

## CONFERENCIA<sup>1</sup>

### “LATINOAMÉRICA: LA HORA DE LA VERDAD”

**GUILLERMO CALVO<sup>2</sup>**  
gc2286@columbia.edu

Realmente como siempre, un gran placer estar aquí con amigos. Estaba recordando que la última vez que hablé aquí en el 2013 estábamos muy preocupados por el *tapering tantrum* y ahora estamos preocupados por otras cosas, yo no sé si soy la causa o el efecto, espero que sea el efecto nada más.

Me interesó muchísimo lo que dijo John (Geanakoplos). Creo que hay bastante paralelismo en la forma de pensar que ellos (Ana y John) están modelando estas cosas, y en parte es lo que hemos venido haciendo, pero eso también vamos a poderlo discutir cuando tengamos el panel. Es muy interesante ver como ellos vienen de las finanzas y yo he venido más de la macro tradicional.

Pero ambos hemos tenido que hacer el ajuste, entonces yo vengo con ciertos modelos que no son los que usan ellos, pero es interesante que de todas maneras los resultados no son muy diferentes.

Como se dice en inglés “*that’s very reassuring*” porque los modelos son siempre muy específicos. Entonces, ver que uno puede probar las cosas desde diferentes ángulos es realmente muy interesante. Pero lo que voy a

---

1 A cargo de Guillermo Calvo, en el marco de las 30as Jornadas Anuales de Economía organizadas por el Banco Central del Uruguay, noviembre de 2015.

2 Economista argentino, Profesor de Economía y Director del Program in Economic Policy Management (PEPM) de la Universidad de Columbia desde enero de 2007. Su vasta carrera académica y profesional lo vincula al Banco Interamericano de Desarrollo (2001-2006), al Fondo Monetario Internacional (1988-1993), a la Universidad de Maryland (1994-2006) y a la Universidad Torcuato Di Tella (1995-2000). Fue Presidente de la International Economic Association (IEA, 2005-2008) y Presidente de la Latin American Economic Association (LACEA) (2000-2001). Es Investigador Asociado al NBER desde 1999. Ha realizado significativas contribuciones al campo de la economía internacional, fundamentalmente en lo relativo a los países emergentes. Sus trabajos incluyen temas relacionados con las crisis financieras, las políticas de tipo de cambio y el crecimiento económico. Ha sido mentor de varias generaciones de economistas latinoamericanos. Posee un PhD en Economía por la Universidad de Yale (1974).

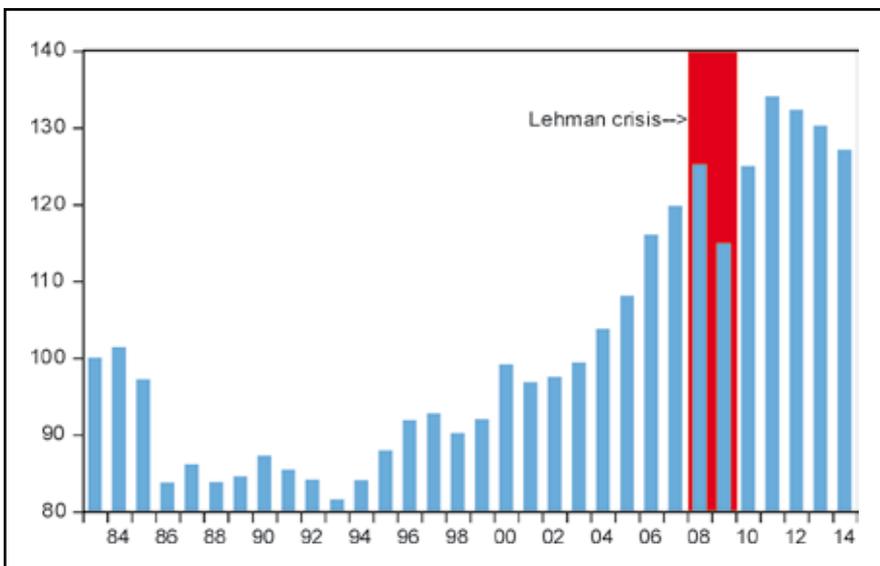
hacer ahora es una exposición con muy poco contenido teórico, básicamente mostrar una serie de cosas que, a mí me parece, son ilustrativas.

Esta es la hoja de ruta. Voy a estar hablando de tres temas. En primer lugar, América Latina con sus componentes normales, términos de intercambio, cuenta corriente, etc., reservas internacionales, un concepto relativamente poco familiar que es dolarización de la deuda doméstica. Pero de todas maneras esto es primero América Latina; luego mirar un poco a China y luego retos hacia el futuro, qué sugiere esto.

Entonces ¿qué hemos visto en América Latina?

En primer lugar, los términos del intercambio. Ha habido una apreciación que todos sabemos es muy importante. La crisis de Lehman produjo una retracción momentánea, pero la región se recuperó muy rápidamente. Desde entonces ha habido una caída y aparentemente esto es hasta 2014. Más adelante por supuesto conocemos los shocks que hemos tenido. De todas maneras la región está, en términos del intercambio, todavía a niveles muy superiores al 2000, es decir, estábamos en 100 y ahora estamos por lo menos 30 % arriba de eso, o sea que no es un desastre.

