



Los nuevos *fundamentals* de la política macroeconómica en los países en desarrollo

Presentación de Roberto Frenkel en la conferencia UNU-WIDER The Triple Crisis. Helsinki, 13-15 de Mayo, 2010.¹

Mi presentación se enfoca sobre algunas políticas nacionales que los países en desarrollo deberían aplicar para evitar crisis financieras e impulsar altas tasas de crecimiento. También discuto brevemente algunas iniciativas internacionales que los países deberían promover para minimizar el impacto negativo de los shocks externos y obtener asistencia para compensarlos cuando esos shocks golpeen sus economías. En primer lugar, presento una síntesis de las ideas principales.

Síntesis de la presentación

Al contrastar la experiencia de los países en desarrollo durante los 2000, incluyendo su desempeño durante la crisis reciente, con las tres décadas previas de globalización financiera, se pueden obtener importantes lecciones de política económica. La más importante de ellas es el rol determinante de las políticas macroeconómicas para impulsar el crecimiento, la estabilidad financiera y un desempeño robusto frente a los shocks externos, reales y financieros. Algunas políticas macroeconómicas contribuyen a alcanzar el cumplimiento simultáneo de estos tres objetivos. Un número significativo de países en desarrollo adoptaron políticas macroeconómicas de este tipo durante los 2000. Esto no solo benefició a las economías que adoptaron las nuevas políticas sino también a todo el conjunto de países en desarrollo gracias a un efecto beneficioso sobre sus relaciones con el sistema financiero internacional. Este efecto beneficioso global operó en los 2000, en el período previo al comienzo de la crisis financiera y también durante la primera fase de la crisis, entre mediados de 2007 y el colapso que siguió a la quiebra del Lehman Brothers. Por el contrario, en la fase siguiente, cuando la crisis impactó de lleno sobre las economías en desarrollo, los efectos de la crisis fueron dispares. Aquellas economías que habían adoptado la nueva configuración macroeconómica fueron menos golpeadas por los efectos financieros y disfrutaron de mayores grados de libertad para implementar políticas anticíclicas. Del otro lado, las economías en desarrollo que preservaron una inserción financiera internacional enmarcada por políticas macroeconómicas similares a aquellas que predominaron durante los 1990 (por ejemplo, las economías en el centro y este de Europa) sufrieron las peores consecuencias de la crisis, de las cuales todavía no se recuperaron.

Las características estilizadas de la nueva configuración macroeconómica son las siguientes: i) un régimen cambiario de flotación administrada, que combina la flexibilidad del tipo de cambio con intervenciones discrecionales de la autoridad monetaria en el mercado cambiario; ii) la preservación de un tipo de cambio real

¹ Traducido del inglés por Tamás Lukin. Esta es una versión revisada de la presentación. Amar Bhattacharya sugirió el título durante la conferencia. Agradezco sus comentarios y también los realizados por Valdimir Popov, Jomo Kwame Sundaram and Rob Vos en la conferencia.



competitivo o evitar fuertes apreciaciones; iii) superávit (o déficit moderado) en la cuenta corriente del balance de pagos; iv) acumulación de una cantidad considerable de reservas internacionales; v) una política monetaria activa, facilitada por la esterilización de las intervenciones oficiales en el mercado cambiario y la inexistencia de dominancia fiscal; vi) cuentas fiscales equilibradas o déficit moderado. En el texto que sigue desarrollo estas ideas.

Crisis en los países en desarrollo

En los primeros treinta años del período de globalización financiera, desde principios de los setenta hasta comienzos del siglo XXI, las crisis financieras y cambiarias en las economías emergentes fueron cada vez más frecuentes e intensas. La mayoría de las crisis financieras, incluyendo la reciente en Estados Unidos, muestran una trayectoria cíclica de las economías, del tipo del ciclo de auge-y-crisis descrito por Minsky, en donde el comportamiento cíclico de las preferencias de los agentes hacia el riesgo y la ausencia de regulación pública de los mercados financieros, conducen a crisis sistémicas. Sin embargo, una característica distintiva de las crisis en los países en desarrollo es que la fase de auge no comenzaba generalmente con innovaciones financieras, sino con la implementación de políticas macroeconómicas que estimularon un escenario de mayor rentabilidad para el arbitraje entre activos domésticos y externos. Estas políticas incluían la liberalización del mercado financiero doméstico, la desregulación de la cuenta capital y alguna regla "creíble" de predeterminación del tipo de cambio nominal.

