibilidad a dólares, e, incluso, al principio, también a pesos (como consecuencia de que no se podía retirar depósitos de los bancos, situación que se dio en llamar *corralito bancario*). Esto no demuestra que niveles altos de DLD hacen que las crisis sean más probables, pero deja bien claro que en caso de devaluación, este podría complicar seriamente al sistema financiero local. Además, ayuda a explicar por qué tiene sentido endeudarse con el sistema bancario local (DLD) y no mantener todas las deudas en moneda extranjera (el Pecado Original de Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005). Impago o *Default*, a acreedores extranjeros hace, sin duda, más difícil conseguir nuevas líneas de crédito (aunque la evidencia no es fuerte al respecto, ver BID, 2007), pero hay una diferencia importante con la deuda contraída con bancos locales: esta última puede interferir seriamente con el *sistema de pagos*, como lo ilustra el "corralito" argentino. El sistema de pagos está en el corazón del proceso productivo. Si el primero se paraliza, el segundo lo hará también. Por lo tanto, a la primera sospecha de que las autoridades se van a ver forzadas a devaluar, se puede producir una situación de pánico bancario, lo que crea las condiciones para que se paralice el sistema de pagos y conlleve a una caída importante en el producto y el empleo. En el caso argentino, por ejemplo, desde 1999 hasta el fondo de la crisis en 2002 el PIB cayó más del 20 por 100.

La otra variable clave es el déficit de la balanza por cuenta corriente como proporción del gasto en bienes y servicios comerciables. Cuanto mayor es el déficit por cuenta corriente, mayor es la contracción proporcional del gasto en ellos asociado con un corte súbito en el crédito externo. Por lo tanto, es de esperar que, dado el tipo de cambio real, cuanto mayor sea el déficit por cuenta corriente, mayor será también la caída proporcional en la demanda de bienes y servicios no comerciables en caso de crisis⁹. Estos, por definición, no se pueden exportar y, por lo tanto, una caída de su demanda lleva a una reducción de su precio relativo (es decir, a una depreciación real de la moneda) o, equivalentemente, un alza en el tipo real de cambio¹⁰. La devaluación real, especialmente si es inesperada, como en los episodios de *Sudden Stop*, nunca es buena

⁹ Esto es exactamente así si la función de utilidad es *homotética*.

¹⁰ Un análisis más preciso de esta relación se puede encontrar en CALVO, IZQUIERDO y MEJÍA (2007).

noticia, pero la situación es aún peor cuanto mayor es la DLD pues puede llevar a una bancarrota generalizada en el sector de los bienes y servicios no comerciables.

¿Cómo se cierra toda esta historia? Hasta ahora lo que he hecho es argumentar que, si hubiese un *Sudden Stop*, variables como el déficit por cuenta corriente y DLD ayudarían a convalidar su existencia, pero no he explicado las raíces del *Sudden Stop*. En nuestro trabajo empírico esa pregunta no la respondemos. Más bien, nos preguntamos cuáles son las variables que cimentarían un *Sudden Stop* incipiente que, en principio, es transitorio y viene del exterior —un fenómeno que, como intenté demostrar en el punto 1, no puede descartarse para economías insertadas en el sistema financiero internacional—. Respondemos a esa pregunta estudiando crisis *sistémicas* (y que denominamos *Systemic Sudden Stop*, 3S), es decir, crisis en las que un índice global del coste de financiación de los mercados emergentes, como el EMBI + global (un índice de diferenciales *spreads* elaborado por J. P. Morgan), aumenta muy fuertemente (situación que definimos por subidas que exceden a dos desviaciones típicas con respecto a su historia)¹¹. Esto permite conjeturar que la perturbación inicial viene de fuera, lo que facilita el trabajo econométrico de identificar los factores internos.

La perturbación externa al tipo de interés, puede ser provocada, por ejemplo, por un impago (*default*) de un país o sector que provoca condiciones de iliquidez en el sistema financiero global, induciendo un aumento en los tipos de interés en los mercados de mayor riesgo. Esto último, a la vez, genera una caída en el flujo de capitales, que, como se indicó anteriormente, tendrá un mayor impacto sobre el tipo de cambio real cuanto mayor sea el déficit por cuenta corriente (como proporción del gasto en bienes y servicios comerciables). Por lo tanto, frente a un alza importante de los tipos de interés internacionales, variables como el déficit por cuenta corriente y DLD son factores de riesgo: cuanto mayor sean sus niveles, mayor es la probabilidad de que se desate una crisis profunda¹². Esto se ha confirmado econométricamente en todos los países del mundo de los que se ha podido obtener datos para el período 1990-2004 (110 en total).

Como resultado de esa investigación se han agregado dos variables que no estaban en el acervo de los analistas (al menos de esta manera) antes de las crisis de los años noventa. Claramente, la DLD se había ignorado completamente. De hecho, mucha gente aún cree que,

¹¹ Subidas de ese estilo se observan en el gráfico 1 alrededor de las crisis del Tequila y la rusa.

¹² Para una explicación más detallada, véase CALVO (2005, capítulos 5 y 12) y CALVO, IZQUIERDO y MEJÍA (2007).

si bien podría ser una variable importante para América Latina, no lo debería ser para el Asia, dado que allí los niveles de dolarización son mucho menores. Esta afirmación es, sin embargo, incorrecta. Es verdad que en Asia los depósitos en moneda extranjera *como proporción del total de depósitos* son mucho menores que en América Latina, pero el sistema bancario de Asia, en proporción al PIB, es mucho mayor. Por esta razón, es posible que el volumen de crédito en moneda extranjera con el sistema bancario nacional *en relación al producto* sea muy similar entre ambas regiones (ver Calvo, Izquierdo y Mejía, 2007).