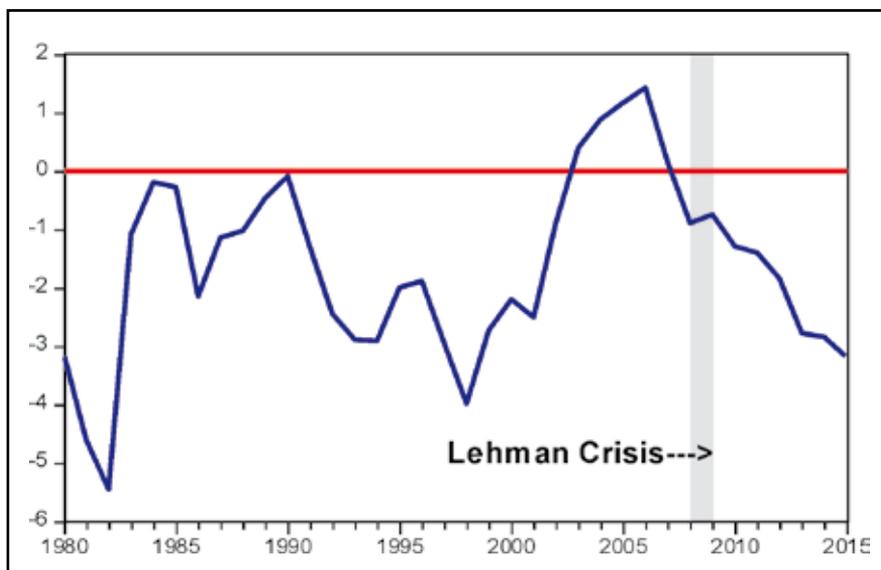
**Gráfica 1**  
**Latin America: Terms of Trade (WEO)**



Si estamos preocupados de que los términos de intercambio se van a arruinar, no se han arruinado todavía. El problema está pendiente. ¿Qué ha pasado, qué hemos hecho nosotros?

La cuenta corriente para América Latina desde 1980 por ejemplo ha sido siempre negativa y el único momento en que ha sido positiva es cuando empezó la apreciación de los términos de intercambio. Que como les mostré se mejoró y luego se quedó más o menos arriba. A pesar de ello luego la cuenta corriente se volvió a deteriorar y se sigue deteriorando aun en estos momentos.

**Gráfica 2**  
**LAC: Current Account (% of GDP)**

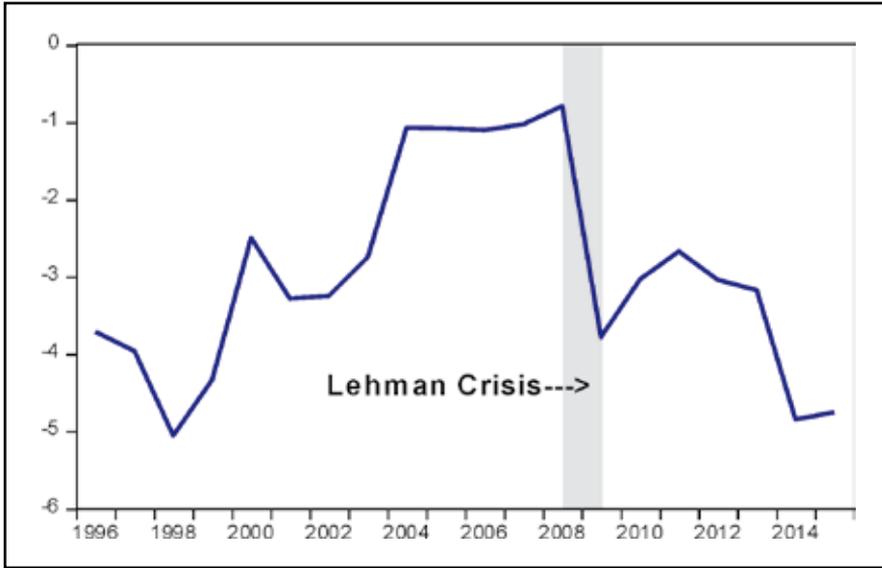


Source: WEO

Es una cosa para discutir ¿qué pasó? Hay más de una interpretación, pero llama la atención que el único momento en que la región tiene una cuenta corriente positiva es cuando se ganaron la lotería, porque eso es lo que fue: nos ganamos la lotería. De 2013 en adelante, uno podría interpretarlo que no tuvimos tiempo de gastar. Cuando se nos dio la oportunidad lo empezamos a gastar y estamos ahora en un déficit que teníamos antes con términos de intercambio más altos. Una interpretación muy natural que se le sugiere al economista es que la región ha supuesto que estos términos de

intercambio iban a ser más o menos permanentes y lo que estamos viendo es que no son. Es una preocupación.

**Gráfica 3**  
**LAC: Fiscal Deficit (% of GDP)**



Source: WEO

Con el déficit fiscal pasa lo mismo, en la bonanza se reduce el déficit fiscal, este no es déficit fiscal: está mal dicho, es balance fiscal. Al subir quiere decir que baja el déficit fiscal, el déficit fiscal vuelve a subir durante la crisis pero nunca más se reajusta y otra vez con el déficit fiscal volvemos a la situación anterior. Es decir, ganamos la lotería y seguimos gastando como si esa lotería fuera a seguir redivitiendo en el futuro.

Cuando miro otras variables más detenidamente comparo por ejemplo 1997, 2007 y 2014. 1997 fue la crisis rusa llamada crisis del 97-98.

Este es el año anterior a la crisis. Este es el año anterior a Lehman. Entonces, si miro la cuenta corriente de los siete más grandes de la región

(LAC 7), cinco (LAC 5) sacando Argentina y Venezuela, dado que Argentina y Venezuela son hoy día *outliers* de la región se observa que hicimos la diferencia. El déficit en cuenta corriente en el 97 era 4% del producto, luego del 2007 supera el 3.3 y ahora estamos de vuelta en negativo salvo con el *fiscal balance*.

Sabemos qué pasó en el 2008. Teníamos esa variable mucho mejor alineada. Ese era un factor, de hecho es un tema en que no puedo entrar acá. Mi impresión es que fue una combinación de cosas: nos fue bien porque teníamos lo que llamamos los economistas *fundamentals* más fuertes pero al mismo tiempo teníamos Bancos Centrales mundiales que estaban poniendo un montón de liquidez en el sistema, eso no pasó en el 97 y no va a pasar ahora, así que es otro punto importante a tener en cuenta.