A diferencia de los treinta años anteriores, durante los 2000 no se presentaron nuevas crisis en las economías emergentes a pesar de los numerosos episodios de turbulencia financiera con efectos de contagio. Llamativamente, la crisis en Estados Unidos no disparó una crisis financiera en ninguna economía de mercado emergente.

Integración financiera internacional segmentada

La mayoría de las economías de mercado emergente se integraron al sistema financiero internacional en forma segmentada. A finales de los noventa, el fenómeno era evidente para los países altamente endeudados, como Argentina y Brasil. Sin embargo, algunos países en desarrollo cuyas políticas lograron evitar acumular altas deudas y caer en trampas financieras también experimentaron una integración segmentada. Después de haber participado en el proceso de globalización financiera durante un largo período (casi tres décadas en el caso de América Latina), los activos financieros de estas economías constituyeron una "clase" cuyos rendimientos incluían una prima de riesgo país considerable. Las primas de riesgo país alcanzaron su mínimo nivel en 1997, justo antes de la devaluación tailandesa. Pero luego de la asiática y rusa, las primas de riesgo país subieron y permanecieron elevadas a comienzos de los 2000. En consiguiente, dado que la suma de la tasa internacional libre de riesgo y la prima de riesgo país establecen el piso para las tasas de interés domésticas, la integración financiera internacional parecía condenar a las economías en desarrollo a niveles de tasa de interés que fueran sistemáticamente más elevados que aquellos en los países desarrollados. Además, de las consecuencias negativas en el crecimiento y la distribución del ingreso, esta situación los volvía más propensos a caer en trampas financieras.

En contraste, las primas de riesgo país siguieron una trayectoria descendente desde comienzos de 2003 y a mediados de 2005 cayeron por debajo del mínimo



registrado en el período previo a la crisis asiática. A principios de 2007, el promedio de las primas de riesgo alcanzó su mínimo histórico en un nivel que era significativamente inferior al observado antes de la crisis asiática y también significativamente por debajo del spread de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos. Las primas de riesgo país sólo subieron una vez que la crisis financiera en Estados Unidos había comenzado a mediados de 2007, pero antes de la quiebra de Lehman Brothers, las primas de riesgo de las economías de mercado emergentes eran similares a los niveles que predominaron en los mejores momentos del período previo a la crisis asiática. Por otro lado, el contagio financiero del colapso que siguió a la quiebra de Lehman Brothers fue breve y en 2009 muchos países en desarrollo recuperaron el acceso al crédito internacional a tasas de interés relativamente bajas.

Aceleración del crecimiento y resistencia contra los *shocks* externos en los 2000