Con respecto a la balanza por cuenta corriente, las diferencias con la visión convencional son más bien de enfoque que de énfasis. El déficit de cuenta corriente ha estado siempre en el centro de la discusión de estos temas, como lo atestigua el debate sobre los desequilibrios globales. Sin embargo, en la visión tradicional esos déficit preocupan porque pueden estar dando una señal de que el país se está endeudando a un ritmo que no es sostenible a largo plazo. Sin embargo, la insostenibilidad de los déficit no es necesariamente un problema. Es perfectamente natural, por ejemplo, que cuando los tipos de interés son bajos, algunos países tomen prestado a un ritmo que no es sostenible, simplemente porque es óptimo endeudarse ahora y dejar de hacerlo, o aún repagar las deudas, después. Ese parece haber sido el caso para los mercados emergentes en la primera mitad de los años noventa. Lo preocupante y que se enfatiza en Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) y otros trabajos en esta misma línea, no es tanto la falta de sostenibilidad sino, más bien, la posibilidad de que un país se vea forzado a hacer un *ajuste abrupto de su balanza por cuenta corriente que no estaba planeado* (como resultado de un *Sudden Stop*). Esto puede traer problemas financieros del tipo que he discutido anteriormente, con consecuencias negativas que se extienden mucho más allá del sector financiero.

Para resumir y expresar la diferencia en forma simbólica, si llamamos DCC al déficit de cuenta corriente, la preocupación convencional es tener un DCC *grande*, mientras que para la literatura de *Sudden Stops*, lo que preocupa es una *caída fuerte y no anticipada* en DCC (más formalmente aún, un Δ DCC no anticipado y muy negativo, donde Δ indica primera diferencia)¹³.

¹³ Este fenómeno se parece a lo que en inglés se llama *hard landing*, pero no es lo mismo. *Hard landing* es un frenazo del crédito que es costoso para la economía. El *Sudden Stop* también supone un frenazo del crédito, pero el énfasis se pone en el crédito *internacional*. Además, los *Systemic Sudden Stops*, no requieren una caída del crecimiento o producto. Esto último es típicamente un resultado, pero no es parte de la definición.

2.3. Milagros del Ave Fénix

La crisis argentina de 2001-2002 es comparable a la Gran Depresión de EE.UU. en los años treinta por la gran caída del PIB que llevó aparejada. Ambas crisis fueron acompañadas por una fuerte contracción del crédito interno. En el caso argentino, además, hubo una fuerte caída del flujo de capitales y, como indiqué anteriormente, la moneda sufrió una devaluación de más del 200 por 100. Para evitar una crisis bancaria mayor, las autoridades argentinas decidieron *pesificar* las deudas y los depósitos bancarios. Aunque el tipo de cambio pasó de un peso a más de tres pesos por dólar, los préstamos se *pesificaron* al tipo de un peso por dólar, mientras que los depósitos lo hicieron a 1,40 pesos por dólar. Aparte de que esto significó una violación masiva de contratos, la forma asimétrica en que se hizo la *pesificación* implicó una pérdida de capital importante para los bancos, lo que se trató de paliar emitiendo un bono público que se puso en sus arcas. Los detalles están discutidos en Calvo, Izquierdo y Talvi (2003). El punto importante para esta discusión es que la crisis fue mayúscula e involucró de manera importante al sector financiero. Contrariamente a las predicciones del Fondo y muchos otros analistas financieros, sin embargo, la economía argentina se pudo recuperar a los niveles pre crisis *sin crédito nacional o internacional* y sin una recuperación sustantiva de la inversión¹⁴. Además, para sorpresa del Fondo, la recuperación ocurrió sin su participación. Más bien, en 2005, Argentina se pudo permitir el lujo de repagar completamente sus deudas con el Fondo y en el período 2002-2005, su economía pudo mostrar una impresionante tasa de crecimiento del 10 por 100 anual. ¿A qué se ha debido esto? ¿Es un milagro argentino?

El trabajo de Calvo, Izquierdo y Talvi (2006) estudia el proceso de recuperación económica en Argentina después de los episodios de crisis estilo *Sudden Stop* Sistémicos (definidos más arriba) en mercados emergentes para el período 1980-2004. El artículo se concentra en los casos en que el producto cae en más de 4,4 por 100 (ver el trabajo citado para una justificación de este criterio). Uno de los resultados más interesantes es que las características de la recuperación de la economía argentina son muy similares al promedio de la muestra (que contiene más de 40 crisis profundas). Esto hace sospechar inmediatamente que el rebote de la economía argentina no tiene nada de milagroso. ¿Cómo se explica, entonces?

¹⁴ Es interesante notar que EE.UU. se recuperó de la Gran Depresión también sin un alza equivalente del crédito bancario ni de la inversión. Ver CALVO, IZQUIERDO y TALVI (2006).