Lo que yo llamo *domestic dollarization*, es deudas domésticas locales con respecto a los bancos locales en dólares. Los trabajos empíricos que hemos hecho con Alejandro Izquierdo y otros coautores es una variable que ha entrado de una manera muy significativa, es un poco descalce de monedas, es una medida de descalce de monedas. En inglés sería *currency mismatch*. Entonces cuanto más alto, es mayor el descalce de monedas y vemos que el descalce de monedas había bajado en el 2007 y ha vuelto a subir otra vez en el 2005, acá no estoy captando algunas cosas de las que está hablando el BIS ahora, por ejemplo, endeudamiento, moneda externa del sector privado en América Latina afuera del país, eso también ha cambiado.

Estamos de vuelta con una situación de descalce de moneda, de vuelta en una situación con cuenta corriente negativa y equilibrio fiscal más débil y con una economía donde los términos de intercambio parece que van a seguir bajando. Por lo menos no van a subir y con una cuenta corriente negativa que va a ser difícil mantener, es decir, un ajuste va a ser necesario hacia el futuro.

Cuadro 1

## Vulnerabilities to a "Sudden Stop" in LAC lower than in the 1990s, but higher than 2007

### Three "vulnerability factors" (all in % GDP)

	Domestic dollarization*		Current account balance		Fiscal balance	
	LAC 7	LAC 5	LAC 7	LAC 5	LAC 7	LAC 5
<b>1997</b>	<b>10.9</b>	<b>11.5</b>	<b>-2.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.7</b>
<b>2007</b>	<b>6.6</b>	<b>8.1</b>	<b>1.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>
<b>2014**</b>	<b>9.1</b>	<b>12.3</b>	<b>-1.9</b>	<b>-3.3</b>	<b>-4.3</b>	<b>-2.3</b>

\*Bank liabilities in dollars

LAC 7: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela.

LAC 5: Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru.

\*\*Preliminary

Source: IDB 2014 Macro Report and IDB estimates

Miremos más en detalle. En Brasil, vemos que hoy en día la cuenta corriente es muy negativa pero es más o menos lo que le pasa a la región como un todo, pero también hasta donde yo veo también con estos números, también la situación de Uruguay desde este punto de vista suena frágil. También es uno de los más altos, yo sé que hay argumentos también para explicar esto. Puede ser que en el caso de Uruguay no sea tan preocupante porque en parte este déficit tiene que ver con inversiones que han hecho multinacionales así que no quiero hacer un gran punto de eso, pero si lo miro así, veo que Uruguay también es un lugar que uno quisiera entrarle un poquito más a esos números porque de ahí viene el costo después de lo que nosotros llamamos *sudden stop*. Si nos fuerzan y todas las crisis nos han

forzado a hacer este tipo de cosas, fíjense: están haciendo ajustes de 5% del producto, en la demanda agregada, eso es enorme y tiene efectos sobre el precio relativo y si tengo encima un descalce de monedas la situación se puede complicar. Eso lo hemos visto empíricamente por trabajos econométricos.

Las reservas internacionales, en parte porque muchas veces se dice: “Ah, no, porque la región tiene muchas reservas internacionales”. Lo que dicen ellos, lo que están mirando, es el número en dólares, pero lo importante es para qué me sirven las reservas internacionales. Yo ahora introduzco los factores de “demanda potencial”, “reservas internacionales”; podría cambiar la situación y eso es lo que vemos ahora con un trabajo que lo presento sin empujarlo demasiado, porque es lo único que puedo mostrarles que me hace pensar que yo no me quedo muy tranquilo con eso de que las reservas son muy grandes y eso es un trabajo empírico que hemos hecho y yo he presentado, lo hemos discutido. El modelo de reservas óptimas se fija en cuánto me cuesta un *sudden stop*, básicamente, las reservas deseadas óptimas suben.

Es decir, tomándolo con una pizca de sal, uno diría que esto le hace pensar a uno que no puede uno quedarse muy tranquilo con que las reservas son suficientes y entiendo que ese es un tema de discusión acá en Uruguay, así que los voy a volver a visitar después más adelante. Como si el Banco Central tuviera muchas reservas, siempre nos salió que las reservas del Banco Central, de acuerdo con este modelo, eran insuficientes. Y ahora se ha corrido aún más no solo en Uruguay sino en toda la región.

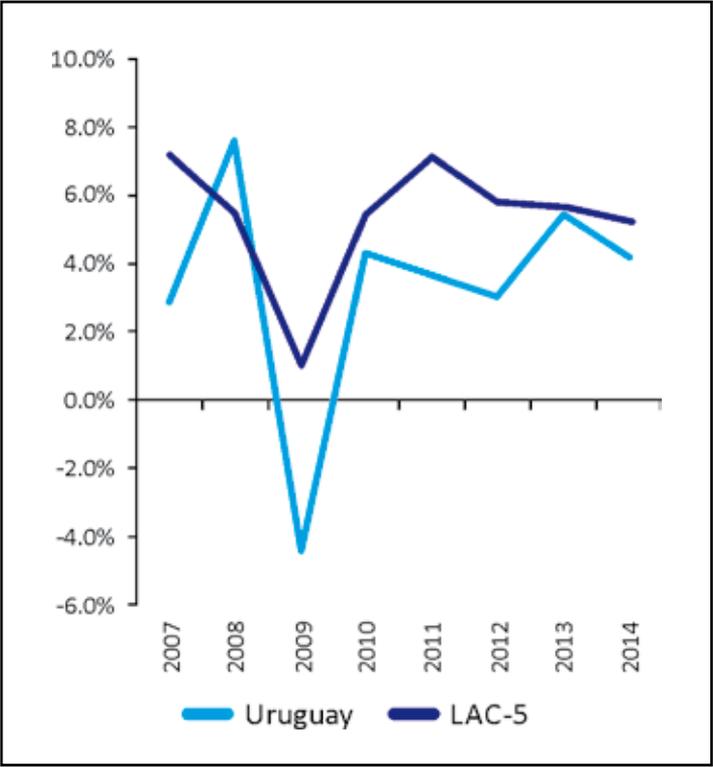
Entonces cuidado porque esas son las reservas que uno necesitaría para mantener la situación de crédito más o menos regular si hubiera un *sudden stop*. Un pequeño punto que me parece importante para Uruguay y por eso lo voy a presentar es que las reservas yo las puedo usar para muchas cosas, pero las reservas que el Banco Central, los Bancos Centrales en general se ven obligados a utilizar, es para hacer salvataje al sistema bancario.