Para presentar este punto aprovecharé el siguiente gráfico, tomado del documento "The Triple Crisis and the Global Aid Architecture"² preparado para esta conferencia por Addison, Arndt and Tarp. El gráfico muestra las tasas de crecimiento en los países avanzados y en desarrollo desde 1970. Es fácil ver el cambio en el desempeño relativo entre los países en desarrollo y los avanzados³ que tuvo lugar durante los 2000, incluyendo el impacto diferencial de la crisis reciente. En los ochenta y noventa –el período de globalización financiera– los ciclos de ambos grupos de países estaban altamente correlacionados y sus tasas de crecimiento eran parecidas. La correlación cíclica continúa en los años 2000, pero durante este período, los países en desarrollo crecieron a tasas sistemáticamente más elevadas que las economías avanzadas. En 2009, los países avanzados retrocedieron 3,4% mientras que los países en desarrollo crecieron a una tasa promedio de 1,7%. Se podría argumentar que el alza en la tasa relativa de crecimiento de los países en desarrollo sucedió antes, en la segunda mitad de los noventa. Pero los efectos recesivos de las crisis rusa y asiática fueron significativos en los países en desarrollo y llevaron a la igualación de las tasas de crecimiento entre los dos grupos a fines de los noventa. Los autores del trabajo recurren al gráfico para mostrar la condición global del impacto recesivo de la crisis y la inexistencia de un desacople. En efecto, ningún país estuvo libre de los efectos recesivos. Pero los datos mencionados evidencian una nueva resistencia de los países en desarrollo. Ha sido bien ilustrado que el canal comercial fue el principal mecanismo de transmisión de los efectos recesivos en los países en desarrollo, mientras que el canal financiero jugó un rol secundario en muchos de ellos. Más allá del impacto relativamente breve del colapso que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, ha existido un desacople de los efectos de contagio financieros de la crisis reciente, por lo menos para un número importante de países. No es solamente China. El desempeño de las economías en desarrollo en 2009 muestra una alta heterogeneidad regional. Por un lado, encontramos el comportamiento catastrófico de las economías del centro y este de Europa, donde casi todos los países sufrieron recesiones y una contracción promedio del 3,7 por ciento. Por el otro, solamente un pequeño grupo de economías en desarrollo

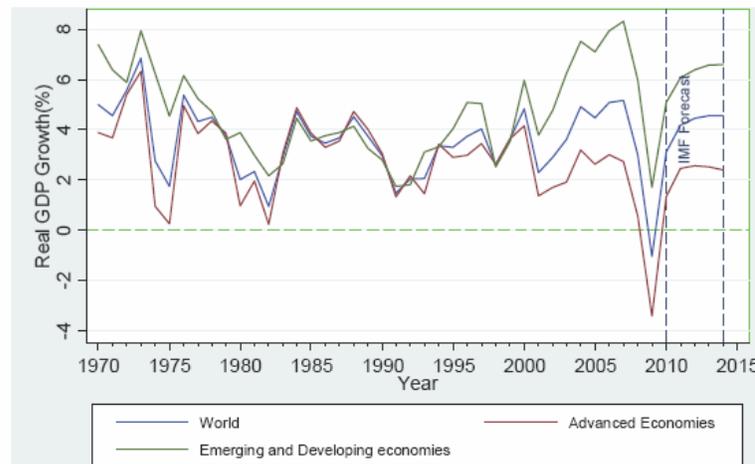
² http://www.wider.unu.edu/home/news/en_GB/Triple-crisis-opinion/files/83192643583213583/default/2010-01.pdf

³ Los países están agrupados de acuerdo a la clasificación utilizada por el FMI en el World Economic Outlook. Por ejemplo Corea del Sur y Singapur están clasificadas como economías avanzadas.



asiáticas experimentaron recesiones y la región creció 6,6%. Los desempeños nacionales en África y América Latina y el Caribe fueron más heterogéneos. Ningún país se pudo aislar de los efectos recesivos de la contracción en el comercio. Estos efectos son específicos de cada país y dependen de la inserción comercial particular de cada uno. Más allá de los distintos impactos recesivos a través del canal comercial, nuestra hipótesis es que la resistencia a la crisis está directamente vinculada a las políticas macroeconómicas implementadas en los años previos. Por un lado, esas políticas fueron el factor determinante para desacoplarse del contagio financiero y, por el otro, de la posibilidad de implementar políticas anticíclicas.

Figure 2: Real GDP growth in world and major economic groupings (1970-2014)



Note: The IMF group of Advanced Economies consists of: Australia, Austria, Belgium, Canada, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Hong Kong SAR, Iceland, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Malta, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Taiwan Province of China, United Kingdom, and United States of America.

Source: IMF World Economic Outlook, October (2009).