Este es un tema sobre el que todavía estamos trabajando. Sin embargo, la hipótesis más promisoriosa (para la cual ya contamos con alguna evidencia estadística a nivel micro) es que cuando se deterioran fuertemente los mercados crediticios formales —lo que sucede en la mayoría de estas crisis— lleva tiempo recomponerlos. Es por ello que la recuperación no está acompañada de ese tipo de crédito. Sin embargo, eso no significa que las empresas no puedan obtener otras formas de financiación. Por ejemplo, la caída misma de la tasa de inversión libera fondos para reemplazar al capital circulante que, previo a la crisis, era facilitado por los bancos. Además, como los salarios nominales suben mucho más lentamente que el nivel de precios, las empresas se encuentran con mayores beneficios (por unidad de producción, al menos) lo que les facilita la auto-financiación. Estas nuevas formas de financiación no son instantáneas y es por eso que la recuperación no es inmediata, sino que lleva tiempo. Merece la pena destacar, sin embargo, que, aunque las economías tienen capacidad de recuperación por sus propios medios, por así decirlo, la crisis lleva aparejadas grandes pérdidas económicas y sociales, que tal vez pudieron haber sido evitadas con un mejor manejo de los instrumentos financieros, tanto a nivel local como internacional (por ejemplo, reduciendo DLD o proporcionándoles a las economías emergentes un banco central global). Además, una conjetura que parece bastante compartida en la profesión es que la recuperación no garantiza que se va a poder mantener el ritmo de crecimiento de la productividad total de los factores (*Total Factor Productivity*, TFP, en inglés) que regía antes de la crisis, lo que aumentaría mucho más el coste de las crisis. Por lo tanto, bajo esa perspectiva la fuerte recuperación argentina se parece más a un *espejismo* (*mirage* en inglés) que a un *milagro* (*miracle* en inglés).

Como mencioné en la Introducción, el Fondo (y la profesión en general) no creía que Argentina se iba a poder recuperar por sus propios medios, por lo que siguieron exigiendo mayores reformas para convencer a la comunidad financiera que las autoridades eran confiables. El objetivo, por supuesto, era que mostrando seriedad, las autoridades iban a poder generar mayor crédito nacional e internacional y así poner en marcha la recuperación. El gobierno argentino no aceptó esas condiciones y, como vimos, la economía exhibió un dinamismo fenomenal. Esto contribuyó a que el Fondo se desprestigiara aún más y, lamentablemente, reafirmó el punto de vista de que las reformas no ayudan al crecimiento. Esta es una conclusión absurda que no tiene asidero teórico ni empírico, pero ¿se puede culpar al hombre de la calle de pensar en esos términos, después de ver que una entidad tan importante como el Fondo

se equivoca en su pronóstico de una manera tan espectacular?^{15, 16}.

3. Desequilibrios globales

El tema de los desequilibrios globales es probablemente uno de los más candentes hoy en día en el mundo de las finanzas internacionales. Ya he dicho algo al respecto en la introducción. El objetivo de esta sección es el de elaborar un poco más algunos aspectos centrales del debate.

Creo que es justo decir que la mayoría de los economistas piensa que los desequilibrios son insostenibles y que terminan mal¹⁷. Si tuviera que adivinar, la predicción de que las cosas no van a tener un final feliz debe mucho a la experiencia reciente de la larga serie de crisis en economías emergentes. Es, en gran medida, una mera extrapolación que, en mi opinión, deja de lado hechos que hacen a la economía estadounidense muy diferente a las emergentes. Por ejemplo, EE.UU. no sufre de DLD, pues la mayoría de sus deudas están denominadas en su propia moneda¹⁸.

En esta sección voy a pasar revista a dos falacias que se han venido esgrimiendo con regularidad y que contribuyen seriamente a confundir el debate¹⁹. Cerraré la sección con algunos comentarios sobre los efectos que podrían acarrear los planes de algunos países de utilizar parte de sus reservas internacionales para adquirir activos reales.

¹⁵ Es verdad, también, que la opinión del hombre de la calle estuvo también fuertemente influenciada por el gobierno, que había atizado el fuego culpando al Fondo de todos los males que aquejaban al país en ese momento.

¹⁶ Cuando hablo del Fondo me refiero a su posición oficial. En el Fondo hay siempre un muy activo y sofisticado debate entre miembros del staff. Mucho de ese valor agregado, sin embargo, se pierde a nivel oficial debido al *modus operandi* de la institución. No sería tal vez incorrecto decir que el Fondo (oficial) es muy inferior a la suma de sus partes. Esto también se aplica a otras instituciones financieras multilaterales y debería ser un tema central en el debate sobre la Nueva Arquitectura Financiera Internacional.

¹⁷ No faltan optimistas, sin embargo. Entre los más prominentes se encuentran DOOLEY, GARBER y FOLKERTS-LANDAU (2007), quienes ven en los desequilibrios hasta una receta para generar crecimiento en las economías emergentes mediante una acumulación masiva de sus reservas internacionales.

¹⁸ Un purista del lenguaje puede objetar que EE.UU. *tiene* deudas en dólares, por lo cual sufre de DLD. Pero en este contexto por "pasivos en dólares" se quiere decir "pasivos en moneda extranjera". Eso no justifica la imprecisión semántica, que, hay que reconocer, parece ser una enfermedad endémica de los economistas.

¹⁹ Una discusión complementaria de estos temas se puede encontrar en CALVO y TALVI (2006).

3.1. Si los bancos centrales dejan de comprar bonos del Tesoro de EE.UU., este país va a sufrir un costoso *Sudden Stop*

Esta es una falacia que surge de no entender como operan los bancos centrales (especialmente en los países del G7). Cuando el Banco de Japón, por ejemplo, compra pagarés del Tesoro (*Treasury Bills*) de EE.UU., emite, por regla general, bonos propios para financiar la operación. Por lo tanto, si compra menos *Treasury Bills* va emitir menos bonos. Eso significa que el inversor japonés, digamos, que estaba dispuesto a comprar bonos japoneses, se encuentra con que, a los tipos de interés originales, hay un exceso de demanda de esos bonos (porque la oferta ha caído). Un mecanismo para retornar al equilibrio es que bajen los tipos de interés en yenes y suban en dólares o, simplemente, que suba el diferencial de tipos dólar-yen. Con monedas fuertes como el dólar y el yen, los cambios en los tipos de interés requeridos para incentivar a los inversores a cambiar la composición de sus carteras no necesitan ser muy elevados. En el nuevo equilibrio, el inversor japonés, en nuestro ejemplo, termina acumulando los *Treasury Bills* que el Banco de Japón no quiso comprar. Los diferenciales entre los tipos de interés en dólares y yenes habrán aumentado, pero no de manera significativa²⁰.