Es muy interesante mirar cuáles son las deudas netas que tienen los Bancos Centrales en proporción a las reservas internacionales.

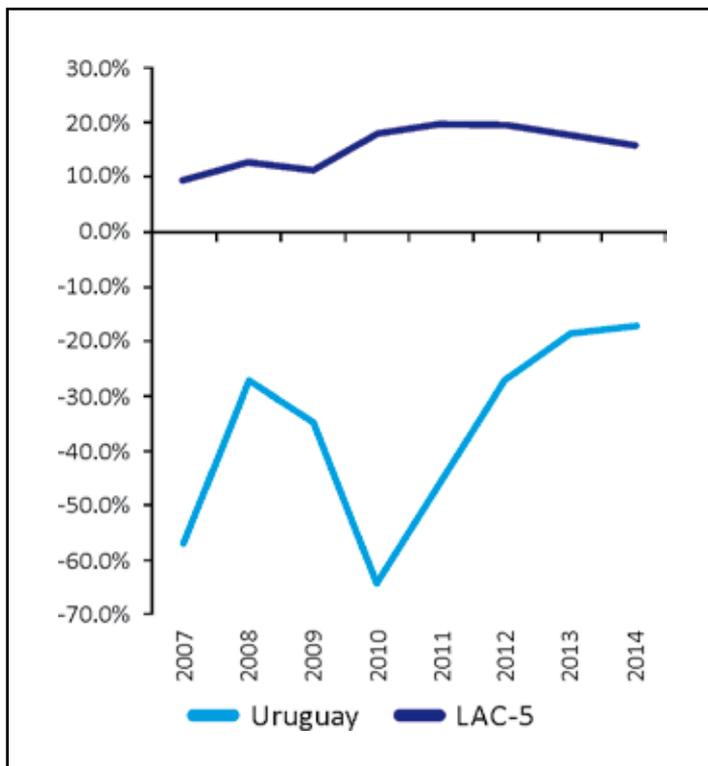
¿Por qué? Porque esas deudas son con otros bancos, el inversor es un banco muy profesional, son nuestros bancos, obviamente que corre muy rápido y hemos visto en todas las crisis que los primeros que corren son esos.

El primer crédito que se tiende a sacar es ese, los otros son un poco más lentos. El consumidor es super-lento, el depositante muy lento, ni se mueve, pero estos son préstamos que le han hecho al sistema bancario netos, están neteados los activos.

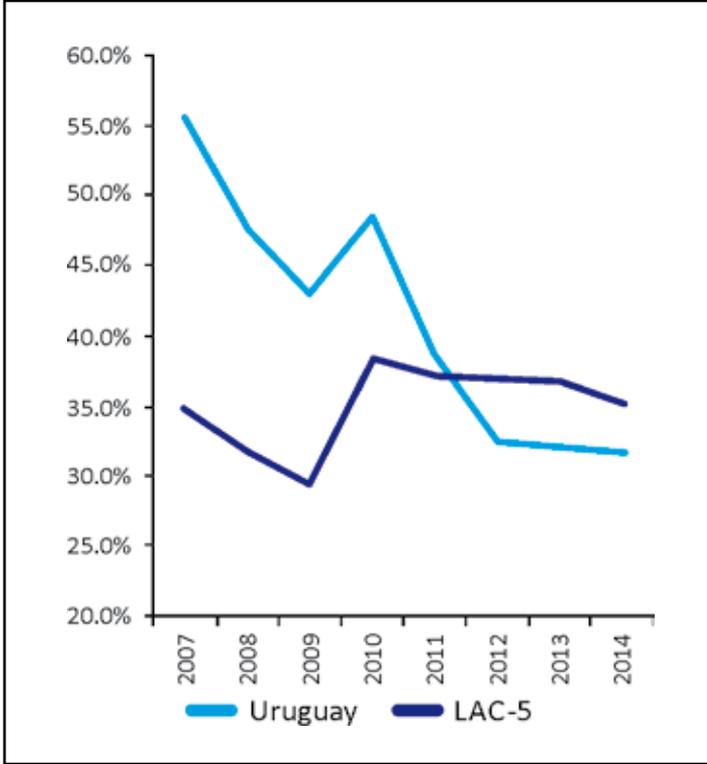
**Gráfica 4. América Latina y Uruguay: sistema bancario**  
**(a) Flujos de crédito doméstico (Private sector, % GDP)**



**(b) Net foreign liabilities/CB International reserves**



(c) Foreign liabilities/CB International reserves



Data source: IFS

Para la línea azul oscura (la región), lo que vemos es que si bien ha habido un pequeño ajuste luego de Lehman, en parte porque se pagaron reservas, se pagaron deudas, pero otra vez se ha vuelto a acumular, es decir, estamos en una situación para la región donde más o menos la posición neta del sistema bancario de la región corresponde, las deudas netas, a 20% de las reservas. Si hubiera una corrida, gastar 20% para que en una corrida no se me caigan los bancos que no tengan problema, no es un número pequeño. Lo interesante para Uruguay es que es negativo esto, porque los activos exceden a los pasivos. Obviamente, hay que mirar con cuidado para ver cuán líquidos son los activos.

