

## **MANEJO MACROECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL\***

**José De Gregorio**

En los últimos años, y más recientemente con la crisis argentina, la percepción sobre los mercados emergentes y las instituciones financieras internacionales ha cambiado sustancialmente. Este artículo revisa la forma en que se maneja la política macroeconómica en las economías emergentes, así como el papel que juegan las instituciones financieras internacionales para asegurar su estabilidad. Se discute el rol de las políticas macroeconómicas, en particular las políticas cambiarias, con argumentos fuertemente a favor de la flexibilidad cambiaria. Sin embargo, como confirma la evidencia reciente, una opción como ésta exige contar con un marco institucional que comprometa en forma creíble a mantener tasas de inflación bajas, evitando la inestabilidad de precios aun en presencia de fluctuaciones del tipo de cambio. También se analiza el rol de las instituciones financieras internacionales en un mundo de crisis cambiarias recurrentes y contagio. A pesar de que se necesita mayor transparen-

---

JOSÉ DE GREGORIO. Doctor en Economía del Massachusetts Institute of Technology (MIT). Consejero del Banco Central de Chile. Profesor Titular de la Universidad de Chile. Fue Ministro de Economía, Minería y Energía.

\* Este documento fue preparado para “The Forum Public Policy Lecture”, clase magistral dictada en la Universidad de California, Los Angeles, mayo 2002.

Traducción desde el inglés por Martín Bruggendieck.

cia, responsabilidad e independencia del Fondo Monetario Internacional, para evitar una imagen de institución que sirve principalmente a los intereses políticos de sus principales socios, y a pesar de la necesidad de mejorar los procedimientos para manejar las crisis, la mejor receta para asegurar la estabilidad está dentro del país. Una política macroeconómica sana es aquella que consigue tener tasas de inflación bajas, prudencia fiscal y un sistema financiero sólido: éstas son condiciones necesarias y casi suficientes para evitar el tipo de crisis que viene repitiéndose durante la última década. Sin embargo, se necesitan instituciones fuertes que apoyen estas políticas. El fin último de la política macroeconómica es servir de base para la prosperidad y para mejorar el bienestar de toda la población, y aquí no existen sustitutos para la estabilidad macroeconómica.

## 1. Introducción

**E**n los últimos cinco años ha cambiado la forma de ver a los mercados emergentes. También ha cambiado la forma de ver a las instituciones financieras internacionales, especialmente al Fondo Monetario Internacional (FMI). Si bien hasta 1997 (y a pesar del estallido de la crisis mexicana en el intertanto) las economías emergentes fueron las estrellas de los mercados financieros globales, hoy esas economías están luchando por volver a tiempos mejores.

Para los pesimistas, la década de los 90 fue sólo una excepción a un desempeño económico considerado como crónicamente deficiente. Para los optimistas, que no deben ser muchos, las actuales dificultades son sólo una pequeña desviación de un camino de éxitos que comenzó para numerosos países en los 1990. Como es usual, la verdad está entremedio. No hay razones para ser pesimistas, dado que economías emergentes bien manejadas tienen grandes oportunidades. Sin embargo, y como sostendré más adelante, la mayor parte de su éxito futuro descansa sobre sus propias espaldas, por lo que ellas deben concentrarse en establecer políticas e instituciones coherentes con un crecimiento a largo plazo y con la estabilidad. Una cosa que debe quedar en claro es que no hay atajos para lograrlo.

Estos temas son particularmente relevantes en el caso de América Latina, donde la gravísima crisis en Argentina, junto con severas conmociones en otras partes de la región, han conducido a una revisión general de cuáles son las políticas económicas correctas para los países en desarrollo. A nivel macroeconómico, la discusión gira en torno a las políticas fiscal y

financiera, los regímenes cambiarios y el sistema financiero internacional. Tal vez sea un buen momento para revisar el estado actual de esa discusión e identificar dónde exactamente residen las debilidades de los países en desarrollo mientras luchan por avanzar en la elusiva senda de la prosperidad.

El propósito de esta presentación es revisar el manejo macroeconómico en economías emergentes y la cooperación que presta el sistema financiero internacional para asegurar la estabilidad de dichas economías. Me centraré en tres áreas. Primero, hablaré acerca de las políticas macroeconómicas en los mercados emergentes, con especial énfasis en las políticas cambiarias. Segundo, trataré las fuentes de las crisis y su contagio y, en seguida, el papel de las organizaciones financieras internacionales y mi visión personal del papel que compete al FMI. Y, tercero, concluiré destacando el papel clave de las instituciones como complemento para el manejo macroeconómico acertado, que constituyen la base de un impulso para el crecimiento y la prosperidad.

No es éste el lugar para entrar en todos los argumentos contenidos en la rica y amplia literatura sobre la economía internacional y sobre las economías en desarrollo. Las opiniones y juicios que expreso aquí provienen de mis lecturas y trabajo de investigación, como también son fruto de mi experiencia y convicciones. Espero que esas opiniones y juicios, que surgen quizás de manera desorganizada, resulten coherentes. Esto es particularmente importante cuando se interpreta el mundo real. En el mundo real es fácil hallar economistas que formulan y proponen, sin consistencia alguna, toda suerte de ideas, con el argumento de que el mundo real es muy diferente del mundo de nuestros modelos económicos. Obviamente eso es cierto, pero no es excusa para decir incoherencias. Por mi parte, más que documentar los hechos y argumentos que fundamentan mis prescripciones e ideas, procederé a enunciar lo que espero resulten ser opiniones informadas.

Aquellos que están familiarizados con la realidad económica de Chile notarán que mi discusión está basada en gran medida en la experiencia chilena. A los que no están familiarizados con la experiencia de este país debo advertirles que aun cuando no lo diga explícitamente, Chile está en el fondo de mis argumentos. No se trata de chauvinismo, sino de la convicción de que nosotros, en Chile, tras varios experimentos para estabilizar la economía y alcanzar prosperidad, finalmente y a duras penas hemos aprendido cómo lograr la estabilidad y crear las bases del crecimiento. Claro que esto no significa que no quede nada más por hacer. En numerosas áreas

se siguen necesitando mejoramientos y en mi país la discusión gira hoy en torno a cómo asegurar un crecimiento más rápido y una mejor integración social.

## **2. Política macroeconómica en economías emergentes**

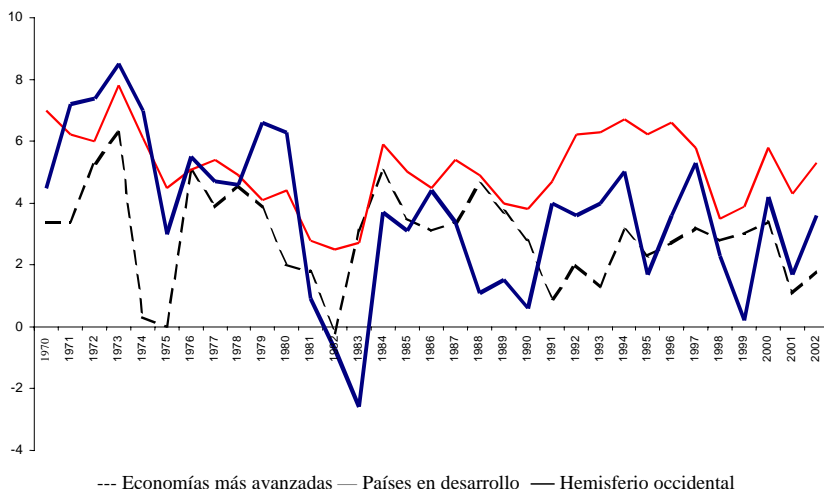
Una de las características clave de la actual economía internacional es el alto grado de integración global, tanto en el comercio como en las finanzas. En la actualidad, el capital fluye con casi entera libertad a través de las fronteras y habitualmente fracasa cualquier intento de las autoridades por restringir estos flujos. La sofisticación de los actuales mercados, la interrelación entre los mercados internos y externos y la capacidad de esos mercados para crear nuevos derivados y explotar las oportunidades de arbitraje sin poseer los activos subyacentes, hacen casi imposible que las autoridades puedan controlar los flujos de capital y evitar las variaciones extremas. Es en este mundo integrado que las autoridades económicas deben formular sus políticas. A diferencia de lo que pasaba hace 50, y aún 20 años atrás, cuando los mercados internos eran pequeños y podían ser fácilmente monitoreados y dirigidos por las autoridades de gobierno, hoy es casi imposible ejercer un control de esta naturaleza, excepto bajo circunstancias muy especiales.

La primera recomendación que hacen los que se oponen a la globalización es que deberíamos dar la espalda a la apertura financiera con el fin de evitar los riesgos de crisis y contagio. Sin embargo, cuando un estudiante sufre de jaqueca no se le cura expulsándolo del colegio. En vez de eso, se le da una aspirina o se le prescribe una combinación adecuada de trabajo y descanso. En el contexto actual, aquellos que formulan las políticas económicas ciertamente deben tomar precauciones al abrir sus economías a los mercados financieros. La secuencia de la liberalización y la estructura de las regulaciones son claves: errores en esta materia han causado crisis en el pasado. Sin embargo, la integración financiera es buena. Permite a los hogares de los países pobres suavizar su consumo adelantando consumo futuro. Permite a las empresas invertir en proyectos rentables que no podrían financiar en una economía cerrada, y en la medida en que baje el costo del capital, un número creciente de proyectos se volverán rentables en esos países. En tanto los fondos sigan fluyendo desde las economías industrializadas hacia los mercados emergentes habrá un enorme potencial de crecimiento del ingreso y de bienestar para la población.

Nuevamente, pienso que tener un buen medio ambiente económico interno es clave para que los países en desarrollo puedan sacar ventajas de la economía global y protegerse ellos mismos contra las condiciones económicas internacionales adversas. Esto no significa ignorar que la economía mundial puede afectar el desempeño económico de los países en desarrollo. En efecto, como se muestra en la Figura N° 1, el crecimiento de los países en desarrollo y de América Latina en particular está altamente correlacionado con el crecimiento del Grupo de los 7 principales países industriales. La correlación entre el crecimiento de los países en desarrollo y aquel del G7 durante el período entre 1970 y 2002 es de 0,40, siendo aún mayor cuando se considera únicamente a los principales socios comerciales. Sin embargo, en el período más reciente, caracterizado por una mayor integración pero quizás por menos *shocks* compartidos, la correlación es menor. En contraste, en el período entre 1970 y 1985 la correlación entre el crecimiento de los países en desarrollo y el crecimiento del G7 fue mucho mayor: 0,59.

Más recientemente, la desaceleración de la economía mundial, con la consiguiente caída de los precios de los *commodities*, el aumento del déficit de cuenta corriente en los E.U.A., el estallido de la burbuja accionaria, así como el aumento de los precios del petróleo, han sido todos factores importantes a la hora de explicar el deslucido rendimiento económico de aquellos países en desarrollo que no son exportadores de crudo. La cues-

FIGURA N° 1: CRECIMIENTO, MUNDO Y PAÍSES EN DESARROLLO



tión, sin embargo, no es cómo evitar el ciclo coyuntural mundial sino cómo minimizar su costo. Las economías pequeñas y abiertas siempre crecerán más lento cuando la economía mundial crezca en forma lenta, o cuando encaren relaciones de intercambio adversas, pero hay una enorme diferencia entre una desaceleración o, incluso, una recesión, y un colapso. Incluso el costo en bienestar del ciclo económico dependerá de la capacidad de las economías para ajustarse.

### 2.1. Regímenes cambiarios

El primer asunto, que no sólo ha merecido considerable atención en los mercados emergentes, sino también en Europa con el lanzamiento del euro, es aquel del régimen cambiario. En general podemos concluir que si bien no existe una receta única, hay evidencia clara para recomendar, con mayor énfasis que en el pasado, que los países adopten un régimen cambiario flexible. La reciente experiencia de Argentina y la ya no tan reciente de Asia han demostrado que la camisa de fuerza de un tipo de cambio fijo es demasiado onerosa, especialmente durante los períodos de agitación, en que no sólo colapsa el sistema cambiario sino también lo hacen los sectores fiscal y bancario. Por estricta definición, un régimen de cambio totalmente flotante no puede colapsar. Sin embargo, debemos reconocer que grandes fluctuaciones de un tipo de cambio flotante pueden implicar costos tanto para el manejo macroeconómico como para la situación financiera de los sectores bancario y corporativo, especialmente cuando los mercados financieros son poco profundos. En efecto, el argumento más extendido a favor de las tasas cambiarias fijas es el de la estabilidad. Pero el principal argumento en contra es que los regímenes de tasas cambiarias fijas son demasiado rígidos y muchas veces no son sostenibles.