Otra forma de ajuste es a través de los tipos de cambio. Supongamos que los bancos centrales utilizan operaciones de mercado abierto (venden o compran bonos nacionales con moneda nacional) con el objetivo de impedir variaciones en sus tipos de interés. En ese caso, el exceso de demanda de bonos japoneses, en el ejemplo anterior, va a dar lugar a una contracción de la oferta de yenes (a través de una operación de mercado abierto que aumente la oferta de bonos japoneses) y/o una expansión de la oferta de dólares. Esto, posiblemente, va a dar lugar a una depreciación del dólar con respecto al yen, pero no hay razón para pensar que EE.UU. va a sufrir un *Sudden Stop*. De hecho, la devaluación del dólar baja el valor real de la deuda de EE.UU., facilitando su repago (ver Gourinchas y Rey, 2007)²¹. Aquí se ve con toda claridad el contraste con los mercados emergentes, especialmente aquellos que sufren de un alto DLD: mientras que para EE.UU.

²⁰ Esta conjetura se basa en la observación de que la intervención esterilizada no parece afectar significativamente al diferencial de tipos entre monedas fuertes y los correspondientes tipos de cambio. Ver, por ejemplo, DOMINGUEZ y FRANKEL (1993) y la literatura allí citada.

²¹ Si la devaluación del dólar generase expectativas de más devaluación, sin embargo, la situación puede complicarse seriamente. Pero esto, seguramente va a generar una intervención masiva de los bancos centrales que ayude a estabilizar el valor del dólar. A nadie le conviene que la cotización del dólar se hunda.

una devaluación de su moneda ayuda a solucionarle su problema de endeudamiento, para los emergentes significa un empujón más hacia el abismo.

En lugar de acumular menos reservas internacionales, como en el experimento anterior, un país (G7 o emergente, en este caso) podría mantener el ritmo de acumulación pero cambiar la composición de su cartera. Los resultados, sin embargo, serían similares. Supongamos que el Banco de Japón deja de comprar dólares y, en su lugar, adquiere euros. En este caso, la oferta de bonos en euros (disponibles para el sector privado) cae. En ambos experimentos, la oferta de bonos G7 excluyendo a los de EE.UU. (disponibles para el sector privado) se reduce, lo que permite extraer las mismas conclusiones que en el caso anterior.

3.2. Los desequilibrios globales se reducirían de forma significativa si China dejara apreciar su moneda

Esta opinión parece tener más y más apoyo en el Congreso de EE.UU. y ya un par de candidatos a la presidencia (Clinton y Obama) la han hecho centro de sus campañas. Como ya he indicado en la introducción, la visión de que apreciar la moneda induce un menor superávit de cuenta corriente no tiene asidero o, si lo tiene, como vamos a ver más adelante, puede estar asociado con consecuencias nefastas. Además, la causalidad podría ser a la inversa: de la cuenta corriente al tipo real de cambio. Por ejemplo, consideremos el efecto de una política fiscal expansiva. Esta aumenta la demanda agregada y pone más presión sobre los bienes y servicios no comerciables, lo que causa un alza en el precio relativo de estos (es decir, provoca una apreciación real de la moneda, una devaluación real). Es por ello que no me parece fructífero poner el foco de atención sobre el tipo de cambio como tal y voy a centrar la discusión sobre otros aspectos que tienden a ignorarse en el debate y que me parecen más importantes para entender un poco mejor a China en el contexto mundial.

China es una economía que (para redondear) viene creciendo al 10 por 100 anual, ahorra el 50 por 100 de su PIB e invierte el 40 por 100 dentro del país. En consecuencia, tiene un superávit por cuenta corriente del 10 por 100, que invierte fuera del país comprando activos de todo tipo, entre ellos bonos del Tesoro de EE.UU. (que cuentan como reservas internacionales). ¿Qué hay de raro en esto? Tal vez se podría criticar que esos bonos tienen un bajo rendimiento, pero invertir más del 40 por 100 en China tampoco parece ser un proyecto muy atractivo (especialmente dada la debilidad institucional del país). Otras opciones

más interesantes serían: aumentar el consumo de los chinos o invertir en nuevas empresas fuera de China. Esto último ya se está haciendo en África, por ejemplo, y, como voy a argumentar en el punto tres de esta sección, podría llegar a tener consecuencias globales negativas si la *Fed* sigue una política anti-inflacionista para contrarrestar su efecto. Finalmente, aumentar el consumo del pueblo chino parece una buena idea dado que existe un alto grado de pobreza pero, como lo demuestra la experiencia, llegar a los pobres no es fácil. Por lo tanto, no hay nada obvio que haga pensar que China está siguiendo un camino equivocado en el corto plazo.