Me pareció una muy buena noticia notar que desde ese punto de vista los bancos se pueden defender por sí mismos. Es decir, si tienen una

corrida contra los pasivos, de repente tienen activos que pueden liquidar rápidamente.

Ustedes me dirán, todos son datos el IFS que estoy sacando, pero es interesante porque es una excepción realmente. Si miro Colombia donde estuve recientemente discutiendo estas cosas, es muy parecido a la región, si miro a Brasil estoy en la misma, pero Uruguay en ese sentido es una excepción. Pienso que es una excepción muy linda para pensar qué implicaciones tiene esto. Evidentemente ahí es donde pega directamente al corazón del Banco Central, que es su responsabilidad.

Y más aún, entonces dijimos, si esto es tan positivo veamos las deudas brutas sin descontar de los activos. Bueno las deudas brutas son altas con respecto a las reservas. Como ven acá esto es Uruguay otra vez. En primer lugar, ahora ya son más bajas que la región y segundo, han venido bajando mientras que en la región han venido subiendo.

¿Qué es lo que veo? En China pasó algo extraordinario. Esto debería ser una lección para los macroeconomistas, para los Paul Krugman de este mundo que están a favor del gasto público extraordinario, porque fíjense qué pasa: cuando llega Lehman... este es el gasto público. Sacado del WEO, del World Economic Outlook. Esa era un poco arriba del 18% del producto. Cuando viene Lehman se compra totalmente la solución así llamada keynesiana. A mí no me gusta llamarla keynesiana. Keynes era una persona muy inteligente. Esta es **una** de las cosas que dijo Keynes nada más, pero sí, efectivamente fíjense que se pasa de menos del 20% a 30% del producto. Es un esfuerzo fiscal muy importante el que hacen.

Si miro lo que se llama *total social finance*, que es el préstamo que hacen los Bancos a la economía, básicamente, sin entrar en detalles esto es porcentaje de producto, es decir que en el 2008 eso era un poco arriba de 120% del producto y ahora está en 200% del producto. Ha ido subiendo, es decir han casi duplicado, esa historia yo la estoy contando en un país de los nuestros, que empezó a fogonear la economía aumentando el gasto y que el Banco Central y los bancos nacionales duplicaron el crédito seguro que todos dirían “tuvieron hiperinflación”. Muy interesante: no tuvieron hiperinflación. Esto es una pregunta para economistas muy interesante y yo creo que tiene que ver con que hay ciertas economías que tienen más tendencia al *liquidity trap* que otras.

Nosotros, como huimos de nuestra moneda muy rápidamente, vamos a la hiperinflación. Otros países como Estados Unidos que hacen todo lo contrario piensan en la moneda como una cuestión confiable, van hacia la moneda y tienen *liquidity trap*. Y los chinos lo único que conocen es eso, no tienen salida - solo los más ricos, los multimillonarios que están especulando por ahí, yéndose a Australia - pero la mayoría los 1300 millones conocen el renminbi, conocen un Banco que les paga una tasa de interés de prácticamente 0, entonces, cuando ven un poquito de incertidumbre se van a su moneda. Entonces eso les puede dar estabilidad monetaria, pero no necesariamente están libres de burbujas, porque la burbuja la puede crear el individuo que tiene plata. Creo que ahí es donde entra el tema que voy a mencionar, de la burbuja reciente que se está rompiendo del *stock market*.

Entonces, esto es muy importante, entonces uno ve un aumento muy fuerte a punta de crédito. ¿Qué lograron? Muy interesante: tenían tasas chinas del 14% y no las pudieron recuperar.

Siguieron yendo para abajo es decir, trataron de foguear. Esto es más que keynesiano. Querían mantener la tasa de crecimiento, no solo el nivel, y obviamente no les ha funcionado. Hay un tema que podemos discutir, yo no soy gran especialista en el tema, pero obviamente como el resto del mundo, que era un poco el canal por el cual este país podía crecer - es un país enorme cuyas exportaciones son superiores al 30% del producto, pero es una isla, un país de 1300 millones de habitantes podría ser casi una economía cerrada, sin embargo no, vivieron de eso, entonces cuando el resto del mundo deja de crecer a las tasas anteriores, eso se les acaba, entonces necesitan moverse a lo largo de la curva de transformación, hacer otras cosas. Eso no es fácil y eso no se hace con crédito a lo loco. Lo que hicieron con el crédito a lo loco es lo que todo el mundo sabe: ciudades donde nadie vive, puentes que no llegan a ninguna parte y un montón de corrupción. Eso no les funcionó. Y ahora ¿qué estamos viendo?:

No es fácil conseguir datos de la China, uno depende mucho de rumores y de cosas y bueno, esto lo tomé del *Financial Times*. Hay dos cosas para ver ahí, digamos: el artículo argumenta que la tasa de inversión verdadera más o menos en la China ahora está creciendo al 5%, que es muy bajo. Sí, yo quiero mantener las tasas de crecimiento en China, pero lo que más me preocupa a mí es que la tasa de expansión de crédito ha sido negativa y

a tasas muy altas. Una cosa muy importante que quisiera enfatizar también después: uno mira ¿qué debe mirar uno como indicador, como termómetro? ¿El nivel del crédito o la tasa de crecimiento del crédito?

La coyuntura de la tasa de crecimiento del crédito para mi gusto es mucho más importante que el nivel: el *sudden stop* que nosotros hemos trabajado es el *sudden stop* de un flujo.