El caso de Argentina, si bien extremo, ayuda a explicar los problemas de los regímenes cambiarios fijos. Después de la depreciación en Brasil en 1999 y los subsecuentes problemas de la economía internacional, Argentina se vio sometida a grandes presiones. En un mundo de flexibilidad cambiaria la solución habría sido muy simple: bastaba con dejar que se depreciara la moneda. Seguramente una depreciación en Argentina habría tenido consecuencias negativas para la situación externa de Brasil, pero mirado en retrospectiva queda claro que la región estaría mejor de lo que está en estos momentos. Además, con una política monetaria realmente comprometida con la meta de inflación baja, se habría depreciado la tasa de cambio real. Si hubiera habido un aumento de la inflación, la política mone-

taria podría haber sido ajustada. De esta forma la economía habría ganado en competitividad y luego podría haber vuelto a crecer.

Por contraste, bajo un régimen cambiario fijo, el único mecanismo disponible con qué recuperar la competitividad era mantener la inflación doméstica por debajo de la tasa de inflación internacional durante un período prolongado. Los problemas de Argentina se vieron agravados por la fortaleza del dólar norteamericano, en relación al cual se había fijado el peso. En un mundo de precios rígidos, los costos recesivos de tal estrategia son altos y en ocasiones imposibles de sobrellevar.

Otra opción es evitar la depreciación real mediante ganancias en productividad, las que se logran con una mayor estabilidad y a través de reformas; medidas todas que usualmente acompañan a la fijación del tipo de cambio. Las desregulaciones, las privatizaciones, la apertura al comercio internacional y al ingreso de capitales, así como la consolidación fiscal, entre otras cosas, permiten a un país enfrentar un período de apreciación del tipo de cambio real sin perder competitividad. Como nos muestra la teoría propuesta por Harrod, Balassa y Samuelson, una economía con una alta tasa de productividad, especialmente en el sector de bienes transables, debe experimentar una apreciación real, de modo que en tales circunstancias no hay razón para suponer un desajuste.

Como solemos decir en América Latina, “después de la batalla todos somos generales”, y debemos reconocer que la opción inicial de Argentina, el plan de convertibilidad, tenía una justificación razonable. Incluso hubo razones de peso para proponer la dolarización de la economía como medio para comprometerse irrevocablemente con un tipo de cambio fijo. En efecto, hacia la mitad de la década de los 1990 no había señales de desajuste en la economía argentina: ésta crecía, al igual que las exportaciones. El problema surge, sin embargo, cuando los *shocks* externos demandan un ajuste de los precios relativos, el que es acompañado de un desequilibrio fiscal.

La literatura sobre regímenes de tipos de cambio óptimos ha recibido sus mayores aportes de parte de Robert Mundell. En efecto, pienso que aún hoy, a pesar de las salvedades destacadas recientemente por un número de estudiosos, el marco entregado por Mundell sigue siendo el mejor para analizar lo apropiados que puedan ser los diferentes regímenes. De acuerdo con Mundell, cuando los *shocks* a la economía provienen en mayor medida del flanco monetario, es preferible un tipo de cambio fijo. Dicho régimen aísla a la economía de los *shocks* transmitidos al resto de ella por vía de cambios en la tasa de interés y en la tasa cambiaria, cuando a ésta se le permite flotar. La teoría básica también nos dice que el principal instrumento con el cual estabilizar la economía bajo un régimen de tipo de cambio

fijo es la política fiscal. En este tipo de economía el dinero se vuelve endógeno y, por tanto, una economía con una situación fiscal débil se quedará sin políticas de estabilización para aplicar. En efecto, las transferencias fiscales a través de los estados de E.U.A. son una de las principales explicaciones del éxito de su unión monetaria, y la ausencia de transferencias de esa magnitud es una de las principales razones del escepticismo que tenemos frente al euro. Es más, una economía con una tasa cambiaria fija y una base fiscal débil corre el serio riesgo de que un *shock* desde el exterior haga subir el costo del crédito externo, deteriorando aún más la situación fiscal y dañando la actividad económica, con un riesgo serio de desestabilizar la economía.

En contraste, cuando las conmociones de una economía provienen casi completamente del lado real, la recomendación de Mundell es adoptar la flexibilidad cambiaria. Un *shock* en los términos de intercambio es la forma más común de *shock* real en economías abiertas pequeñas. Y un *shock* real que requiere una depreciación se magnifica en presencia de un tipo de cambio fijo.

Argentina, como muchos otros países que han elegido un tipo de cambio fijo, ostenta un historial de severa inestabilidad monetaria, que se suma a sus débiles instituciones monetarias; de ahí que deshacerse de la política monetaria mediante una tasa de cambio fija podría no ser la solución óptima, aunque sea la que se tiene más a mano. Sin embargo, la decisión de adoptar una tasa de cambio fija debiera tomarse con prudencia y el régimen monetario debe ser cuidadosamente diseñado, tomando en cuenta la senda futura de la política económica. Para evitar el uso de un tipo de cambio fijo con miras a evitar un colapso, hay que idear una estrategia de salida: debiera haber un movimiento en dirección a un compromiso irrevocable, como la dolarización, o en dirección a la flexibilidad cambiaria. El segundo es más difícil que se dé, debido a que es precisamente el compromiso de no abandonar la paridad cambiaria lo que hace exitosa la fijación del tipo de cambio. Por otra parte, la irrevocabilidad es un modo de lograr credibilidad, pero es también la principal desventaja de tener un régimen cambiario fijo.

Los argumentos que he expuesto aquí para criticar a los regímenes cambiarios fijos son precisamente los mismos que favorecen el uso de tipos de cambio flexibles. La flexibilidad vuelve más fácil un ajuste real, ya que puede materializarse a través del tipo de cambio y no a través de los precios. Los países en desarrollo tienen tasas cambiarias sumamente volátiles en comparación con los países industrializados, lo que podría indicar la necesidad de un alto grado de flexibilidad. El Cuadro N° 1 muestra la desviación estándar del tipo de cambio real efectivo, calculada mensual-



CUADRO N° 1: VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL

|              |      |            |       |              |        |
|--------------|------|------------|-------|--------------|--------|
| Noruega      | 3.62 | E.U.A.     | 10.57 | Arabia Saud. | 19.18  |
| Países Bajos | 4.01 | Filipinas  | 11.00 | Chile        | 19.83  |
| Irlanda      | 4.17 | R.U.       | 11.27 | México       | 20.49  |
| Alemania     | 4.79 | Japón      | 11.50 | Malasia      | 21.23  |
| Francia      | 4.90 | Suiza      | 11.78 | Perú         | 23.03  |
| Suecia       | 6.52 | Hong Kong  | 12.08 | Pakistán     | 26.08  |
| Finlandia    | 6.77 | Marruecos  | 12.33 | Kuwait       | 28.18  |
| Canadá       | 6.78 | Singapur   | 12.53 | Argentina    | 28.20  |
| España       | 7.11 | Nueva Zel. | 12.83 | Colombia     | 29.47  |
| Taiwán       | 7.18 | Turquía    | 13.99 | India        | 34.97  |
| Italia       | 7.22 | Brasil     | 14.04 | Venezuela    | 35.53  |
| Grecia       | 8.57 | Bélgica    | 14.20 | Ecuador      | 44.37  |
| Dinamarca    | 8.81 | Sudáfrica  | 14.43 | Indonesia    | 46.33  |
| Austria      | 9.16 | Korea      | 16.79 | Portugal     | 69.88  |
| Australia    | 9.52 | Tailandia  | 17.44 | Nigeria      | 140.65 |

*Fuente:* JP Morgan.

mente por JP Morgan para el grupo de países para los que reportan datos. Desde luego, este cálculo pasa por alto el origen de las tendencias de la tasa de cambio real y en particular si su fluctuación resulta de cambios en los fundamentos o si es inducida por la política económica. Si bien los países en desarrollo habitualmente han manejado sus tipos de cambio con miras a evitar la volatilidad, los antecedentes muestran que la variación de las tasas de cambio es más alta en la mayoría de las economías desarrolladas. He evitado aquí aspectos técnicos, como, por ejemplo, si acaso las series de tipos cambiarios tienen una raíz unitaria, pero las variaciones de las primeras diferencias siguen los mismos patrones.

En seguida trataré el potencial impacto inflacionario de un régimen cambiario flexible. Pero antes debo señalar que, en orden a implementar un régimen cambiario flexible, son necesarias algunas condiciones previas.

Primero, si las personas han de confiar en una divisa que flota libremente, deberá existir la expectativa creíble de una baja inflación. Un tipo de cambio fijo provee una simple ancla nominal, que no tiene una contraparte directa en un régimen flexible. Por esta razón es útil ofrecer, en un régimen flexible, una buena ancla alternativa para las expectativas inflacionarias. Una meta inflacionaria creíble como base para la conducción de la política monetaria ofrece esta ancla. Además, con el fin de evitar presiones a favor del financiamiento monetario del presupuesto gubernamental, así como de otras interferencias con una política monetaria prudente, una sóli-

da posición fiscal y un banco central independiente, que aplica una política monetaria con baja inflación como su principal objetivo, son dos de los principales ingredientes para lograr un éxito razonable con flotación.

Las autoridades siempre se sienten tentadas a intervenir en los mercados cambiarios cuando esos mercados fluctúan en exceso y, en efecto, hay situaciones excepcionales que ameritan una intervención. Pero para evitar la adicción a la intervención, las reglas de la intervención deben ser transparentes, dadas a publicidad con mínima demora y se debe entregar una explicación razonable para cualquier intervención. Por ejemplo, Brasil y Chile intervinieron en la segunda mitad de 2001 debido a que la crisis argentina volvía las tasas de cambio extremadamente volátiles. Una observación casual indica que la intervención proporcionó un ancla a una situación de otro modo extremadamente inestable, y las intervenciones fueron transparentes y limitadas en el tiempo, y por eso excepcionales.

## 2.2. Temor a la inflación y flotación

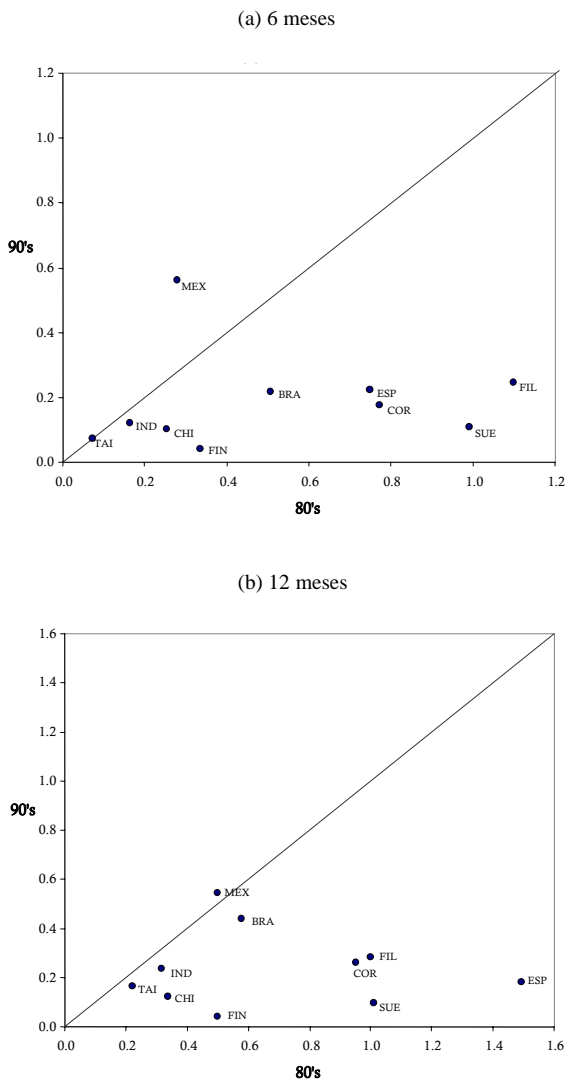
La principal razón por la que hay reticencia a adoptar un régimen de tipo de cambio totalmente flotante es el riesgo de que en algún momento se lo tendrá que abandonar en orden a controlar la inflación, o de que habrá que atenerse a una política monetaria muy restrictiva en el caso de una gran depreciación. Esta preocupación resulta comprensible dada la alta volatilidad de los tipos de cambio observada bajo regímenes flexibles, especialmente en economías emergentes. Si a esta preocupación se suma la necesidad de combatir una inflación crónicamente elevada, la flotación podría ser vista con temor.