Además, no hay que olvidarse de que el sistema bancario chino es grande (alrededor del 150 por 100 del PIB) y, de acuerdo con algunos estudios, está plagado de malos préstamos (ver, por ejemplo, García-Herrero, Gavilá y Santabárbara, 2006). Como las regulaciones de la Organización Mundial del Comercio, OMC, a la que China pertenece, exigen su liberalización, significa que, en algún momento, los ahorradores chinos tendrán a su disposición otros bancos en los que invertir sus ahorros, lo que puede generar una incipiente retirada masiva de depósitos si descubren que los bancos tradicionales chinos pueden quebrar. Bajo esas circunstancias, la única manera de que el banco central chino pueda prevenir una crisis masiva de su sistema bancario es actuando como prestamista de última instancia. En ausencia de reservas internacionales, el instrumento de que dispondría es la emisión monetaria, lo que puede generar una devaluación mayúscula de la moneda y un aumento dramático de la tasa de inflación²². Esto último podría tener implicaciones muy serias para el equilibrio político y social del país dado que los ahorradores verían esfumarse sus ahorros. Nada de eso ocurriría si el banco central pudiese reflotar a los bancos utilizando reservas internacionales, lo que justifica de por sí la acumulación de esas reservas. Las sumas parecen grandes —1.069 billones en español de dólares en 2006— pero, en realidad, representan poco menos del 22 por 100 de los pasivos del sistema bancario.

Dado que China no tiene superávit fiscal, es claro que las reservas se acumulan pidiendo prestado a los bancos, los que a su vez se financian fundamentalmente mediante depósitos, lo que aumenta la oferta monetaria. Por lo tanto, es concebible que la acumulación de reservas provoque

²² Aquí estoy suponiendo que los ahorradores quieren salirse de los bancos y adquirir moneda extranjera. Si, en cambio, se contentaran con moneda nacional o con un modesto aumento en el tipo de interés de los depósitos, no habría razón para que se devalúe la moneda de forma significativa. Pero sería muy arriesgado apostar a que la retirada masiva de depósitos bancarios se contuviera fácilmente en un contexto en el que aparecen competidores extranjeros con mucha más reputación.

una mayor inflación, aunque esto no supone un problema serio, algo que probablemente se explica por el hecho de que la economía crece a un ritmo muy rápido. Lo que puede estar pasando, es que la oferta de liquidez está creciendo a un ritmo similar a su demanda, sin generar mayor inflación.

Sin embargo, si el Banco Central de China dejase de comprar reservas, el tipo de cambio del *renminbi* sufriría, muy probablemente, una apreciación nominal y real muy significativa. ¿No prueba esto, acaso, que el *renminbi* está subvaluado? Estoy de acuerdo con que el *renminbi* se apreciaría, pero sólo si el banco central baja el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria²³. Supongamos que ese sea el caso. Si los precios y los salarios fueran perfectamente flexibles, el tipo de cambio nominal se apreciaría, pero esa apreciación estaría acompañada por una caída de precios y salarios sin cambiar necesariamente el valor *real* del *renminbi*. Es decir que la apreciación real, la que verdaderamente importa, no tiene por qué ocurrir.

La situación sería muy diferente en el caso de que los precios y salarios fueran inflexibles a la baja, con lo que, sin duda, la apreciación nominal del *renminbi* aumentaría también su valor real. Estaríamos en una situación muy similar a la economía del modelo de *overshooting* discutido en Dornbusch (1976). Al final del ajuste todas las variables reales volverían a su valor original, pero habría una transición en la que la apreciación real podría conllevar a una contracción de la economía. Esto sería catastrófico para todo el mundo y, en particular, para los mercados emergentes que deben mucho de su crecimiento al dinamismo de la economía china. En ese contexto, es perfectamente posible que los superávits por cuenta corriente en China desaparecieran pero, obviamente, esta sería una pésima solución para los desequilibrios globales.

3.3. La compra de bienes reales financiados con reservas internacionales de mercados emergentes puede inducir un desplome del mercado de bonos y un fuerte aumento de los tipos de interés

Contrariamente a los casos anteriores, esta afirmación no se puede desechar. China y otros países asiáticos con mercados emergentes están empezando a establecer fondos destinados a comprar activos reales, tanto fuera como dentro de Asia. Las cantidades son importantes. Según

²³ El banco central podría emitir dinero mediante operaciones de mercado abierto o financiando un mayor déficit fiscal. Lo que está haciendo en este momento, es aumentar la oferta de liquidez a través de la compra de bonos emitidos por gobiernos extranjeros.

informes periodísticos, el fondo de China podría llegar a 300 mil millones de dólares de EE.UU. y, según Miles (2007), el total de esos fondos, llamados genéricamente *Sovereign Wealth Funds*, SWF, podría ascender a 2,5 billones de dólares. Esto sería similar a un experimento en el que se cambia la composición de los activos externos del gobierno utilizando parte de las reservas del banco central para comprar activos reales. La compra reciente por parte de China de acciones de Blackstone es un buen ejemplo. Nótese que este experimento difiere del que discutí en el punto uno de esta sección, pues allí se estudian las consecuencias de cambiar la composición de los bonos G7 disponibles para el sector privado²⁴.

Es muy difícil predecir el impacto del experimento que estamos analizando. Sin embargo, es probable que los efectos sean diferentes y mucho más importantes que una mera recomposición de las reservas internacionales. Dado que las reservas son mucho más líquidas que las inversiones en activos reales, como primera aproximación se podría pensar en algo equivalente a una contracción de la demanda de dinero para adquirir bienes reales. El resultado más probable es un aumento del precio (nominal) de los activos reales. Si, además, la moneda cuya demanda cae es el dólar (un caso realista que voy a suponer para simplificar la exposición), esto podría traer aparejado una devaluación del dólar con respecto al resto de las monedas fuertes. Muy probablemente, la devaluación del dólar, más el aumento del precio de los activos, se traduzca en mayor inflación en EE.UU. (medida por el IPC o *headline CPI*, en inglés). En principio, todo esto no debería ir más allá de un reajuste de precios y salarios *nominales* sin mayores consecuencias reales. Variables reales tales como precios relativos y, en particular, el tipo *real* de cambio de EE.UU. no tiene por qué mostrar cambios importantes.