Los cambios mencionados arriba están vinculados a las nuevas políticas macroeconómicas y sus resultados

Primero, ha habido un cambio en el régimen de tipo de cambio de muchos países en desarrollo. El nuevo régimen, generalmente llamado "régimen de flotación administrada", combina las ventajas de un régimen flotante con grados de libertad para la autoridad de la política monetaria que le permiten reaccionar ante cambios en el contexto e intervenir en el mercado cambiario. Segundo, junto con el desplazamiento hacia una mayor flexibilidad cambiaria, el otro cambio relevante en el proceso de globalización financiera ha sido la reversión del sentido de los flujos netos de capitales, que comenzaron a moverse desde los países en desarrollo a las economías avanzadas.

Muchos de los países que inicialmente se habían insertados al sistema como receptores de capital para financiar déficits en cuenta corriente, recientemente han generado superávits en cuenta corriente –o redujeron significativamente los déficits previos- y acumularon persistentemente reservas internacionales. Superávit en cuenta corriente y la disponibilidad de grandes cantidades de reservas internacionales son indicadores de robustez externa. Por lo tanto, no es difícil explicar porqué el riesgo percibido y las primas de riesgo siguieron una tendencia decreciente en aquellos casos en donde los déficits se convirtieron en



superávits. Además, la emergencia de un número de países superavitarios tuvo consecuencias benéficas para aquellas economías donde todavía persistían los resultados negativos en cuenta corriente, y también para el funcionamiento de todo el sistema. La reducción en el número de países deficitarios, en un contexto donde muchos países emergentes muestran superávits, disminuyó el riesgo de un comportamiento manada y contagio. Esta configuración beneficia a la percepción de riesgo de los países deficitarios y la percepción del riesgo de toda la "clase" de activos.

El surgimiento de los superávits en cuenta corriente (o la reducción de los déficits) y la acumulación de reservas internacionales han afectado el desempeño de los países en desarrollo no sólo reduciendo las primas de riesgo y la percepción del riesgo de crisis. También son factores centrales para explicar la reciente aceleración en el crecimiento económico de estos países. Un conjunto de estudios comparativos internacionales recientes sugieren que la nueva forma de inserción de los países a los mercados financieros internacionales mejora el crecimiento económico no sólo reduciendo la volatilidad y el riesgo de las crisis externas, sino fundamentalmente a través de su efecto en los niveles de tipo de cambio real. Existe evidencia robusta de que los superávits en cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales impulsan el crecimiento económico a partir de la preservación niveles competitivos de tipo de cambio real.

Iniciativas internacionales en el escenario post-crisis

Más allá del impacto particular en cada país individual, una característica importante de la configuración del período 2002-2008 ha sido su efecto en el funcionamiento del sistema financiero global *vis-à-vis* los países en desarrollo en su conjunto. Esta configuración ha aliviado significativamente los aspectos de la globalización financiera más negativos hasta comienzos de los 2000. Sin embargo, los beneficios para los países en desarrollo no han sido reconocidos por los organismos multilaterales de crédito. La doctrina oficial del Fondo Monetario Internacional (FMI) no parece reconocer las virtudes de esa configuración en términos de robustez financiera y crecimiento (aunque ha existido algún tímido reconocimiento reciente del staff del FMI en sus documentos –position notes– "Rethinking macroeconomic policies" y "Capital Inflows: The Role of Controls"). Hasta ahora, el debate emergente en los foros internacionales se ha enfocado en el grado de regulación de los mercados financieros y sobre las potenciales reformas en los organismos multilaterales de crédito. Estas iniciativas parecen compartir el espíritu de las propuestas de finales de los 1990 y comienzos de los 2000, que fueron desarrolladas como resultado de las crisis en las economías de mercado emergentes. En lo que respecta a los países en desarrollo, esas propuestas se concentraban en la volatilidad de los flujos de capital, una de las fallas más prominentes de los mercados financieros globales. Hoy, esa agenda todavía es válida. Sin embargo, debería ampliarse para incorporar las lecciones del período 2002-2008. Una lección importante resalta el rol central de los mercados en las exportaciones de los países en desarrollo. La historia de la globalización financiera nos cuenta que el ingreso de capitales y los ahorros externos no son, bajo ningún concepto, sustitutos para el crecimiento con exportaciones. Por lo tanto, al mismo tiempo que deben reclamarse reformas institucionales que apunten a estabilizar el funcionamiento del sistema financiero global, los países en desarrollo deberían demandar una reforma más profunda que apunte a consolidar las características positivas de la configuración 2002-2008. Por ejemplo, deberían apuntar a lograr un acuerdo internacional de tipos de cambio reales y regímenes cambiarios que permitiría a los países en desarrollo seguir estrategias de altas