La razón de esta visión escéptica es que una devaluación de la divisa conducirá a un *shock* en los precios y, desde ahí y vía indexación u otro mecanismo propagador, a una elevada y persistente inflación. La visión clásica, basada en la noción de paridad del poder adquisitivo (PPA), sostiene que todos los cambios de la tasa cambiaria debieran traducirse uno a uno en cambios de precios. Desde luego, y como debería quedar claro a partir de la discusión anterior, esto es una exageración, aunque todavía constituye una importante advertencia al permitir las fluctuaciones del tipo de cambio.

Sin embargo, la experiencia ha demostrado no sólo el fracaso de la PPA como directriz de política económica, sino también que es bajo el coeficiente de traspaso real de cambios en el tipo de cambio a inflación. En efecto, el coeficiente de traspaso parece haber declinado en los decenios recientes. Sin duda, debe haber alguna razón económica más fundamental para explicar este fenómeno que sólo aquella del transcurso del tiempo.

La Figura N° 2 muestra los coeficientes de traspaso a los 6 meses y un año después de la depreciación para una muestra de países que experimentaron grandes devaluaciones en las décadas de los 1980 y 1990. El coeficiente se calcula como la razón de la depreciación acumulada (frente al dólar estadounidense) respecto a la inflación acumulada en el mismo

FIGURA N° 2: DEPRECIACIÓN DEL COEFICIENTE DE TRASPASO



período. Para todos estos países, siendo México la única excepción, el coeficiente de traspaso de la depreciación a los precios fue mucho más pequeño en los años noventa que en los ochenta.

Algunas investigaciones recientes han intentado explicar este bajo coeficiente de traspaso. Mi propia preocupación se origina en la experiencia que recogí en el Departamento Europeo del FMI, donde me tocó presenciar directamente la crisis que en 1992 sufrió el sistema monetario europeo. En esa época muchos afirmaron que el abandono del mecanismo de tipo de cambio sería un desastre desde el punto de vista del control de la inflación. Ese desastre, sin embargo, no sobrevino. Al interior de los círculos académicos, el estudio de este tema comenzó con la observación de que la depreciación del dólar estadounidense en los 1980 no se tradujo en una elevada inflación en los E.U.A. El primer sospechoso fueron los precios de los no transables, que no encaran el arbitraje internacional y por ello están mucho menos vinculados con los precios internacionales que los precios de los bienes transables. La evidencia demuestra, sin embargo, que incluso los precios de los bienes de importación reflejaban un bajo coeficiente de traspaso, lo que habría llevado a muchos a argumentar que los precios se fijan en moneda local, principalmente debido a la competencia imperfecta en los mercados de bienes transables —fenómeno conocido como *pricing to markets*.

La experiencia reciente con las grandes depreciaciones ha renovado el interés por el tema, particularmente en lo que corresponde a sus causas y sus implicancias de política económica. Los canales de distribución forman parte del sector de los no transables incluso para los bienes transables, y muchos otros bienes que concebimos como transables en realidad son no transables. Ambos hechos sustentan la noción de que los no transables son en realidad una fracción mucho mayor del total que aquel 50 por ciento aproximado que usamos como referencia al observar la composición sectorial del producto. Tal vez hasta tres cuartas partes del producto interno están en realidad configuradas por bienes no transables.

¿Pero cómo explicar los cambios en el tiempo, y cuáles son las implicancias para la política económica? Si más comercio significa mayor cantidad de bienes transables y más competencia implica un mayor coeficiente de traspaso, la autoridad económica que es renuente a la inestabilidad podría concluir que limitar el comercio sería una solución para limitar los efectos inflacionarios de las variaciones del tipo de cambio. Pienso, sin embargo, que sucede justamente lo contrario y, más aún, que la globalización pudo haber ayudado a reducir el coeficiente de traspaso. En un mundo más integrado hay una mayor diversidad de ofertantes que proceden de

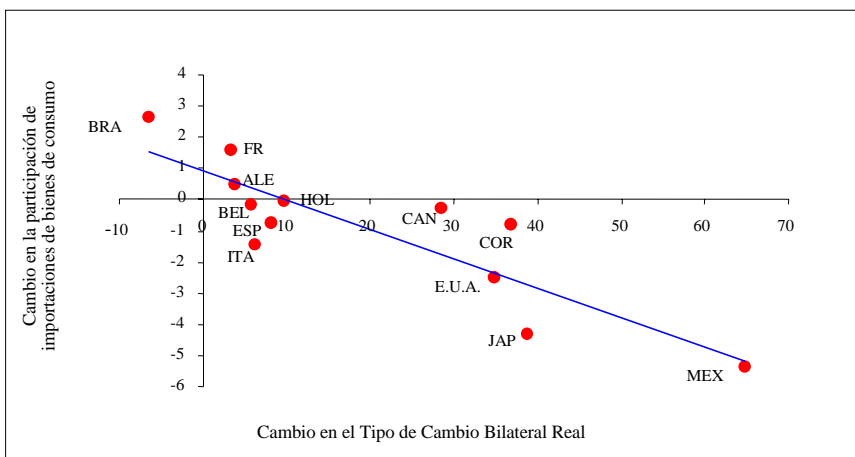
lugares más baratos, y eso permite que una reasignación del consumo obtenga ventajas de cambios en los precios relativos en los mercados mundiales. Un mayor intercambio comercial también permite una mayor variedad en términos de calidad de los productos, todo lo cual reduce las consecuencias inflacionarias de las devaluaciones. Por esto es bastante plausible que un mayor comercio alrededor del mundo contribuya a que los cambios en los tipos de cambio nominales surtan efectos duraderos sobre el tipo de cambio real.

La Figura N° 3 muestra los cambios del origen de las importaciones de bienes de consumo en Chile desde que comenzó a depreciarse el tipo de cambio real en 1998. Dicha figura muestra claramente un aumento de la participación en las importaciones de países cuya depreciación real fue la más baja.

Sin embargo, la política macroeconómica necesariamente debió jugar un papel aquí. Aun cuando tengamos suficiente evidencia empírica para resolver esta cuestión, podemos explorar algunos factores de política económica que tal vez nos ayuden a comprender el bajo coeficiente de traspaso.

El primero es la inflación, que fue siempre baja y que se puede esperar razonablemente que seguirá baja en el futuro. Tal vez la experiencia europea con los EMS en la crisis de 1992 sea el mejor ejemplo. Aquellos

FIGURA N° 3: CAMBIO EN LA PARTICIPACIÓN DE IMPORTACIONES, CHILE 1998-2001



Fuente: Banco Central de Chile.

países cuyas divisas se devaluaron agudamente tenían una inflación baja al inicio de este proceso. Si es costoso cambiar los precios y costosas son las renegociaciones salariales, la expectativa de que la inflación seguirá siendo baja puede aumentar los costos de cambiar los precios, por lo que aquellos que fijan los precios podrían preferir esperar. Cuando la inflación no se acelera, esas expectativas son plenamente fundadas, impidiendo alzas de precios.

El segundo factor es la flexibilidad cambiaria misma: si, después de un colapso del tipo de cambio, se lo vuelve a fijar, tal vez en un nivel muy depreciado, las expectativas estarán acotadas por debajo. Esto es, los mercados esperarán que la divisa se devalúe todavía más y, por tanto, será razonable ajustar los precios a lo menos a esa nueva tasa. En contraste, si el régimen cambiario que sigue a esa devaluación es flexible, la expectativa de que la divisa sobreerreaccione impedirá un marcado aumento de los precios. En efecto, lo que afecta a la inflación no es el nivel actual, sino toda la trayectoria actual y futura del tipo de cambio. Las variaciones del tipo de cambio son estructuralmente menos persistentes bajo un régimen de flexibilidad cambiaria que bajo un régimen fijo, de modo que deberíamos esperar un coeficiente de traspaso más bajo en los primeros.

Algunos países no han sufrido crisis cambiarias y han sido capaces de alcanzar bajas inflaciones a pesar de grandes depreciaciones. Mis casos favoritos son Australia y Nueva Zelanda y, claro, más recientemente, el de Chile. Después de la crisis asiática se devaluaron sustancialmente las monedas de Australia y Nueva Zelanda. Si bien la respuesta no fue la misma en ambos países (Nueva Zelanda ajustó su política monetaria mientras que la política seguida por Australia casi no fue alterada), el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación fue muy pequeño. Ambos países tienen un régimen cambiario flexible, con intervenciones esporádicas en el caso de Australia, y una meta inflacionaria creíble como directriz de su política monetaria.

Como ya dije anteriormente, la intervención puede ser excepcional, pero podría justificarse cuando acontece una devaluación de la divisa que no esté alineada con los fundamentos, en cuyo caso hay buenas razones para pensar que una depreciación excesiva pudiera traducirse en precios más altos y aumento de la inflación. Dado que la intervención no esterilizada puede ser inefectiva, un aumento de la inflación puede requerir de una defensa más decidida en la forma de un aumento de las tasas de interés, con un costo en términos de producto, aunque con un beneficio a mayor plazo en términos de estabilidad. Una postura decididamente antiinflacionaria puede ser de especial ayuda para reafirmar la credibilidad en períodos de

gran turbulencia. Hay aquí una clara tensión en un régimen de flexibilidad cambiaria; esto es, si acaso resulta o no conveniente luchar contra las fluctuaciones del tipo de cambio que no se encuentran alineadas con los fundamentos, porque ellas inducirán inflación. El problema es que no hay forma de saber con certeza cuáles fluctuaciones constituyen fundamentos y cuáles no, especialmente dado que los *shocks* de corto plazo pueden causar grandes variaciones del tipo de cambio. Es tentador controlar la inflación jugando con el tipo de cambio, pero se trata de un juego extremadamente peligroso que debiera evitarse. Por este motivo, cabe reiterar que las intervenciones deberían ser muy excepcionales, bien fundadas, transparentes y de plazo limitado.

### 2.3. Política fiscal

La política fiscal trata de la provisión eficiente de bienes públicos. En los países en desarrollo esto incluye —de manera muy importante— la lucha contra la pobreza y la promoción de la integración social. Hemos aprendido bastante acerca de las distorsiones tributarias, la importancia de la estabilidad de la carga tributaria en el tiempo y varios otros principios de las finanzas públicas que son claves para un correcto manejo de la política fiscal. También sabemos acerca de las implicancias a largo plazo de los gastos gubernamentales productivos e improductivos.

Sin embargo, la política fiscal tiene a su vez un impacto macroeconómico en el corto plazo y éste ha estado en el centro de numerosas crisis. Ha sido extensamente documentado que la política fiscal de los países latinoamericanos es muy procíclica, es decir, expansionista en períodos de *boom* y contractiva durante las recesiones. Esto se podría deber a que la política fiscal es lo que genera el ciclo económico; de acuerdo con esta visión, lo que se requiere es implementar una política fiscal anticíclica. Sin embargo, la experiencia muestra que a menudo las recesiones se han iniciado antes del ajuste fiscal y por este motivo, si bien el ajuste pudo haber magnificado el ciclo económico, es improbable que lo haya causado.

La razón del comportamiento procíclico de la política fiscal tiene más que ver con la capacidad de los países de endeudarse y de prestar libremente durante el ciclo económico. La presencia de limitaciones al endeudamiento puede deberse a la falta de credibilidad en la capacidad de las autoridades fiscales para llevar adelante una política fiscal sostenible; de ahí que el ajuste fiscal durante las recesiones pueda ser la única opción viable para restablecer la estabilidad. Ésta puede ser la razón de que

durante la crisis asiática la política fiscal pudo parecer demasiado ajustada dadas las condiciones internas.