Sin embargo, es improbable que la Reserva Federal de EE.UU. esté dispuesta a vivir con una inflación mayor a la programada. Para los mercados, la inflación es la inflación, no importa cual sea su origen y, por lo tanto, la reputación de la Fed estará fuertemente ligada a su habilidad de mantenerla bajo control²⁵. Por lo tanto, es probable que la Fed aumente su tipo de interés. La pregunta es ¿En qué cuantía será necesario subir el tipo de interés para contrarrestar la ola inflacionaria que traería aparejada un intento de los emergentes de utilizar una parte importante de sus reservas para adquirir bienes reales? Me temo

²⁴ Vale la pena destacar que aquí no voy a discutir el caso en que los emergentes deciden ahorrar menos. Se pone la atención sólo en los efectos de un cambio de composición de la cartera de activos soberanos en favor de bienes reales.

²⁵ El nuevo equipo que lidera la Fed no tiene la reputación de Alan Greenspan, lo que hace que les sea aún más difícil tomar una posición permisiva con respecto a la inflación.

que no se van a producir efectos significativos si el tipo de interés de la Fed no sube de forma dramática, dado que la Reserva Federal se estaría enfrentando a una situación en la que el inversor soberano ajeno al G7 (China, Dubai, etc.) quiere cambiar la composición de su cartera en contra de activos líquidos y a favor de activos reales²⁶. Este aumento no debería necesariamente afectar a los sectores más sólidos de la economía, pues partimos de tipos tan bajos que hay mucho recorrido para subirlos sin afectar seriamente a los tipos relevantes para la inversión y el consumo de esos sectores²⁷. Para otros, en cambio, una subida de tipos puede traer serias consecuencias.

Un ejemplo es el Tesoro de EE.UU. que se financia con bonos líquidos. Un aumento de tipos provoca inmediatamente un mayor déficit fiscal, que ahora ya es preocupantemente alto. Otro sector especialmente afectado por la subida de los tipos es el sector inmobiliario de EE.UU., y más concretamente el que se ha financiado a tipos de interés variables, indexados a los tipos de los bonos públicos. Las economías emergentes también podrían sufrir el golpe, en la medida que los flujos de capitales continúen siendo sensibles a cambios en los tipos de interés a corto plazo en EE.UU., como se argumentó en Calvo, Leiderman y Reinhart (1993). La situación financiera de la región, como un todo, es claramente más fuerte que en la primera mitad de los noventa pues ahora exhibe superávit por cuenta corriente. Si bien esto tiende a protegerlas de un *Sudden Stop*, podría, aún así, haber problemas a nivel sectorial. En América Latina, por ejemplo, el superávit por cuenta corriente está estrechamente ligado a una mejora de su relación de intercambio, en particular el precio de los *commodities* (mercancías). Si se evalúan las balanzas por cuenta corriente a la relación de intercambio menos favorable que prevalecía en 2002, para ilustrar, el déficit (a los niveles de gasto actuales) se elevaría por encima del 6 por 100 (para un promedio simple de los siete países más grandes de América Latina). Por lo tanto, sería perfectamente posible que los productores de mercancías (*commodities*) estén ahorrando, mientras que el resto de la economía, beneficiándose de bajos tipos de interés, haya estado aumentando su endeudamiento. En ese escenario, un alza pronunciada de los tipos puede generar un *Sudden Stop* en los sectores más endeudados (ver Calvo y Talvi, 2007).

²⁶ En la actualidad, las diferencias entre los rendimientos de esos activos son muy grandes y cerrar esa brecha requeriría un aumento muy importante del tipo de la Fed. Vale la pena recordar que el interés de los bonos en EE.UU. siempre ha sido muy bajo con respecto al de otros activos, como los negociados en el mercado de valores. Este fenómeno aún se debate en la literatura y se denomina, en inglés, *the risk-premium puzzle*.

²⁷ Esto puede racionalizarse utilizando el modelo en Calvo y Végh (1995) en el que los bonos públicos dan servicios de liquidez.

Para resumir, un cambio importante de la cartera soberana a favor de bienes reales puede terminar con la bonanza financiera que se ha venido experimentando desde 2003, especialmente en los sectores más arriesgados. Esa recomposición de la cartera supone una política mucho más radical que una simple reasignación de las reservas entre monedas fuertes, y es mucho más difícil saber si va a llevar a una crisis sistémica como la de 1998²⁸. Yo tiendo a ser optimista en ese sentido pero, al mismo tiempo, creo que el alza de los tipos va a revelar debilidades en algunos sectores (como ya lo está haciendo con las hipotecas de baja calidad en EE.UU., que se denominan *sub-prime mortgages*, en inglés). Mi conjetura es que en el Norte las debilidades van a quedar confinadas a problemas sectoriales. En los emergentes, en cambio, la situación puede ser más seria, especialmente en aquellas economías que todavía no han podido liberarse de la dolarización de pasivos (ver Calvo y Talvi, 2006, para una discusión complementaria de estos temas).