Entonces, si yo quiero hacer el mismo cálculo domésticamente y digo: hay un *sudden stop* del flujo de crédito, debería ser, entonces es el flujo de crédito lo que tengo que mirar. Yo creo que los chinos no lo entienden eso, hasta donde yo podía discutirlo con ellos, y los chinos tienen recursos como para hacerles un *bailout*, un salvataje a los bancos, pero hacerle un salvataje a los bancos, como ya los europeos lo saben muy bien, no es suficiente para que haya crédito para crecer.

El crédito para crecer tiene que ser un flujo nuevo. Entonces, claro que tienen reservas para hacer un salvataje, para que no se les caigan los bancos, cambiar lo que quieren.

Ahora tienen que mostrar que al caballo le pueden hacer beber el agua, que pueden lograr que el sistema siga prestando, y eso es lo que yo veo que les va a ser muy difícil porque han hecho muchos malos préstamos, incluidos los préstamos para comprar bonos y acciones en el mercado. Hasta donde yo entiendo, la suba fuerte del mercado estaba muy apoyada por lo que se llama *margin lending*. Es decir, el dinero que fue al mercado es dinero que la gente pidió prestado.

Por eso es que es tan sensible a una caída de precios, porque hay un *margin call*, hay condiciones, qué se yo cuánto será, 80%, otra vez el tema del colateral del que nos hablaba John.

Colateral es el valor de las acciones que la gente compra con el préstamo. Si por alguna razón el valor del colateral cae, la gente se ve obligada a devolverle la plata al banco, y como realmente la pidió prestada, lo único que le queda hacer es liquidar la inversión que hizo, es decir cae el precio y en vez de aumentar la demanda que es lo que uno esperaría en un mercado estable, genera más oferta.

Entonces, una cosa trae la otra y destruye. Aparentemente ese es el ciclo en el que estamos, y pequeños cambios en la tasa de interés. Interesante ahí el tema de John, para un especulador como este un pequeño cambio en las tasas de interés de repente lo lleva a tener que liquidar su posición y a que caiga entonces muy fuertemente.

Por el lado del colateral, si no tuviera problema con el colateral, bueno va a ganar un poquito menos, pero no necesariamente tiene que salir a vender en el peor momento, pero cuando está agarrado por el colateral se tiene que ir.

Estamos viendo un ciclo de ese estilo para mi gusto y eso es lo que lo está haciendo muy peligroso. El gobierno está medio atrapado. No solo las tasas de interés no sirven, las tasas de interés son contraproducentes entonces ¿qué hace el gobierno en este momento si no quiere que se le caigan? Están atrapados con eso.

Finalmente, quisiera terminar con retos a futuro. Como ven, estoy abriendo el panorama a algunos pensamientos. Yo creo que hay que prepararse para un *sudden stop*. Yo no digo que va a pasar y ojalá que no. Pero si suben las tasas de interés en EEUU, lo que hemos visto en el pasado por muchas experiencias, la tasa de interés, a pesar de que es la tasa de interés de corto plazo, en esta región ha tenido mucho impacto.

Mi lectura, yo no sé cuánto estará en línea con lo de Ana y John, pero mi lectura, yo vengo de otra esquina donde le doy mucha importancia a la liquidez. Pero como la liquidez es importante, todo este periodo de tasas bajas de interés, y uno podría hacer un modelo formal, da incentivos a que la gente vaya a buscar otros activos por su liquidez, no como bien de inversión.

Así que las pequeñas subas en esa tasa de interés pueden provocar una salida fuerte de capitales, y si tenemos una cuenta corriente que está en parte financiada por ese tipo de capitales que a veces se llaman capital caliente, va a forzar el ajuste. Entonces, yo creo que hay que estar preparados, ya ha pasado varias veces y vuelvo a repetir: no tenemos los Bancos Centrales mundiales que nos apoyen ahora. Están jugando en contra, antes eran parte del mismo equipo, estaban bajando las tasas de interés, nos daban líneas de crédito, la FED, etc. Todo el mundo estaba ayudándonos. Éramos

la esperanza del mundo justamente, el Fondo Monetario nos alentaba a que gastásemos más. Se crearon estas líneas de crédito como el *flexible credit line*: todo el mundo a favor nuestro y ahí nos fue más o menos bien, teníamos *fundamental* bastante bueno.

Ahora no, ahora si esto se seca, el Banco Central de EEUU no es responsable de nuestro bienestar, ya lo sabemos, lo han dicho mil veces, excepto que la cosa llegue a mayores. Yo creo que hay que estar preparados. Hay muchas cosas para hacer. Pero una de las cosas que uno tiene que darse cuenta es que el Banco Central tiene reservas y las ha tenido en parte para defenderse de una situación como esta. Y acá entonces hay que tener mucho cuidado, yo sé que acá se está discutiendo si esas reservas se pueden usar para planes sociales directamente. Las reservas están hechas para sustentar al sistema financiero y que no interfiera el sistema financiero aún más con la economía real si hay un *sudden stop*.

Un *sudden stop* es una ruptura del crédito, es una caída fenomenal del crédito, especialmente del flujo de crédito. Entonces eso lleva a un parate inmediato que tiene además problemas de colateral porque al caer la demanda agregada cambia el precio relativo, el *real exchange rate*, la tasa real de cambio se deprecia, etc., cae el colateral por ahí otra vez, y entramos en un proceso que es muy difícil de parar. Ahí ya la tasa de interés del Banco Central, sí que estoy totalmente de acuerdo, olvídense, déjenla ahí tranquila, no va a servir, no va a servir para mucho. Pero sí las reservas.

¿Cómo se hace? No es fácil. Recuerden nomás que en el 2002 y 2008 Brasil la usó para expandir crédito al sector exportador, otra cosa que está en línea con lo que decían ellos hace un momento. Sonaba muy provocativo decir que el Banco Central se meta medio como dirigiendo el crédito aquí o allá, **sí, puede.**

A mí a veces me acusan, “¿Cómo puede ser que vos...? A mí a veces se me ve como muy conservador, y yo reconozco y sé que soy conservador, si los mercados funcionan, pero si los mercados no funcionan ¿qué quiere decir ser conservador? Conservar lo que no existe.