Una solución simple para este problema sería que las instituciones financieras internacionales actúen como prestadores residuales, permitiendo a la economía evitar ajustes extremos durante las recesiones. Sin embargo, esta solución no encara la razón fundamental de la prociclicidad, que no es la limitación de la capacidad de obtención de préstamos en sí, sino la causa subyacente de la limitación, que tiene que ver con la sostenibilidad de la política fiscal. Si debido al deterioro de la calidad crediticia los mercados no están dispuestos a prestar, no hay motivo para que las agencias oficiales presten en ausencia de un conjunto claro de políticas que contribuyan a la estabilidad; de otro modo, la concesión oficial de préstamos introducirá riesgo moral. En vez de actuar como prestador de última instancia, las instituciones financieras internacionales prestarían a la primera señal de problemas, cosa que sabrían las autoridades, lo que induciría una falta de disciplina en el manejo de las finanzas públicas.

Para las autoridades económicas y los políticos de los países en desarrollo, el hecho de que no puedan aplicar una política fiscal “adulta” que sea anticíclica, constituye una fuente de frustración en vista de que sus pares de numerosos países industriales sí pueden hacerlo. También es doloroso tener que reducir el gasto social y el apoyo a los pobres —y muchas veces ésta es la única herramienta a mano— precisamente cuando la economía se encuentra en la parte más baja del ciclo. Para superar ese problema, los países deben lograr estabilidad y reputación, cosa que toma tiempo. No podemos olvidar que en el centro de los problemas económicos de las economías emergentes se halla el hecho de que su posición fiscal generalmente es débil. Esto casi siempre ha sido del caso en América Latina.

También es importante que nosotros tengamos presente que, en una primera aproximación, la política fiscal es inefectiva cuando hay movimientos de capital y tipos de cambio flexibles. La presión al alza sobre las tasas de interés genera una apreciación de la moneda y una caída de la inversión, de modo que esta última es desplazada por la expansión fiscal.

En mi perspectiva, dada la tradicional debilidad fiscal de las economías en desarrollo, se requiere aplicar algunos criterios generales si éstas han de ejecutar una política fiscal efectiva. Pienso que esos criterios han sido aplicados de modo exitoso en el manejo de la política fiscal en Chile.

Primero, la posición fiscal debería ser en promedio más conservadora en los países en desarrollo que en sus pares industrializados. Pienso que es útil mantener un pequeño superávit fiscal. Los *shocks*, en particular aquellos contra las finanzas públicas, son mucho más fuertes en las econo-



mías en desarrollo que en las desarrolladas, de ahí que sea recomendable mantener una mayor reserva que haga de colchón. Tal amortiguador también permite a las autoridades concentrarse en mejorar la eficiencia de los gastos más que en recortar lo que esté más a la mano a la hora de ser necesario un ajuste.

Segundo, en orden a establecer un compromiso creíble, que además pueda ser monitoreado, es útil contar con reglas. Este precepto vale no sólo en los países en desarrollo sino también en otros, siendo Europa un buen ejemplo. Una razón importante para la unión monetaria europea fue la necesidad de una consolidación fiscal, más fácil de promover al interior de un país cuando ésta es parte de una meta regional, como es la integración.

En cuanto a reglas, Chile constituye un ejemplo interesante debido a que este país ha mejorado durante el último decenio el conjunto de reglas que rigen su política fiscal. Desde 1990 a 1998, un período con crecimiento anual de 7,1 por ciento, la tarea de la política fiscal consistió en moderar el crecimiento del gasto. La regla adoptada por entonces fue que el gasto del gobierno debía crecer a una tasa inferior a aquella del PIB. Por supuesto que la discusión giraba entonces en torno a las perspectivas de crecimiento del año siguiente. Esta política, si bien prudente en términos de crecimiento del gasto, es claramente procíclica y comenzó a tener problemas durante la recesión de 1999, cuando el producto cayó en un 1 por ciento.

Durante el 2000, y en orden a establecer un claro compromiso, aunque también para permitir una mayor flexibilidad, se implementó una regla a favor de un “superávit estructural”, que es similar a un superávit ajustado cíclicamente, de un 1 por ciento del PIB. La regla consiste esencialmente en estimar el ingreso en base a la proyección a largo plazo del precio del cobre y la tasa de crecimiento potencial del producto. Este último no es un objetivo o proyección de largo plazo, sino una medida del crecimiento del año siguiente, ajustada según la capacidad utilizada. En cuanto al precio del cobre, se formó un comité de expertos para efectuar una evaluación. De modo que los parámetros básicos se fijaron sobre fundamentos técnicos, con ayuda de un panel consultor externo.

Esta regla también compromete al gobierno con el precepto de que las políticas que aumentan el gasto serán financiadas con ingresos corrientes. Dada la actual desaceleración de la economía chilena, a cerca del 3 por ciento anual, esto ha resultado en un déficit fiscal de 0,3 por ciento del PIB para 2001 y se estima la cifra correspondiente a 2002 en un 0,9 por ciento.

Si bien el carácter expansivo de la política fiscal se encuentra hoy sometido a discusión, prevalece un amplio consenso en relación a la aplicación de la regla. Esta política también ha sido bien recibida por los merca-

dos: la prima por riesgo de la deuda pública en dólares norteamericanos es de entre 100 y 200 puntos base, lejos una de las más bajas entre los mercados emergentes, con un EMBI+ de entre 600 y 1.000 puntos base.

Al final, la política fiscal es mucho más que una herramienta de estabilización, en particular dadas las condiciones para su efectividad en economías pequeñas y abiertas con tipos de cambio flexibles. Tiene que ver, principalmente, con la eficiente provisión de bienes públicos a través del tiempo.

### 3. Crisis, contagio y el FMI

El FMI fue concebido en 1944 como parte del acuerdo de Bretton Woods, bajo el cual los tipos de cambio se concebían fijos, aunque con paridades reajustables. Con una movilidad de capital internacional limitada, el FMI podía contribuir a corregir desequilibrios en las balanzas de pago movilizandando recursos hacia países con dificultades de pago, es decir, prestando a aquellos países que habían caído temporalmente en déficit de cuenta corriente y tenían problemas con su financiamiento. También era parte del papel del FMI promover la estabilidad cambiaria y mantener arreglos de tipo de cambio ordenados entre sus países asociados (que eran 29 cuando fue establecido a fines de 1945 y hoy son 183). El papel del FMI no ha cambiado desde entonces. Pero la economía del mundo ha cambiado mucho.

En particular, las crisis que hemos presenciado recientemente son muy diferentes de las típicas dificultades de balanza de pagos que sufrían los países en los 1950 y 1960. Las crisis de hoy demandan cantidades masivas de financiamiento para su solución y se extienden por todo el mundo a gran velocidad. Los tipos de cambio no son ahora fijos, sino que fluctúan marcadamente, y los mercados financieros se hallan cada vez más interconectados. El mercado anula la mayoría de los intentos de las autoridades nacionales de controlar los desplazamientos de capital. Dichos controles han operado a lo más por breves períodos de tiempo, habitualmente durante una crisis. En este mundo tan diferente, los objetivos del FMI siguen intactos, pero la estrategia apropiada para alcanzar esos objetivos ha cambiado. El FMI simplemente no posee recursos suficientes para cubrir las necesidades actuales, e incluso su capacidad para tocar la alarma cuando emergen las crisis se ve crecientemente disminuida.

¿Cuál es la naturaleza de las actuales crisis cambiarias y de contagio financiero, y cómo podemos caracterizar los orígenes y las implicancias de

las crisis recientes? ¿Cómo opera hoy en día el FMI para encarar las crisis y cómo puede desempeñar mejor ese papel? ¿En particular, qué cambios en su estructura gobernante podrían ayudarle a realizar mejor la tarea de prevenir y afrontar las crisis? La discusión aquí girará una vez más en torno a los tipos de cambio. No se trata de una obsesión de mi parte, sino que más bien emana de mi convicción de que la mayoría de las crisis son llamadas “crisis cambiarias” por una muy buena razón: tienen en su centro una paridad cambiaria insostenible, y cuando esa paridad cambia la economía puede resultar severamente dañada.

### 3.1 Sobre la naturaleza de la crisis

Los trabajos empíricos tradicionales definen a la crisis cambiaria como un repentino y agudo salto en el tipo de cambio. Dicho salto puede acontecer bajo un régimen cambiario fijo o bajo alguna forma de flotación manejada, cuando las autoridades fracasan en su intento de defender la moneda a través de tasas de interés más elevadas<sup>1</sup>. Sin embargo, el verdadero problema no surge cuando cambia el tipo de cambio, incluso abruptamente, sino más bien cuando tal cambio surte efectos disruptivos sobre la economía y, en particular, cuando gatilla una crisis bancaria o financiera. Estas crisis dobles son las realmente serias y las que deben prevenirse, para evitar un doloroso ajuste y, posiblemente, años de prolongada corrección y crecimiento lento.

La literatura sobre las crisis cambiarias ha evolucionado a lo largo de tres generaciones de modelos conceptuales. El primer modelo se basaba en la noción de que las crisis derivan de una incongruencia entre un régimen cambiario fijo y la política fiscal. Un desequilibrio en las finanzas públicas conduce, tarde o temprano, a la monetización del presupuesto. Las autoridades no son capaces de controlar los agregados monetarios domésticos cuando operan bajo un régimen de tasa cambiaria fija, porque para sostener la moneda deben comprar y vender divisa extranjera con el fin de apoyar la paridad. La creación de moneda necesaria para financiar el presupuesto conduce, acto seguido, a una declinación de las reservas de moneda extranjera. Para ponerlo en términos concretos, cuando el banco central emite pesos para cubrir el déficit presupuestario, las personas que reciben

---

<sup>1</sup> Ésta es la razón por la que muchos dirían que la flotación pura no existe, dado que la conducta habitual de la política monetaria puede influir de por sí en el comportamiento del tipo de cambio. También puede ocurrir una crisis cambiaria cuando, a pesar de que el tipo de cambio se mantiene estable, hay una gran pérdida de reservas o un marcado aumento de las tasas de interés, o ambos a la vez.

esos pesos rápidamente los cambian por dólares porque no desean tener más pesos. Pero como el banco central tiene limitadas reservas de divisas, llega el momento en que ya no puede proveer más dólares a aquellos que buscan cambiar sus pesos y, en consecuencia, no puede mantener a la moneda en su tasa fija. Los modelos teóricos muestran que el inevitable ataque contra la moneda ocurrirá antes de que las reservas caigan a cero, y cuando el ataque finalmente llega, las reservas se ven repentinamente agotadas. La historia es plausible y de hecho se encuentra en la base de muchas crisis. Y la solución es relativamente evidente: una buena receta consiste en un programa que combine un severo ajuste fiscal con una política cambiaria coherente, a cambio de préstamos extranjeros para financiar la cuenta corriente hasta que la confianza y la estabilidad se hayan restablecido.

Sin embargo, muchas crisis, especialmente algunas de las más recientes, no se han visto acompañadas por un desequilibrio fiscal manifiesto. El caso más clásico que conozco es el de Chile en 1982. El año anterior a dicha crisis, Chile tuvo un *superávit* fiscal de 2,4 por ciento del PIB. De modo similar, la mayoría de los países afectados por la crisis asiática mantenían *superávits* fiscales o *déficits* pequeños. Sin embargo, en todos estos casos también hubo un colapso financiero que obligó al gobierno a rescatar al sector bancario. De acuerdo con esta visión, la crisis se produce cuando el sector privado se da cuenta de que este rescate significa que pronto sobrevendrán los *déficits* y que éstos tendrán que ser financiados vía el impuesto inflación, ya que hay poco espacio para aumentar impuestos explícitos o reducir el gasto. En este contexto, entonces, incluso en estos casos se puede argumentar que hay una incoherencia entre la política fiscal y la política del tipo de cambio.

En cada uno de los casos recién mencionados hubo una promesa, explícita o implícita, de que el tipo de cambio permanecería fijo, o al menos estable. Y esa promesa dio pie a un problema de riesgo moral, en que el sistema bancario y el sector empresarial asumieron riesgos excesivos. Los bancos entraron tanto en un desajuste cambiario, incurriendo en obligaciones en dólares a la vez de prestar en moneda nacional, como en un desajuste de vencimientos, prestando a largo plazo y endeudándose a corto. Luego, cuando la promesa se rompió y sobrevino la devaluación, fueron a la quiebra. Así que en esta historia más elaborada surge una obligación eventual en las finanzas públicas que no aparece en las cifras presupuestarias y ello da pie a un choque entre la política fiscal y el tipo de cambio.