4. Palabras finales

La globalización financiera ha cambiado el peso relativo de variables que los responsables de la política económica deben seguir. En particular, se ha hecho evidente que *shocks* que se originan fuera de las fronteras pueden tener un efecto muy relevante sobre el ciclo económico. Este es el caso de los tipos de interés de EE.UU. y los diferenciales (*spreads*) que pagan los países con mercados emergentes. La evolución de estos márgenes es muchas veces desconcertante: desde las alzas siderales asociadas con la crisis del Tequila en 1994-1995 y la rusa en 1998, hasta la contracción récord de sus niveles a partir de 2003. Siempre se encuentran algunas explicaciones plausibles *ex post* de esos episodios, pero es muy difícil anticiparlos, lo que hace que, cuando ocurren, tengan un alto grado de "sorpresa". Las sorpresas financieras son peligrosas pues es improbable que los contratos financieros se hagan teniendo en cuenta; en otras palabras, que se hubiesen hecho contingentes con respecto a ellas. Por lo tanto, fuertes alzas de los diferenciales (*spreads*), por ejemplo, pueden generar serias dificultades financieras en los sectores endeudados, traducándose en algunos casos en una caída precipitada de la producción y el empleo.

La investigación que he resumido en este trabajo muestra que variables como los pasivos en moneda extranjera

²⁸ Es posible que la crisis financiera reciente en los G7 esté relacionada con este tipo de recomposición de cartera. Sin embargo, la información disponible todavía no nos permite verificar esta conjetura.

y el déficit por cuenta corriente (como proporción de la absorción de bienes comerciables) pueden magnificar el efecto de *Sudden Stops* incipientes y transformarlos en crisis profundas. La presunción es que un *Sudden Stop* deprecia la moneda en términos reales, lo que dificulta el pago de deudas en moneda extranjera, especialmente para los sectores con bienes y servicios no comerciables. El déficit por cuenta corriente es una variable relevante en este contexto pues es plausible suponer que cuanto mayor es el déficit, más pronunciada será la devaluación *real* cuando ocurre un *Sudden Stop*.

Estas consideraciones sugieren que debería haber lugar para medidas de política económica que ayuden a desarrollar nuevos instrumentos financieros que sean contingentes con respecto a *shocks* reales y financieros o, complementariamente, induzcan a que se firmen contratos que le permitan al gobierno suavizar el impacto de los *shocks*. Por ejemplo, medidas que induzcan a establecer contratos en moneda nacional en lugar de en moneda extranjera permitirían al gobierno paliar parte de los efectos de un *Sudden Stop* mediante una devaluación de la moneda. Por ejemplo, hay una literatura que se está desarrollando para responder a estas preguntas e instituciones como el Fondo y los bancos multilaterales de desarrollo ya están diseñando estrategias para *desdolarizar* las economías²⁹.

Otro tema que surgió en el trabajo es el de los Milagros del Ave Fénix, es decir, la recuperación asombrosa que tienen los países que han sufrido seriamente las consecuencias de *Sudden Stops*. Este tema también sugiere una reflexión sobre política económica. El Milagro tiene probablemente su explicación en que el *shock* inicial es crediticio y la economía va encontrando paulatinamente maneras informales o ineficientes de reemplazar el crédito perdido. La ruptura de canales de crédito no se soluciona cerrando el grifo aún más. La solución tiene que ir por el lado de recrear los mercados crediticios. El foco debe estar puesto allí y menos en la inflación. Luchar contra la inflación no es inútil, pero no debería ser el centro de atención bajo esas circunstancias. Claramente, esto abre nuevos panoramas para la política monetaria y fiscal luego de *Sudden Stops*, un tema en el que recientemente ahora estamos empezando a hacer progresos (ver, por ejemplo, Calvo, 2006; Stiglitz y Greenwald, 2003).

Finalmente, el trabajo ha intentado aclarar algunos puntos centrales de los llamados desequilibrios globales. Como sucede con tópicos de alto contenido político como este,

²⁹ Menciono estos temas sólo para mostrar que el descubrimiento de la relevancia de variables financieras, que se ignoraban con anterioridad abre un amplio abanico de temas de política económica que ha sido muy poco explorados. Su discusión en detalle, sin embargo, caería fuera del alcance de este trabajo.

todo el mundo parece tener algo que decir y, como consecuencia, las falacias abundan. El trabajo argumentó, sin embargo, que el uso de las reservas internacionales para adquirir bienes reales puede traer problemas sectoriales a los países del G7, o aún nacionales para los emergentes, especialmente si la Fed adopta una postura anti-inflacionista dura. Fuera de los EE.UU., no hay mucho que los países puedan hacer al respecto, excepto mediante una institución que los aglutine como el Fondo. Está por ver si el nuevo Fondo: (1) se pone de una vez delante de los acontecimientos y (2) en caso de que asumiera mis argumentos, es capaz de persuadir a la Fed de que no debe endurecer su política monetaria en caso de que la reasignación de las reservas internacionales produzca un rebrote inflacionista³⁰.

Empecé este trabajo refiriéndome a la complejidad y sofisticación de los instrumentos financieros. Los párrafos anteriores sugieren que esa mayor sofisticación podría contribuir a la creación de instrumentos que suavicen el impacto de los *shocks*, tanto para países desarrollados como emergentes. Sin embargo, como en todos los cambios en el sector financiero, pueden surgir riesgos, muchos de los cuales no se perciben hasta que ya es demasiado tarde.