Entonces ahí sí hay que tener cuidado, en estas crisis los mercados no funcionan, el mercado financiero se rompe, todas esas cosas, si el colateral es importante, es más importante ahora, porque se rompió, se perdió la confianza como decía Pascale ayer.

Entonces ahí es donde entra el Banco Central y hay que manejar esas reservas con cuidado. Pura intervención, no estoy en contra de ello, pero cuidado, yo con la pura intervención puedo financiar una huida de capitales, y ha pasado, que de golpe intervengo... Brasil ha perdido un montón de esa manera, quiso intervenir, intervenir y entonces la gente aprovecha para sacar y llevárselo afuera porque no sabe muy bien lo que va a pasar acá, entonces me voy hasta que aclare. El problema es, nosotros desde este punto de vista sentimos todo el apretón. Mientras el otro está confiado tranquilo en Wall Street, esta región se queda sin crédito. Entonces, mucho cuidado con el uso, porque hemos visto que se pierde muy rápidamente.

Entonces, orientarla ¿cómo se hace? Depende de cada país, ahí yo no tengo fórmula para eso y es muy difícil.

Y otro tema general es en primer lugar que cuando uno ya usa reservas de esta manera, tiene que coordinar con el resto del gobierno, porque si no, el Banco Central se hace responsable de políticas que ya no son tanto del Banco Central, lo van a acusar de favorecer a sectores, de hacer política fiscal.

Bernanke, estoy seguro que de acá a futuro ya va a aparecer algún senador republicano por ahí que le haga juicio porque sí, porque comprar *toxic assets* ha sido una forma de política fiscal. No perdieron plata, bueno, qué suerte, pero el Banco Central tiene que arriesgar y hay toda una pregunta ahí, hasta dónde llega el Banco Central, porque si el Banco Central se mete en eso, yo creo que de facto pierde su independencia.

Tiene que reconocerlo, creo, y tiene que tener de su lado para estas medidas al resto del gobierno, y además estar bien coordinado. Porque cuando pasan estas cosas, miren la gran devaluación argentina del 2001, donde al fin se pesificó de manera asimétrica, una manera muy, muy ineficiente de hacer las cosas, favoreciendo a ciertos grupos que estaban ahí, manejando la cosa porque no estaban preparados, no se puede culparlos porque no estaban preparados, porque fue una gran sorpresa.

Pero dado que se ven todas estas señales dando vuelta yo creo que es hora, yo aconsejaría que el Banco Central entre en un diálogo más intenso, hagan simulacros, a veces a mí en inglés me gusta llamarlos *fire drills*, con el resto del gobierno para estar preparados y saber qué hacer si necesitan en

ese momento llamar a un comité, es decir, qué vamos a vender, qué vamos a comprar, es decir, estar listos para hacerlo.

Y en ese contexto también evitar la huida de capital.

Y el último punto creo que quería hacer es sobre retos de más largo plazo. Dónde va la región ahora es un gran tema; me parece que vamos a tener que enfrentar, toda la región...

¿Qué sabemos de la región? Que ahorra muy poco y que la productividad medida por el *total factor productivity* crece muy poco y a lo largo del tiempo como lo ha calculado el BID ha sido hasta negativo; uno puede confiar en ese número o no, pero de todas maneras es una región con bajo crecimiento de productividad y bajo ahorro, entonces no es de sorprender que hemos podido crecer en períodos en que hemos tenido ahorro interno, términos de intercambio favorables y que cuando esas condiciones cambian, el crecimiento queda desacelerado.

Entonces, es de esperar que si esa situación se mantiene, que parece ser el caso, si suben las tasas de interés en Estados Unidos, si los términos de intercambio no mejoran, bueno, habrá que cambiar de estructura productiva, en vez de producir soja habrá que producir otras cosas y eso no es fácil y el problema es qué hacer. Acá en particular hay un riesgo regulatorio, yo creo que reducir el riesgo regulatorio es fortalecer el derecho de propiedad.

Si uno mira en el papel, es una de las regiones que tienen mayor protección al trabajo desde todo punto de vista y es una de las que tiene el mercado negro de trabajo más grande también, cosas que a un economista no lo sorprenden ¿no es cierto?

Entonces, hacemos cosas muy de gran corazón pero después no pagamos impuestos, por ejemplo. Entonces hay algo que no anda, yo creo que la región tiene que aprender a vivir en un mundo, no digamos puramente capitalista, pero donde al mercado se le dé un rol, donde haya disciplina de mercado y se esté más dispuesto a que no siempre las cosas salen bien cuando está el mercado de por medio. Eso creo que sería importante.

No lo veo fácil por las tendencias populistas de la región, que si tenemos una crisis podría llegar a empeorar, pero podría no ser el caso, porque

después de todo, el consenso de Washington surgió durante una de las crisis y cuando nos llevan a que tenemos que hacer el ajuste sí o sí de repente, los políticos se ponen la camiseta de Washington otra vez y lo hacen. Lo hacen en el peor momento, pero lo hacen.

La inconsistencia temporal siempre está ahí, es una gran tentación. Ahora, yo lo que veo en la práctica es que no se ejecuta todas las veces, pero cuando las ganancias de ese *time inconsistency* son grandes, entonces la tentación del político es grande también. Entonces una región que tiene alta volatilidad como tenemos nosotros, como hemos tenido, favorece la inconsistencia temporal, entonces buscar maneras de maniatar, digamos al gobierno, para decirlo en términos generales, para asegurar que en el futuro las reglas no van a cambiar, yo creo que es una labor pendiente muy importante que excede la economía. Lo que se me puede ocurrir en este momento, creo que el Tratado de Libre Comercio con economías avanzadas es un camino, pegarse al carro de Estados Unidos tal vez sea el camino, es la única región que más o menos está creciendo, no se ve esa gran promesa de crecimiento de Europa. Se ve la China, como les decía hoy, muy debilitada. Si la China cae se va a debilitar el Asia también.