Esta historia está bien hasta donde vamos, pero sigue siendo incompleta en cuanto descripción de las experiencias de otros países. A raíz de la crisis cambiaria del sistema monetario europeo, en 1992, se propusieron los

llamados modelos de segunda generación. Aquí, las naciones en cuestión no tenían problemas fiscales serios, visibles u ocultos. Sus sistemas financieros eran fuertes. El problema más bien fue que la defensa de la paridad condujo a un desajuste de las monedas del sistema y a elevadas tasas de interés en algunos países, llevándolos a la recesión. El único modo de restablecer el crecimiento fue dejar partir el tipo de cambio fijo. Y mientras más tiempo un país intentara defender el tipo de cambio, tanto más costosa, en términos de crecimiento perdido, se volvía esa defensa. Es posible derivar modelos con equilibrios múltiples, en que con cierta probabilidad ocurra una crisis cambiaria. Pero tarde o temprano la realineación de la moneda es la única vía para restaurar el equilibrio al interior de este modelo. Ésta es una historia convincente, puesto que la mayoría de las crisis cambiarias efectivamente comienzan con una desaceleración, o al menos con una presunta desaceleración, de la actividad económica.

Al analizar las causas de las crisis creo que es útil pensar en términos de las restricciones presupuestarias intertemporales del país. El valor presente de las exportaciones netas del país debe igualar sus actuales obligaciones externas netas. Un aumento en el presente del déficit de cuenta corriente requerirá de una reducción del déficit en el futuro. Un país que busca generar excedentes de cuenta corriente futuros tiene, en términos amplios, dos opciones: puede crecer más lentamente, o puede ganar competitividad a través de una devaluación. Mientras más se postergue el ajuste de precios relativos, tanto mayor será la eventual depreciación. Tarde o temprano los precios relativos se ajustarán y la divisa caerá. En todos los países con crisis —Chile en 1982, México en 1994, los países asiáticos en 1997-98, Brasil en 1999 y Argentina hoy— la reversión de la cuenta corriente muestra que efectivamente se produjo dicho ajuste. Independientemente de la posición fiscal, la cuenta corriente se había vuelto insostenible: hay un límite más allá del cual no se puede sacrificar el producto, y los precios relativos tienen que ajustarse. En la medida que la paridad del tipo de cambio pierde credibilidad y aumentan las tasas de interés, los costos recesivos de mantener el tipo de cambio se vuelven insoportables. La crisis suele ser gatillada por un medio ambiente internacional desfavorable, como la caída de los términos de intercambio, o un déficit de los flujos de capital, aunque la causa subyacente es un desequilibrio, ya sea en la cuenta corriente, ya en la posición fiscal. Por esto, en la medida que aumenta el costo en términos de producto en que tendría que incurrir el país para evitar el colapso, se ve minada la credibilidad del régimen de tipo de cambio, sea cual fuere la causa original de los problemas. Tal incremento parece haber estado presente en la mayor parte de las recientes crisis cambiarias.

Sin embargo, la severidad de las crisis más recientes, en su mayoría acopladas con crisis financieras, ha llevado a muchos estudiosos a analizar otro mecanismo mediante el cual puede dispararse una crisis gemela. En las postrimerías de la crisis asiática se han desarrollado diversos modelos que buscan explicar dichas crisis como profecías autocumplidas. La idea básica de este modelo de tercera generación extrapola de la literatura sobre corridas bancarias, formalmente desarrollada en el trabajo seminal de Douglas Diamond y Philip Dybvig, y puede describirse en los siguientes términos: cuando todos los depositantes llegan a esperar una corrida bancaria en el futuro próximo, la estrategia óptima para esos depositantes es retirar sus fondos del banco en forma inmediata. Desde luego, los bancos no son capaces de reembolsar todos los depósitos a la vez y en consecuencia se derrumba el sistema bancario. De modo similar, con un tipo de cambio fijo, si todos los que poseen la moneda nacional llegan a pensar que el banco central no será capaz de convertir todo ese dinero en divisa extranjera, estallará el pánico cambiario con el consiguiente colapso del régimen cambiario fijo. Aun si el banco central posee reservas suficientes para cubrir su base monetaria, ello no basta, pues quizás el público todavía quiera convertir todos sus pasivos líquidos, o M2, en divisa extranjera.

Los mecanismos de estos modelos son muy interesantes, especialmente porque cuentan una historia coherente respecto a cómo una crisis cambiaria puede convertirse en una crisis bancaria. Sin embargo, la idea de que una crisis es pura y simplemente un fenómeno de profecía autocumplida carece de realismo, es de poca utilidad y deprimente. De ser así, entonces todos los regímenes de tipo de cambio fijo estarían sujetos a colapsar en cualquier momento. De hecho, en ninguna de las crisis monetarias del último decenio esa crisis estalló sin algún serio desequilibrio. Las crisis pueden ser gatilladas por sucesos externos, pero las economías afectadas nunca son del todo inocentes porque las crisis no son aleatorias. El contagio y mercados financieros desanclados pueden empeorar una situación de por sí mala, pero, a fin de cuentas, no hay sustituto para una política económica interna sana.

La lección verdaderamente importante de aprender a partir de estos modelos de tercera generación de las crisis de balanza de pagos es que ellas pueden golpear con una virulencia que no tiene proporción con los pecados cometidos. Una crisis de este tipo, si bien iniciada por desequilibrios internos, puede convertirse de golpe en una flagrante crisis financiera. Se vuelve necesario hallar no sólo un modo de reanudar las transacciones con el resto del mundo, sino también de restablecer toda la economía interna, y es por esta razón que los programas tradicionales del FMI son de ayuda limitada.

También es importante distinguir las crisis cambiarias de ajustes monetarios profundos pero ordenados. Podría argumentarse que la “crisis” cambiaria del Sistema Monetario Europeo en 1992, a pesar de cumplir con los criterios estándar de una crisis cambiaria, en los hechos fue tan sólo un marcado ajuste. No requirió de programas del FMI y no tuvo repercusiones macroeconómicas significativas sobre los sectores financieros de los países involucrados. Es más, las economías afectadas pronto retomaron un acelerado crecimiento y en el hecho puede decirse que la “crisis” del tipo de cambio fue el evento que revirtió una desaceleración de la actividad económica.

Otros países han experimentado recientemente ajustes del tipo de cambio que, si bien persistentes, no fueron tan abruptos. Entre los ejemplos cuentan Chile, Australia y Nueva Zelanda. En todos estos casos podemos concluir que la solidez de las bases de la economía permitió ajustes severos en los precios de los activos sin provocar una crisis, y que el ajuste fue importante para restablecer el crecimiento.

Como ya he señalado, una crisis ocurre porque se viola algún tipo de restricción presupuestaria. Podría ser un problema de liquidez, en cuyo caso la crisis guarda relación con desequilibrios de corto plazo, debidos, por ejemplo, a un repentino pero transitorio trastorno de los flujos de capital. O podría ser un problema de solvencia, en que la trayectoria presupuestaria del gobierno o del sector privado no puede sostenerse en vista de las tendencias imperantes. Cuando el sistema financiero también es débil, el ajuste se convierte en crisis.

Como hemos visto, las garantías implícitas pueden menoscabar la solvencia pública o alterar el comportamiento del sector privado, conduciendo a serios problemas de balance después del colapso del tipo de cambio, y entonces la crisis se torna más dañina. No sólo el sistema bancario sino también el sector corporativo podrían servir de vehículo para la profundización de la crisis.

Una vez más: la conclusión principal llama a favor de mantener la flexibilidad cambiaria y evitar caer en compromisos imposibles de cumplir. Acontecimientos más recientes y ciertos trabajos subrayan el papel clave de un sistema financiero saludable en la moderación de las realineaciones cambiarias —aunque, en mi opinión, Chile ya aprendió esa lección después de la crisis de 1982. Una prudente regulación del sector financiero para evitar daños producto de desalineaciones de moneda y vencimientos es esencial, pues si ya la sola crisis cambiaria es suficientemente mala, una que además involucre al sistema financiero es mucho peor.

### 3.2. Sobre el contagio

Otra característica de las crisis recientes es lo que hemos llamado contagio. Los acontecimientos en un país pueden alcanzar repercusiones nada deseables en otros países, lejanos y distantes. Por ejemplo, una crisis en Rusia podría afectar a Brasil y de allí podría extenderse sobre toda la América Latina. Para los fines de esta discusión son relevantes tres temas relacionados con el contagio. Primero, ¿se debe el contagio simplemente al comportamiento desbordante de los mercados, o proviene de interconexiones económicas reales entre los países? Segundo, ¿hay recetas de política económica que podamos ofrecer para frenar el contagio? Y tercero, ¿cuáles son las implicancias del contagio para el papel que juega el FMI?

Un aspecto interesante desde el punto de vista de la política económica es si acaso el contagio es una respuesta transitoria —aunque extrema— causada tal vez por los mercados financieros volátiles de una economía frente a acontecimientos externos, o si se arraiga en lazos más permanentes y reales entre distintas economías. Si el contagio es un fenómeno transitorio, tal vez una de las estrategias para encararlo podría ser la introducción de políticas destinadas a aislar esa economía del contagio, como, por ejemplo, controles de capital, o una defensa más decidida del tipo de cambio. Sin embargo, si el contagio es más persistente y acontece porque las economías son interdependientes como consecuencia de, por ejemplo, sus vínculos comerciales, la respuesta más apropiada sería permitir el ajuste de la economía.

Como cabría esperar, la evidencia en esta materia es mixta, aunque a mi juicio tiende a demostrar que la interdependencia es la causa. Sin duda, los resultados empíricos dependen de lo que se entienda por crisis, de cómo uno defina cuáles son los países que se encuentran en el centro del estallido y la traspasaron a los restantes, etcétera. Por otra parte, hubo casos en que los mercados a todas luces sobre-reaccionaron. El problema es que el origen de la reacción excesiva, el canal a través del cual se transmite y los modos de ponerle atajo, constituyen todas interrogantes difíciles para quienes diseñan las políticas económicas. En efecto, si una crisis se desata por la interdependencia, pero se amplifica por el mero contagio, la creencia de que las presiones sobre el mercado derivan únicamente de un contagio sin razón de ser, puede llevar a los que diseñan las políticas a reaccionar en exceso y eso puede conducir a una inestabilidad todavía mayor del mercado.

Un claro ejemplo reciente de contagio ha sido la reacción de los tipos de cambio de Brasil y Chile frente a los acontecimientos en Argentina.



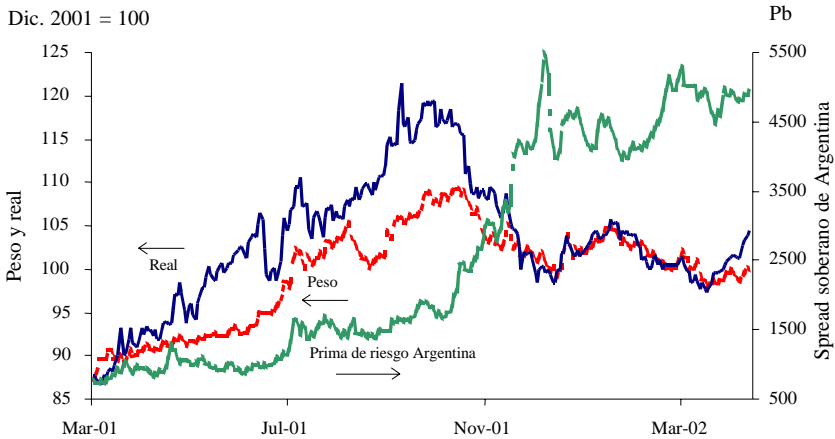
En la medida que el plan de convertibilidad argentino se vio sometido a severas presiones hacia mediados de 2001, tanto el real brasileño como el peso chileno comenzaron a debilitarse agudamente. En el caso de Chile, ese debilitamiento ocurrió a pesar del hecho de que el comercio de Chile con Argentina alcanza a lo más al 5 por ciento del PIB chileno y se espera que el efecto real de la actual crisis, si bien mucho más marcado este año que en la segunda mitad de 2001, alcance no más allá de un medio por ciento del PIB.