La mayor sofisticación financiera tiene el potencial de hacer el mercado de capitales más sólido, en particular, en lo que afecta a los países desarrollados. Por ejemplo, los *Credit Default Swaps*, CDS, ofrecen un seguro a los prestamistas, lo que puede ayudar a frenar las bancarrotas encadenadas que ocurren cuando los mismos prestamistas entran en bancarota como resultado de que sus deudores no abonan las deudas. Sin embargo, como se suele decir, no hay cosa como un almuerzo gratis, *alguien* termina soportando el impago (*default*) y todavía no es claro que frente a una crisis financiera sistémica los problemas de bancarota no continúen siendo tan serios como antes. Yo tiendo a ser optimista en ese sentido, pues veo que son las instituciones financieras las que están sacando el riesgo crediticio de sus carteras, lo que significa que el consumidor debe estar asumiendo una parte mayor del riesgo en caso de impago³¹. Esto tiene la ventaja de que el sistema productivo puede seguir en pie frente a una crisis de deuda, garantizando un menor impacto sobre la producción y el empleo. Sin embargo, por otro lado, el mejor

³⁰ Personalmente, tengo fe en (1) pero no me puedo imaginar que la Fed afloje su postura anti-inflacionista por presiones internacionales.

³¹ La crisis financiera reciente en los G7, sin embargo, sugiere que los bancos se han quedado con mucho más riesgo en sus carteras que lo que se creía examinando sus estados contables. Esto es debido a que, por ejemplo, se han venido creando instrumentos financieros que no figuran en forma explícita en sus balances (llamados *off-balance sheet items*, en inglés) y que obligan a los bancos a proveer liquidez en caso de crisis.

funcionamiento del mercado de capitales desde el punto de vista de los países desarrollados no garantiza que los emergentes se van a librar de *Sudden Stops*. En la medida en que los que están proveyendo seguro contra el impago sean consumidores poco sofisticados, que ven el rendimiento actual pero no los riesgos que están tomando, es muy probable que su apetito (revelado) por el riesgo caiga dramáticamente después de un episodio de impago (*default*) en el que ellos terminen pagando las consecuencias. Esto implicaría que el coste de seguro contra el impago (*default*) puede subir muy fuertemente, lo que abre la posibilidad de *Sudden Stop*.

Bibliografía

- BID (2007): *Vivir con deuda: cómo contener los riesgos del endeudamiento público*, Informe del Progreso Económico y Social de América Latina, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. (Disponible *on line*.)
- CALVO, Guillermo (2005): *Emerging Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge, MA: MIT Press.
- (2006): "Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort", *NBER Working Paper*, núm. 12778.
- (2007): "Crisis in Emerging Markets: A Global Perspective", *NBER Working Paper*, núm. 11305. Conferencia anual del Banco Central de Chile (en prensa).
- CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro y MEJÍA, Luis Felipe (2007): "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration", manuscrito, julio.
- CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro y TALVI, Ernesto (2003): "Sudden Stop, Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability Issues: Argentina's Lessons", ALEXANDER, V.; MÉLITZ, J. y VON FURSTENBERG, G. M. (eds.), *Monetary Unions and Hard Pegs*, Oxford University Press, Oxford, UK, 2003, págs. 150-181. Reproducido en CALVO (2005): Originariamente, *NBER Working Paper*, núm. 9828.
- (2006): "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises", *NBER Working Paper* 12101, March.
- CALVO, Guillermo; LEIDERMAN, Leonardo y REINHART, Carmen (1993): "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, marzo, págs. 108-151.
- CALVO, Guillermo y TALVI, Ernesto (2006): "The Resolution of Global Imbalances: Soft Landing in the North, Sudden Stop in Emerging Markets?", *Journal of Policy Modeling*, 28, págs. 605-613.
- (2007): "Current Account Surplus in Latin America: A Recipe Against Capital Market Crises", en *RGE Latin American Economist*, 18 de mayo. (Disponible *on line*.)
- CALVO, Guillermo y VÉGH, Carlos (1995): "Fighting Inflation with High Interest Rates: The Small-Open-Economy Case under Flexible Prices", *Journal of Money, Credit, and Banking*, marzo, págs. 49-66.
- DOOLEY, Michael P.; GARBER, Peter M. y FOLKERTS-LANDAU, David (2007): "The Two Crises of International Economics", *NBER Working Paper*, núm. 13197.

- DOMINGUEZ, Katherine y FRANKEL, Jeffrey (1993): "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The portfolio effect", *American Economic Review*, 83 (5).
- DORNBUSCH, Rudiger (1976): "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 84, núm. 6, págs. 1161-1176.
- EASTERLY, William (2002): *The Elusive Quest for Growth*, Cambridge, MA: MIT Press.
- EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo y PANIZZA, Ugo (2005): "The pain of original sin", en EICHENGREEN, Barry y HAUSMANN, Ricardo (editores), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*; Chicago, IL: University of Chicago Press.
- FISCHER, Stanley, (2001): "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, núm. 2, Spring, págs. 3-24.
- GARCÍA-HERRERO, Alicia; GAVILÁ, Sergio y SANTABÁRBARA, Daniel (2006): "China's Banking Reform: An Assessment of its Evolution and Possible Impact", *CESifo Economic Studies*, vol. 52, núm. 2, págs. 304-363.
- GOURINCHAS, Pierre-Olivier y REY, Hélène (2007): "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", en CLARIDA, Richard H. (editor), *G7 Current Account Imbalances*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- IZQUIERDO, Alejandro y TALVI, Ernesto (2007): "Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors", manuscript, Inter-American Development Bank.
- KUCZYNSKI, Pedro-Pablo y WILLIAMSON, John (2003): *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- MILES, David (2007): "Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices", Morgan Stanley, Global Economic Forum, June 1st (disponible *on line*).
- STIGLITZ, Joseph E. y GREENWALD, Bruce (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Raffaele Mattioli Lectures; Cambridge, UK: Cambridge University Press.