Entonces esas son las buenas noticias para nosotros, de repente la región se va a volver interesante. Pero para que sea interesante tiene que venir capital no puramente especulativo a corto plazo, sino con un proyecto de más largo plazo para el cual tiene que creer que de acá a 5 o 10 años, aun cuando las cosas vayan mejor, después vamos a seguir con esa disciplina. Tal vez es el momento ahora, que las cosas van a ser más complicadas, de discutir estos temas y tal vez convencer a los políticos que hay que hacer esas reformas ahora. Curiosamente uno diría “no es el momento”. Pero tal vez, el político, el votante se dé cuenta de la importancia de hacer las reformas en este momento.

Me cuenta Andrés Velasco<sup>3</sup>, es estudiante mío de Columbia, que hasta que no vino la crisis del 2008 ellos tenían un fondo, así como tienen acá reservas, y lo querían colgar del árbol porque no lo gastaban. Cuando vino la crisis se dieron cuenta de que podían gastar y que gracias a eso pudieron

---

3 Ministro de Hacienda chileno (2006-2010) durante la primer presidencia de Michelle Bachelette.

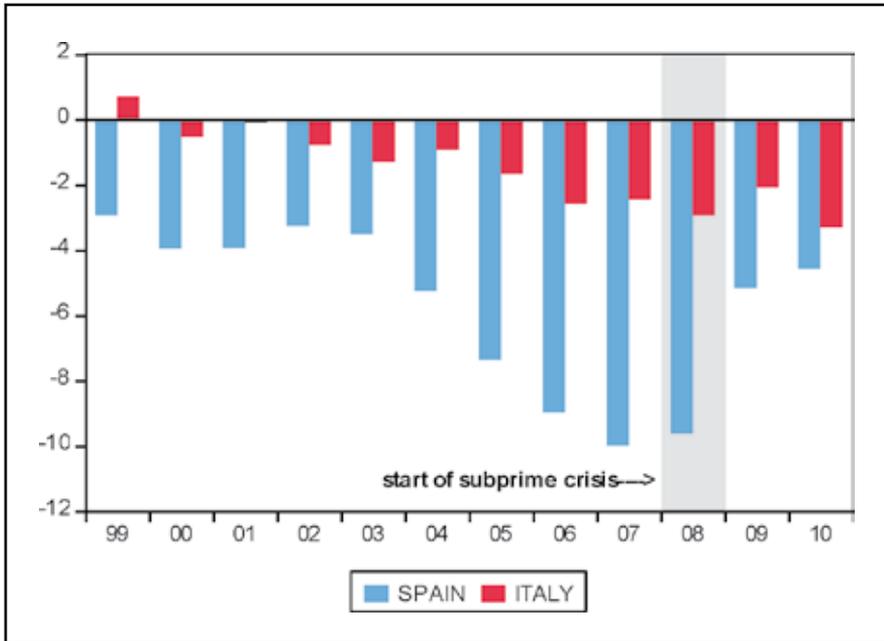
contener la crisis de manera importante, se volvieron héroes nacionales. La gente entiende mucho más la importancia de las reformas de las que hablamos los economistas en este sentido cuando están enfermos. Cuando uno está enfermo va al médico y dice: “sí, la verdad tengo que hacer un poco más de *jogging*”, ese tipo de cosa. Antes uno no lo quiere ni ver al médico.

Finalmente, no bajar la guardia ¿por qué?

Porque uno escucha y es muy común dar vueltas por ahí y que la gente diga: Están las cosas tan mal, pero mirá el paisito este de Centroamérica, que puedo poner un bono de 100 años. Todavía está la plata ahí, entonces tal vez estamos **desacoplados**, esa palabrita *decoupled* que se inventó luego del 2008 cuando nos empezó a ir bien, para no bajar la guardia, porque está este fenómeno que yo le estoy llamando aceleración, que tengo que encontrar una mejor palabra porque aceleración en economía se ha dicho para otras cosas, pero se llama aceleración porque esta crisis tiene una característica realmente endiablada.

En España e Italia, tal vez si miran con un microscopio los meses antes de la crisis ven un poquito que estaba bajando. Si miran con un microscopio, me dice Carmen Reinhard, vas a ver que los préstamos se hacían a más corto plazo, es decir, había alguna fluctuación, pero desde el punto de vista macro el acceso al crédito se había secado y **de golpe se secó**.

En la muestra que nosotros tenemos de todos los *sudden stops*, el trabajo nuestro es bien conocido, con Alejandro Izquierdo, etc., esto ahora son flujos de capitales. Es una muestra de muchos *sudden stops*... Hasta ese momento sigue creciendo y después se desploma. Por eso digo no bajar la guardia. El hecho de que hoy día, de repente digo “todavía yo puedo ir a una tienda y no tengo ese *credit crunch*, puedo conseguir crédito” no es un buen indicador. Puede ser todo lo contrario. No tenemos una buena teoría para ello. Yo creo que ahí es un tema que creo que la gente que está más en *finance* como John y Ana creo que es interesante que trabajen sobre eso. Yo tengo algunas conjeturas.

**Gráfica 5. Cuenta corriente (% PIB)**

Source: WEO

Aquel que no cree en los mercados puede decir: ¿no ves que esta gente es irracional? Y mirado así yo puedo decir: parece que son irracionales u otras cosas se pueden decir. Pero la cuestión... el único punto acá, no estoy probando teoremas ni nada, simplemente es un hecho que estas crisis vienen de sorpresa y vienen luego de un periodo en que no solo entra capital sino que entra con más fuerza. Muchas gracias.