En efecto, la depreciación del peso chileno fue en todo sentido excesiva. Uno podría decir, acertadamente, que parte de esa depreciación tenía causas fundamentales, y que ese proceso fue acentuado por las turbulencias argentinas. Pero si la política económica hubiese permanecido pasiva frente a esa manifiesta sobre-reacción, podría haber validado una tasa de inflación más alta y una depreciación más aguda. La economía de Chile estaba en ese momento en proceso de desaceleración y de ahí que el ajuste de la política monetaria no constituía una opción razonable. Más aún, este año, después de que los mercados se calmaron, las tasas de interés fueron reducidas en 250 puntos base. Como señalé anteriormente, la respuesta de tanto Brasil como Chile fue de intervención limitada, que a fin de cuentas resultó provechosa para sus respectivos bancos centrales.

Este caso ilustra que a menudo es difícil hallar contagio en los datos. El colapso argentino se produjo en diciembre de 2001, pero el contagio había comenzado unos seis meses antes, y, de hecho, los mercados se calmaron después de la debacle, por cuanto desapareció la incertidumbre. Si bien incluso una mirada sólo superficial revelaba la presencia de contagio, pienso que un econometrista tendría que esforzarse bastante para demostrarlo estadísticamente.

La segunda interrogante es si acaso existen políticas de prevención que puedan aminorar los efectos del contagio, sea cual fuere su origen. Con Rodrigo Valdés analizamos el contagio durante la crisis de la deuda latinoamericana de 1982, la crisis mexicana de 1994 y la crisis asiática de 1997. Uno de los primeros puntos que exploramos fue si acaso las condiciones macroeconómicas iniciales pesan sobre el grado de presión de los mercados que enfrenta un país al iniciarse una crisis. En congruencia con la literatura sobre pronósticos de crisis, hallamos que la respuesta es afirmativa. En particular, la sobrevaluación del tipo de cambio, el déficit en la cuenta corriente y el déficit presupuestario son todos factores que explican el grado de severidad de una crisis surgida de contagio. De ahí que los fundamentos sean importantes determinantes de las repercusiones de una crisis externa sobre la economía nacional. También encontramos que los vínculos

FIGURA N° 4: CONTAGIO, ARGENTINA, BRASIL Y CHILE



más importantes eran aquellos entre países dentro de una determinada región, más que aquellos entre socios comerciales. Otro hallazgo importante es que las estimaciones variaban significativamente de crisis en crisis. El contagio no es un fenómeno peculiar de la era de la globalización de los 1990, pues también se observó durante la crisis de endeudamiento de 1982.

A su vez examinamos cuáles políticas fueron útiles para reducir la severidad de una crisis surgida de contagio. Analizamos, en particular, los efectos del régimen cambiario, la presencia o ausencia de controles de capital y la estructura de la deuda externa. Vimos que los controles del capital no tenían impacto sobre el contagio, pero que la flexibilidad cambiaria y un elevado porcentaje de deuda externa de largo plazo del total de dicha deuda reducían el alcance de una crisis inducida por contagio, cuando el contagio se mide por los indicadores de riesgo soberano. Concluimos que la vulnerabilidad de un país y, en consecuencia, la visión de los mercados de dicha vulnerabilidad, se podía disminuir adoptando un régimen cambiario más flexible y extendiendo el plazo promedio de la deuda externa.

Debe tenerse cuidado al examinar los controles de capital. Si bien nuestro análisis empírico pone en entredicho la efectividad de los controles, ello podría deberse a que esos controles a menudo han sido mal empleados. Sin embargo, en otras ocasiones han servido como sustituto de una regulación prudencial, por ejemplo, para inducir una igualación de activos y

pasivos deseable para el sistema financiero, más que como instrumentos para manejar el ingreso o la salida de capital. Por cierto que en la medida que se desarrollan las instituciones económicas, la regulación prudencial directa constituye una mejor alternativa que los controles de capital.

Así es como nuestros resultados apoyan la visión de que las políticas económicas y las condiciones iniciales son importantes para la extensión del contagio. Las crisis no son ni eventos aleatorios ni profecías autocumplidas, sino que tienen su origen en problemas en los fundamentos de cada economía. Sin embargo, esos problemas pueden verse exacerbados por reacciones volátiles de los mercados: las diferencias en los fundamentos no explican todas las variaciones entre países y es probable que las reacciones violentas y extremas de los mercados expliquen las crisis y la forma cómo éstas se extienden.

Finalmente, la existencia del contagio ha sido usada para argumentar en favor del apoyo multilateral, y por tanto tiene implicancias para el FMI y sus políticas. El temor al contagio no debiera ser una razón para el apoyo financiero de políticas económicas internas frágiles. Obviando el tamaño del país, cualquier apoyo de esta naturaleza debiera ser para países que sufren injustamente el contagio. Un buen conjunto de políticas macroeconómicas debería proveer cierto escudo protector contra el contagio, aunque no podrá aislar del todo a una economía, dada la interdependencia real. Es difícil imaginar que las instituciones financieras internacionales serán alguna vez capaces de erradicar el contagio, pues sus fondos son limitados y la mayoría de los contagios se producen porque los países son de verdad interdependientes.

### 3.3. Sobre el papel del FMI

Permítanme ahora entrar en el papel más vasto del FMI. Las discusiones sobre la reforma del sistema financiero internacional habitualmente se han centrado en prevenir crisis grandes, como aquellas de México, Asia y, ahora, Argentina. Sin embargo, es preciso comenzar por reconocer que por cada crisis mayor en que se ve involucrado el FMI hay numerosos programas menores de la institución, dirigidos a hacer frente a los problemas individuales de los países en una escala menor. No menos de 87 países han suscrito a lo menos un programa del Fondo en un momento u otro desde 1990 en adelante; el Cuadro N° 2 nos entrega la lista completa. Muchos de estos programas han sido diseñados para tratar con los ya muy familiares desequilibrios de balanza de pagos, y sospecho que muchos de

ellos fueron un medio para obtener apoyo técnico externo para el manejo macroeconómico. Los programas del FMI han durado, en promedio, 2,7 años, y algunos países han tenido programas con una duración de hasta 5 años.

No discutiré aquí la abundante literatura sobre la efectividad de los programas del FMI. Como siempre, hay evidencias para acomodar todo tipo de presunciones posibles. Algunos de estos programas fueron claramente exitosos, otros fracasaron y aún otros contribuyeron a restablecer la estabilidad, aunque el aporte verdadero al rendimiento económico provino de políticas y reformas económicas implementadas por los propios países. Se pueden evocar numerosos casos en que los programas fueron usados para posponer ajustes profundos, aunque tal vez una alternativa mejor habría sido dejar que el respectivo país hiciera el ajuste por su cuenta. En la actual discusión en torno al caso de Argentina y, previamente, aquel de Rusia, muchos observadores han señalado de modo enérgico y convincente que se dio demasiado apoyo por demasiado tiempo. Esto es difícil de juzgar, pues no podemos conocer el caso contrario, es decir, qué habría ocurrido si el FMI no hubiese intervenido. Supongo que si no lo hubiera hecho, algunos economistas dirían ahora que la causa de los problemas yacía en la falta de apoyo del FMI.

Tras esta preocupación hay un asunto más profundo y más abstracto: ¿acaso la presencia misma del FMI genera riesgo moral? Una visión es que los gobiernos se conducen de forma temeraria porque saben que el FMI probablemente los rescatará de una crisis. Una versión extrema de esta perspectiva es que el FMI debiera ser abolido porque induce malas políticas alrededor del mundo. Particular preocupación generan aquellos países que son considerados como “demasiado grandes como para fallar” o “políticamente demasiado importantes como para fallar”. Mi visión es que si bien pueden existir algunos problemas de riesgo moral, especialmente en vísperas de una crisis, esa preocupación es profundamente exagerada. Habitualmente, el primer efecto de una crisis es la remoción del ministro de hacienda y, si la crisis es de envergadura mayor, incluso puede caer el gobierno mismo. De modo que aunque el país sea rescatado, los líderes que tomaron las decisiones erradas casi nunca suelen serlo. La crisis también golpea a aquellos grupos de interés que apoyan al gobierno. De modo, entonces, que es difícil afirmar que la probabilidad de un apoyo de emergencia ofrecido durante una crisis inducirá a un gobierno a elegir esta costosa opción.

El verdadero papel y el comportamiento del FMI son un tema vasto. De ahí que más que intentar analizar todos los elementos que debiera incorporar una política exitosa del FMI, me centraré en dos. El primero es la

CUADRO N° 2: PROGRAMAS DEL FMI EN LOS 1990

| País                 | Inicio   | Término  | País                  | Inicio   | Término  |
|----------------------|----------|----------|-----------------------|----------|----------|
| Albania              | 13.05.98 | 31.07.01 | Kirguisia, Rep.       | 20.07.94 | 05.12.04 |
| Algeria              | 22.05.95 | 21.05.98 | Laos, Rep. Pop. de    | 04.06.93 | 24.04.04 |
| Argentina            | 12.04.96 | 09.03.03 | Latvia, Rep.          | 24.05.96 | 19.12.02 |
| Armenia, Rep.        | 14.02.96 | 22.05.04 | Lesoto                | 23.09.96 | 08.03.04 |
| Azerbaiján           | 20.12.96 | 05.07.04 | Lituania, Rep.        | 24.10.94 | 29.03.03 |
| Benin                | 28.08.96 | 16.07.03 | Macedonia             | 11.04.97 | 28.11.03 |
| Bolivia              | 19.12.94 | 07.06.02 | Madagascar            | 27.11.96 | 29.02.04 |
| Bosnia y Herzegovina | 29.05.98 | 29.05.01 | Malawi                | 18.10.95 | 20.12.03 |
| Brasil               | 02.12.98 | 13.12.02 | Mali                  | 10.04.96 | 05.08.03 |
| Bulgaria             | 19.07.96 | 26.02.04 | Mauritania            | 25.01.95 | 20.07.02 |
| Burkina Faso         | 14.06.96 | 09.09.02 | México                | 01.02.95 | 30.11.00 |
| Camboya              | 06.05.94 | 28.02.03 | Moldavia, Rep.        | 20.05.96 | 20.12.03 |
| Camerún              | 20.08.97 | 20.12.03 | Mongolia              | 30.07.97 | 27.09.04 |
| Cabo Verde           | 20.02.98 | 15.03.00 | Mozambique            | 21.06.96 | 27.06.02 |
| (Rep.) Centrafricana | 20.07.98 | 19.01.02 | Nicaragua             | 24.06.94 | 17.03.02 |
| Chad                 | 01.09.95 | 06.01.03 | Níger                 | 12.06.96 | 21.12.03 |
| Colombia             | 20.12.99 | 19.12.02 | Nigeria               | 04.08.01 | 03.08.01 |
| Congo, Rep. del      | 28.06.96 | 27.06.99 | Pakistán              | 13.12.95 | 05.12.04 |
| Corea                | 04.12.97 | 03.12.00 | Panamá                | 29.11.95 | 29.03.02 |
| Costa Rica           | 29.11.95 | 28.02.97 | Papua Nueva Guinea    | 14.07.95 | 28.05.01 |
| Costa de Marfil      | 11.03.94 | 27.03.05 | Perú                  | 01.07.96 | 29.02.04 |
| Croacia              | 12.03.97 | 18.05.02 | Ruanda                | 24.06.98 | 30.04.02 |
| Djibuti              | 15.04.96 | 17.10.02 | Rumania               | 11.05.94 | 29.04.03 |
| Ecuador              | 19.04.00 | 18.04.01 | Rusia, Federación     | 26.06.96 | 27.12.00 |
| Egipto               | 11.10.96 | 30.09.98 | Santo Tomé y Príncipe | 28.04.00 | 27.04.03 |
| El Salvador          | 28.02.97 | 22.02.00 | Senegal               | 29.08.94 | 19.04.02 |
| Estonia, Rep.        | 29.07.96 | 31.08.01 | Sierra Leona          | 28.03.94 | 25.09.04 |
| Etiopía              | 11.10.96 | 21.03.04 | Sri Lanka             | 20.04.01 | 19.06.02 |
| Filipinas            | 24.06.94 | 31.03.00 | Tailandia             | 20.08.97 | 19.06.00 |
| Gabón                | 08.11.95 | 22.04.02 | Tajikistán, Rep.      | 24.06.98 | 23.06.01 |
| Gambia               | 29.06.98 | 28.06.01 | Tanzania              | 08.11.96 | 03.04.03 |
| Georgia              | 28.02.96 | 11.01.04 | Togo                  | 16.09.94 | 29.06.98 |
| Ghana                | 30.06.95 | 30.11.02 | Turquía               | 22.12.99 | 31.12.04 |
| Guinea               | 13.01.97 | 01.05.04 | Ucrania               | 10.05.96 | 03.09.02 |
| Guinea Bissau        | 18.01.95 | 14.12.03 | Uganda                | 06.09.94 | 31.03.01 |
| Guyana               | 20.07.94 | 14.07.01 | Uruguay               | 01.03.96 | 31.03.02 |
| Haití                | 18.10.96 | 17.10.99 | Uzbequistán           | 18.12.95 | 17.03.97 |
| Honduras             | 24.07.92 | 31.12.02 | Venezuela             | 12.07.96 | 11.07.97 |
| Hungría              | 15.03.96 | 14.02.98 | Vietnam               | 11.11.94 | 12.04.04 |
| Indonesia            | 05.11.97 | 31.12.03 | Yemen, Rep. de        | 20.03.96 | 28.10.01 |
| Jordania             | 09.02.96 | 14.04.02 | Yugoslavia, R. Fed.   | 11.06.01 | 31.05.02 |
| Kazakstán, Rep.      | 17.07.96 | 12.12.02 | Zambia                | 06.12.95 | 28.03.03 |
| Kenia                | 26.04.96 | 03.07.03 | Zimbabwe              | 01.06.98 | 01.10.00 |

organización del FMI, y el segundo gira en torno a proposiciones específicas para prevenir y manejar las crisis.