tasas de crecimiento con exportaciones. Una objeción usual a la propuesta de tener como objetivo simultáneo un tipo de cambio competitivo, superávit en cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales es que implica una falacia de composición. Ciertamente, todos los países no pueden seguir al mismo tiempo este tipo de estrategia. Sin embargo, *a priori*, no hay ninguna inconsistencia en proponer esa estrategia para el grupo de las economías en desarrollo.

Además, la predicción opuesta formulada por la teoría del crecimiento neoclásica estándar, de que los países ricos tenderían a proveer ahorro externo a los países pobres durante su proceso de desarrollo, ha sido criticada en distintos aspectos, pero nunca fue acusada de inconsistente. Nuestra propuesta simplemente revierte la dirección del flujo del ahorro, al interpretar que la evidencia empírica sugiere que la mejor forma en la cual los países desarrollados pueden contribuir al desarrollo de los países pobres es proveyendo mercados para sus productos, en lugar de ofrecer ahorros.

Recientemente se han tomado decisiones para mejorar la estabilidad del sistema financiero internacional *vis-à-vis* los países en desarrollo. En abril de 2009, el G-20 decidió triplicar la capacidad prestable del FMI junto con un incremento de 250 mil millones en el stock de Derechos Especiales de Giro (DEG). Sin embargo, como el G-20 no otorgó mandato explícito sobre la colocación de los fondos, la orientación y la formulación de nuevos programas permanece abierta a la discreción del directorio del FMI. Al mismo tiempo, el FMI anunció la revisión de sus programas. La condicionalidad y los términos de los acuerdos Stand-By (SBA, por sus siglas en inglés) han sido simplificados y restringido su foco. Sin embargo, más allá de estas innovaciones positivas, los SBA continúan siendo la forma principal de asistencia a los países en desarrollo afectados por la crisis. Estas líneas de crédito están diseñadas para asistir a los países que enfrentan problemas de corto plazo en la balanza de pagos, y tienden a tener un sesgo contractivo. La principal innovación referida al FMI ha sido la creación de las Líneas de Crédito Flexibles (LCF), que apuntan a prevenir o solucionar crisis. Tanto el incremento en la capacidad prestable del FMI como la revisión de sus líneas de crédito, son pasos positivos. En particular, la creación de la LCF acerca al FMI al rol de prestamista en última instancia del sistema financiero internacional. Esta iniciativa podría ayudar a proteger a los países en desarrollo de las repentinas salidas de capitales disparadas por el pánico en el mercado financiero internacional. Sin embargo, ninguna de estas medidas representa una iniciativa global coordinada para impulsar el crecimiento y prevenir las crisis en los países en desarrollo. La prevención de crisis en las economías en desarrollo no sólo requiere la regulación de los sistemas financieros domésticos, sino también un conjunto de políticas macroeconómicas consistente. Esto incluye la política de tipo de cambio y también políticas relacionadas al balance de pagos y la administración del stock de reservas internacionales.

La actual crisis financiera y económica global ha revivido nuevamente la discusión sobre la arquitectura financiera internacional. El G-20 comenzó a discutir sobre el diseño de una nueva arquitectura financiera que apunte a prevenir el desarrollo de ciclos de auge-y-crisis en los mercados financieros. Los países en desarrollo deberían esforzarse para llevar esta discusión a las Naciones Unidas y ampliar su agenda. Mientras que los países desarrollados probablemente darán más relevancia a la regulación de las actividades financieras y los mercados, los países en desarrollo también deberían presionar también a favor de la agenda más amplia sugerida aquí.