La pregunta inicial relativa a cualquier intervención del FMI es aquella que más parece de Perogrullo: ¿fue exactamente la cantidad correcta en el momento correcto? Siempre habrá desacuerdos al respecto en cualquier caso en particular, aunque las posibilidades de llegar a alguna forma de consenso serán mayores si el FMI cuenta con los elementos necesarios para una buena evaluación de sus propias intervenciones después de los sucesos. Y aquí la recomendación específica es muy simple: transparencia.

En diversos países del mundo, la política económica y, en particular, la política monetaria, se ha desplazado en dirección a una mayor transparencia. Desde luego, hay razones poderosas para la transparencia basadas en los principios democráticos, aunque esa transparencia también es valiosa desde el punto de vista de la eficiencia. Quienes formulan las políticas económicas posiblemente se esfuerzan más cuando sus decisiones deben ser explicadas ante la opinión pública. Dada la sensibilidad de los mercados financieros y debido a la naturaleza misma de las decisiones que deben tomarse, se necesita de cierto cuidado en la medida que aumenta la transparencia y en la medida que se van acortando los plazos en que se debe entregar la información. El problema es que una total transparencia puede llevar a un exceso de conservadurismo e, incluso, a la inacción. Cuando la opción está entre asumir riesgos y mantener el statu quo, y cuando el primero debe ser justificado en gran detalle bajo un severo escrutinio, el segundo a menudo parece más fácil y más conveniente.

Así como los países han incrementado la transparencia de sus políticas públicas, también el FMI ha dado importantes pasos en esa dirección, cosa que debiera seguir haciendo. Actualmente ya se hacen públicos documentos que solían ser confidenciales, como aquellos que detallan los acontecimientos económicos recientes (REDs) en sus países asociados, al igual que resúmenes y minutas de las discusiones del directorio. Pero se puede hacer aún más, especialmente en cuanto a la publicidad de documentos de políticas relevantes, como los “Staff Reports”. El problema aquí es que esos documentos son elaborados por el personal técnico y no constituyen una declaración oficial del directorio. Al igual que en cualquier empresa privada, o, más aún, en toda institución que delega adecuadamente la autoridad, la responsabilidad final es del directorio y no de los funcionarios. Pienso que los informes del FMI debieran ser dados a publicidad con aprobación del directorio, acompañados de precisiones efectuadas por directores individuales, cuando sea necesario. Dado que los mercados pueden sobre reac-

cionar, se podrían entregar estos informes con una razonable demora, especialmente cuando se trata de países suscritos a programas del Fondo.

Otro aspecto en que han avanzado los países del mundo es en conferir mayor independencia a determinadas instituciones públicas, especialmente en la esfera de la política monetaria. Actualmente hay un amplio acuerdo en que el mejor modo de asegurar que una política monetaria esté orientada hacia la estabilidad de los precios, contribuyendo así a la prosperidad, es tener un banco central independiente. Esto minimiza las presiones políticas ineficientes sobre la política monetaria y coloca restricciones adecuadas sobre la política fiscal. En consideración a este hecho, sorprende que este principio no haya sido todavía aplicado en el propio FMI.

Hace un par de años, Barry Eichengreen, Takatoshi Ito, Charles Wyplosz y este autor propusimos que el FMI fuera hecho realmente independiente y transparente. Dijimos que la actual estructura del FMI plantea serios problemas del tipo agente-principal. El personal del Fondo a menudo desborda al directorio y su capacidad para fijar la agenda de la institución es enorme. Además —y esto tal vez sea aún más importante—, las decisiones a menudo son impulsadas por agendas nacionales más que por el objetivo de la estabilidad global. Un trabajo reciente de Robert Barro y Jon-Wha Lee confirma que la frecuencia y dimensión de los préstamos son influenciados por factores político-económicos, como la historia de votación en las Naciones Unidas y el comercio bilateral con los principales asociados del Fondo.

Una independencia real del FMI significa elegir un directorio que represente los intereses de todos los asociados y asuma una responsabilidad real por sus decisiones. En particular, y si bien los miembros del directorio podrían seguir siendo designados por los gobiernos o grupos de gobiernos de modo proporcional a los aportes de aquellos, no deberían recibir instrucciones directas de ellos. Su mandato debería ser más bien global. Tal arreglo sería similar al de los bancos centrales que cuentan con representantes regionales, como, por ejemplo, los representantes de los *Länder* alemanes ante el Bundesbank, aunque el objetivo guarda relación con la inflación general. Esta proposición está desde luego sujeta a mayores precisiones, pero pensamos que un directorio independiente del FMI contribuiría significativamente a reducir los problemas del tipo agente-principal y a definir las responsabilidades por las decisiones del FMI de un modo más claro de lo que se las define en la actualidad.

Sin embargo, hacer realmente independiente al directorio del FMI podría resultar contraproducente si a la vez no se lo hace también más responsable (*accountable*). Las instituciones independientes que no están

obligadas a dar cuenta de sus decisiones son altamente peligrosas. Por dicho motivo debería fortalecerse la rendición de cuentas. El directorio debería responder ante los ministros de finanzas de los países asociados, ante el comité interino y ante la opinión pública en general. Y eso nos devuelve al tema de la transparencia, que, una vez más, es esencial. Pero para que haya rendición de cuentas necesitamos tener claridad respecto de quién es responsable. Según la estructura actual, no está claro acaso la responsabilidad recae en los gobiernos nacionales de los principales asociados, en los funcionarios o en el directorio. Si bien es posible practicar una buena evaluación externa, ésta es de ayuda limitada cuando se diluye la responsabilidad.

Se han sugerido varios nuevos instrumentos destinados a reducir el problema del riesgo moral. Por ejemplo, hay quienes han propuesto mantener una lista de países precalificados para obtener préstamos. Una proposición similar es aquella de una línea de crédito de contingencia, o CCL, aprobada por el directorio en 1999. Bajo el CCL, los países pueden ser aprobados para obtener una línea de crédito que puede ser usada en forma oportuna en caso de emergencia. Ambas propuestas minimizarían el problema del riesgo moral, pues los países tendrían que registrar una buena conducta para resultar elegibles. Sin embargo, una vez más, aun cuando mi visión es que el problema del riesgo moral es exagerado, estas propuestas también podrían contribuir a proteger a las economías de buena conducta en momentos de *shocks* externos severos o de contagio. Pero, aun así, este tipo de solución parece impracticable y no es extraño que hasta la fecha el CCL no haya tenido clientes.

En el caso de estas ideas hay un número de dificultades prácticas. Por ejemplo, ¿puede un país optar por no postular al CCL por temor a dar una señal de debilidad? Después de todo, ¿por qué habría de postular alguien a una línea de crédito si no piensa tener necesidad de ella? Pero supongamos que ciertos países sí postulen y sean aceptados. ¿Valdría la condicionalidad asociada con esa facilidad el beneficio que podría traer? ¿Acaso economías bien manejadas aceptarían una revisión externa anual para determinar si han cumplido las condiciones para poder mantenerse en la lista? ¿Qué ocurriría si en determinado momento un país tuviera que ser removido de la lista? ¿No podría eso de por sí precipitar una crisis? ¿Y no podría el temor a dicha crisis persuadir al directorio del FMI de no eliminar a un país de la lista, incluso si se lo merece? Claramente, los países que son los mejores candidatos para este tipo de apoyo son también aquellos para quienes la solicitud y la aceptación no serían algo seguro, debido a los costos. Por otra parte, los países que sí se beneficiarían serían aquellos



situados en el margen de vulnerabilidad, pero el beneficio sería real si, una vez en la lista, el FMI no arriesgue excluirlos en revisiones futuras, porque de lo contrario resultaría muy peligroso.

Un enfoque alternativo sería que el FMI, por propia iniciativa y sin que haya países que lo soliciten, determine cuáles países precalifican para eventuales préstamos, empezando por los Estados Unidos. Pero en cuanto materia práctica de política económica, ¿puede el FMI formular así una evaluación pública de la economía de un país cuando el país mismo no la ha solicitado? ¿Y qué si el FMI decidiera dejar a un país fuera de la lista? Eso equivaldría a una declaración implícita de que dicho país es una economía débil. Ciertamente, eso generaría importantes problemas políticos para el FMI y es el motivo de por qué no ha asumido la tarea de precalificar países.

En todo caso, ese tipo de juicios son propiamente parte del papel del sector privado. Son los organismos de clasificación de riesgo privados aquellos que supuestamente deben clasificar la deuda de un país determinado. Pero con todo lo buenas que puedan ser las agencias de clasificación en materia de clasificar empresas, su capacidad de clasificar países es bastante más dudosa, especialmente en tiempos de crisis. Hay evidencia, por ejemplo, de que las agencias clasificadoras se quedaron atrás frente a los acontecimientos en Asia: solamente una agencia bajó de categoría a Tailandia antes de la devaluación del baht. Las agencias comenzaron a degradar países masivamente luego del estallido de la crisis, medida que solamente la agravó.

En mi perspectiva, ni el FMI ni las agencias clasificadoras hacen un buen trabajo a la hora de hacer sonar la alarma cuando hay problemas en el horizonte. El Fondo cuenta con más información y mayor número de profesionales para procesar esa información, pero también tiene mayores conflictos de interés. El único paso significativo que puede darse en dirección a anticipar las crisis es fortalecer la supervisión del Fondo a través de una mayor transparencia y de la diseminación de información.

Otra característica de las crisis recientes es que los préstamos del FMI destinados a encararlas han ido aumentando de tamaño. Esto es congruente con la creciente magnitud de las crisis mismas. Sin embargo, también puede generar riesgo moral desde el punto de vista del acreedor. Los prestadores pueden decidir prestar bajo la expectativa de que el FMI vendrá una vez más al rescate. Por otra parte, el caso más reciente, aquel de Argentina, bien puede ser una advertencia en cuanto a que los inversores extranjeros siguen pudiendo perderlo todo. Además, estos créditos más abultados tensionan las reservas del FMI y por ende se requiere de una

mayor participación del sector privado, y cada vez que los gobiernos estimen conveniente para ellos ofrecer su apoyo, ellos también deberán ser incluidos en el paquete. El uso del dinero de los contribuyentes estadounidenses para rescatar a México fue una política saludable. Pero en aquellos casos en que el sector privado o los gobiernos extranjeros optan por no involucrarse, el FMI debería limitar el tamaño de sus empréstitos. Esto debiera crear incentivos para que todos los actores colaboren a la hora de surgir una crisis importante.

Una propuesta reciente, relativa a aumentar la participación del sector privado, establecería procedimientos para la quiebra de los países. Se afirma que esos procedimientos contribuirían a prevenir las crisis y, lo más importante, a organizar una salida ordenada una vez iniciada una de ellas. En una bancarrota corporativa nacional, la empresa quebrada puede ser traspasada a sus acreedores, que procederán a reestructurarla para intentar recuperar sus activos de un modo ordenado. Este proceso apunta a lograr una solución justa a la vez de preservar los activos de la firma. A la fecha no existen procedimientos de esta naturaleza para los países, porque las naciones son soberanas aun cuando puedan adolecer de los mismos problemas que las empresas. Un procedimiento de quiebra para deuda soberana debería permitir, antes que nada, una suspensión transitoria de pagos (*standstill*). Un país podría suspender temporalmente sus pagos mientras se realizan los ajustes necesarios para reanudar las operaciones normales. Un procedimiento de quiebra también debiera permitir que una amplia mayoría de acreedores tome decisiones que sean vinculantes para el resto; actualmente, los contratos de bonos acogidos en la legislación de los E.U.A. requieren la aprobación unánime de sus tenedores para efectuar cualquier cambio.

La idea de promover salidas ordenadas para países en crisis a través de mejores mecanismos de quiebra recibió recientemente el apoyo del G7, que respaldó un enfoque de doble vía en esta área. La primera vía está en el nivel de los acreedores privados y debería ser fácil de implementar. Consiste en incorporar nuevas cláusulas de contingencia en los contratos de deuda. Esas cláusulas deben proveer una suspensión transitoria de pagos, especificar cómo los deudores deberán entrar en negociaciones con el acreedor y permitir a una amplia mayoría de acreedores decidir acaso aceptar o rechazar una reestructuración negociada de la deuda. La segunda vía de la propuesta está orientada más hacia el largo plazo. Tiene que ver con el papel del FMI, los necesarios cambios en sus Artículos de Acuerdo y en la legislación nacional para implementar una reestructuración ordenada.

La idea es interesante y reconoce debidamente la necesidad de una acción colectiva. Sin embargo, a menos que todos los contratos de la deuda soberana contengan las mismas cláusulas de contingencia, surgirá un problema de señalización similar a aquel del CCL. Argentina, por ejemplo, pudo aceptar fácilmente tales cláusulas en sus contratos de deuda, ¿pero lo harían otros países si tuvieran una opción? Es de presumir que tales cláusulas aumentarían el costo del crédito. Otra interrogante es si acaso aquellas firmas establecidas en un país que aceptara semejantes cláusulas también tendrían que incluirlas en sus propios contratos de deuda. El efecto de señal y el incremento del costo del crédito podrían empeorar las condiciones financieras para los países en desarrollo en general.

Otro problema de estas cláusulas es que pueden inducir riesgo moral. Como he sugerido, lo que disuade a los países de la mala conducta económica, volviendo menos importante el tema del riesgo moral, es el hecho de que los costos de una crisis son elevados, especialmente para los líderes políticos que precipitaron a su país en ella. Si minimizamos los apuros que pasa un país durante la crisis, podríamos igualmente inducir riesgo moral. Debíamos intentar mejorar el modo de manejar las salidas de las crisis, aunque es imposible hacerlas excesivamente fáciles. Podríamos acabar creando un problema que no existe. Esto podría resultar especialmente costoso para las decenas de países que tienen escasas probabilidades de caer en estado de crisis, las que podrían sufrir un aumento del costo de endeudarse en el extranjero.

Finalmente, ¿juega algún papel la promoción de políticas estructurales como condición para optar a créditos del FMI? En principio, diría que no. Si bien todos podríamos estar de acuerdo con la mayoría de las recomendaciones estructurales que se puedan formular, como abrirse al comercio exterior y a los flujos de capital, no es papel del FMI condicionar los préstamos a tales prescripciones de política económica si son irrelevantes para la capacidad del país de servir la deuda con el FMI. Del mismo modo, tampoco pienso que los bancos centrales independientes debieran fomentar oficialmente temas de política económica que no están directamente vinculados con su papel de contener la inflación y promover la estabilidad.

En tanto el FMI sea dominado por la agenda de sus principales asociados, podría acabar prestando un flaco servicio a la agenda de la liberalización. Esa agenda podría llegar a parecer nada más que una imposición de los países más ricos del mundo sobre sus pares más pobres y no el buen consejo que constituye en realidad. Esto forma parte más bien del papel de asesor que juega el Banco Mundial.

Sin embargo, cuando se llega a los temas financieros, la línea divisoria se ve más bien borrosa. Por ejemplo, ¿debiera el FMI prestar a un país con una mala legislación relativa a la quiebra interna, que socava la operación eficiente de su sector financiero? Por cierto que esta preocupación en particular se relaciona con la capacidad del país de servir su deuda, y por esto parece indicado exigir la revisión de esa legislación como una condición para prestar.

Estoy perfectamente consciente de que alcanzar un acuerdo internacional respecto al papel de instituciones globales potencialmente poderosas no es una tarea fácil. En efecto, es en extremo difícil. No es simplemente cosa de reformar las instituciones de determinado país, sino que de repetir esas reformas en muchos países. Por ejemplo, los principales accionistas del FMI seguramente plantearán la siguiente pregunta: ¿por que habrían nuestros contribuyentes de seguir prestando apoyo financiero al resto del mundo si estamos dejando de lado el control de la institución que presta ese apoyo? Bajo el actual esquema del FMI, los avances en materia de transparencia son algo bienvenido. Igualmente bienvenidas son la flexibilidad en la asesoría de política económica y en el enfoque de la macroeconomía. Sin embargo, persiste el problema de responsabilidad (rendición de cuentas) y soy pesimista de que sea encarado, dadas las dificultades políticas implícitas en un cambio de la estructura del FMI.

Al final, el problema del buen manejo macroeconómico es uno que debe ser antes que nada encarado por las políticas económicas nacionales. El FMI puede aportar su asesoría como parte de un proceso de vigilancia y puede aportar empréstitos en casos de emergencia, pero está lejos de ser tanto el salvador del sistema financiero internacional como la fuente de sus problemas. Lo que salvará al sistema son las políticas económicas internas sensatas, y aquello que lo amenaza es la incompetencia de las autoridades.

#### **4. Observaciones finales**

Como ya debiera estar claro, son dos las cosas que forman el núcleo de mi análisis: los tipos de cambio y las instituciones. Ambos son ingredientes esenciales para la construcción de la base de la prosperidad.

En toda crisis de una economía emergente el tipo de cambio está al centro. Es esta la razón de por qué doy tanta importancia a este tópico, siendo mi conclusión la siguiente: mientras mayor sea la flexibilidad, tanto mejor. Provengo de un país que ha sufrido severos problemas cambiarios casi cada 20 años a partir de 1960. En el episodio más reciente y como

consecuencia de la crisis asiática de 1998-99, Chile tenía una estructura de política económica que no permitía la suficiente flexibilidad: tenía una banda de tipo de cambio que fue angostada durante las turbulencias. Sin embargo, en la recesión consiguiente, el producto cayó solamente en un 1 por ciento en comparación con el 14 por ciento de la crisis de comienzos de los 1980. A partir de 1999, Chile ha sufrido algunos *shocks* severos: el precio del cobre cayó a su más bajo nivel histórico, el alza del precio del petróleo de 2000 golpeó a la economía justo cuando se estaba recuperando y, como todos sabemos, nosotros, los chilenos, vivimos en un vecindario muy peligroso. Sin embargo, a pesar de esas adversidades, nuestra estructura de política económica, compuesta de una meta inflacionaria creíble, flexibilidad cambiaria y responsabilidad fiscal, ha permitido a la economía chilena crecer a una tasa proyectada anual cercana al 3 por ciento en el período 2000-2002. Quedan muchos problemas internos por resolver, pero las bases macroeconómicas son sólidas.

Sin embargo, en calidad de observador de muchas crisis, incluyendo aquellas de mi propio país, he llegado a convencerme de que una macroeconomía saludable es necesaria aunque no suficiente para manejarse en tiempos malos. El segundo componente son las instituciones. El imperio de la ley, ausencia de corrupción, respeto a la propiedad privada y el cumplimiento de los acuerdos, son lo que hace la diferencia entre una economía estable que todavía sufre crisis de vez en cuando, y una economía que es capaz de concentrarse en mejorar sistemáticamente el nivel de vida de su población, a pesar de las turbulencias.

Los economistas pueden escribir muchas páginas en torno a las respuestas adecuadas de la política económica frente a circunstancias diversas, especialmente durante las crisis. ¿Debiera el FMI haber permitido una política fiscal más indulgente y una política monetaria menos dura en medio de la crisis asiática? ¿Debiera haberse dolarizado la Argentina? ¿Es razonable aplicar controles de capital durante una crisis? Y así sucesivamente. Sin embargo, estoy plenamente convencido de que lo que más necesitamos son incentivos y mecanismos correctos. Ellos son los que producen las mejores políticas. Y los incentivos son adecuados cuando las instituciones operan adecuadamente. En América Latina hemos visto recientemente cómo puede ser destruido un sistema financiero. Y sabemos que es muy difícil y toma mucho tiempo reconstruir la confianza en ese sistema. No basta con tener leyes. Hemos visto cómo éstas pueden ser cambiadas. No basta con tener mercados. Ellos pueden ser destruidos. Es la estabilidad de las instituciones y el respeto por esas instituciones lo que fortalece a una economía.

Dado el hecho de que no podemos esperar ser salvados por las instituciones financieras internacionales, la pregunta que surge es la siguiente: ¿Cuál es el papel de las economías industrializadas en la economía mundial? ¿Hay algo que ellas podrían hacer? En mi perspectiva, y dejando de lado los aspectos políticos, especialmente el fomento de la democracia y la prestación de ayuda externa, los países industriales tienen un tremendo papel que jugar en una creciente integración mediante una todavía mayor apertura comercial hacia los países en desarrollo.

La Unión Europea ha estado a la vanguardia en cuanto a abrir mercados a los países en desarrollo, y el acuerdo de libre comercio recientemente firmado con Chile es muy amplio y de vasto alcance. Los Estados Unidos, en el intertanto, se han quedado a la zaga. Desde el anuncio de la Empresa de las Américas, hace ya más de 10 años, ha firmado sólo un acuerdo de libre comercio al sur del Río Grande, y ese acuerdo ya estaba en desarrollo cuando se anunció la iniciativa. Básicamente, el decenio pasado ha sido un decenio sin avances en la integración de los Estados Unidos y América Latina. Cada país debiera hacer lo que es mejor para su pueblo, y eso también vale para los Estados Unidos. Pero si se le dice al mundo que abrir el comercio y las finanzas es conveniente para su propio bienestar, hay que dar el ejemplo. Ello sería una buena demostración de ser fieles a nuestros propios principios, y eso no es lo que está sucediendo con los Estados Unidos. Los procedimientos anti-*dumping* y otros instrumentos comerciales proteccionistas, así como los subsidios, van contra el objetivo de promover el comercio y constituyen una seria amenaza contra los países en desarrollo comprometidos con el crecimiento a través de las exportaciones.

Vivimos en un mundo peligroso. En las postrimerías de los 1990 debemos darnos cuenta de que el ciclo económico sigue existiendo y que los *shocks* pueden golpearlos fuertemente. No deberíamos ser impacientes, aunque necesitamos un sentido de urgencia frente al tratamiento de los problemas de los pobres. Necesitamos de perseverancia, de voluntad para tomar difíciles decisiones sociales y políticas y de eficiencia al abordar las necesidades más apremiantes. Algunos propondrán más impuestos y más gasto, otros lo contrario. Algunos pedirán avanzar rápidamente hacia la privatización de las empresas públicas, otros tal vez no. Algunos querrán más regulación, otros menos. Todo esto forma parte de la discusión en las sociedades democráticas. Yo tengo mis propias preferencias y pienso que debemos centrarnos en fomentar el crecimiento y la legitimidad de este proceso. Pero, más que nada, debemos respetar las reglas fundamentales del juego, las instituciones básicas y, además, debemos comprometernos con la estabilidad macroeconómica. Si lo hacemos, habremos construido un siste-

ma que puede hacerse cargo de los problemas más importantes. Entonces seremos capaces de hablar acerca de cómo crecer más rápidamente y cómo reducir los déficits sociales, en lugar de cómo salir de la crisis actual y prepararnos para la siguiente. Eso es lo que he aprendido de la experiencia de mi país. Chile es todavía una historia de éxitos recientes, con problemas pendientes. Esperamos que algún día podamos convertirnos en una historia de éxitos sostenidos, y para ello debemos mantener instituciones saludables y una situación macroeconómica estable. □