

**Exposición de Roberto Frenkel en el Workshop Internacional “Crisis, ajuste macro y perspectivas”. CIEPLAN, Santiago de Chile, 24 de setiembre de 2010.**

Aunque mi exposición está centrada en América Latina y la crisis reciente adopto una perspectiva más amplia en el tiempo y en la geografía. Esta se justifica porque se pueden obtener lecciones importantes de política económica contrastando la experiencia de los países en desarrollo durante los años 2000, incluyendo su desempeño durante la crisis reciente, con las tres décadas previas de globalización financiera.

La lección más importante 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, digamos las buenas, contribuyen a alcanzar el cumplimiento simultáneo de esos tres objetivos.

En síntesis, mi exposición dice que un número significativo de países en desarrollo adoptaron las buenas políticas macroeconómicas durante los años 2000. Esto no sólo favoreció a las economías que las adoptaron, sino también al conjunto de países en desarrollo, gracias al efecto beneficioso que eso tuvo sobre las relaciones entre los países en desarrollo y el sistema financiero internacional.

El mencionado efecto beneficioso global operó en los años 2000, en el período previo al comienzo de la crisis financiera y también durante su primera fase, entre mediados de 2007 y el colapso que siguió a la quiebra del Lehman Brothers.

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 las nuevas configuraciones macroeconómicas fueron menos golpeadas por los efectos financieros y disfrutaron de mayores grados de libertad para instrumentar políticas anticíclicas. Del otro lado, las economías en desarrollo que preservaron una inserción financiera internacional enmarcada por políticas macroeconómicas similares a aquellas que predominaron en América Latina 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. En lo que sigue desarrollamos estas ideas y concluimos esbozando los rasgos de las buenas políticas macroeconómicas.

## **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 de mercado emergente fueron cada vez más frecuentes e intensas. La mayoría de las crisis financieras, incluyendo la reciente en Estados Unidos, muestran la trayectoria cíclica de auge seguido de crisis descrita por Hyman Minsky, en la cual el comportamiento cíclico de las preferencias de los agentes hacia el riesgo y la laxitud en la regulación de los mercados financieros conduce 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 instrumentación de políticas macroeconómicas que generaban 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 años 2000 no se presentaron nuevas crisis en las economías emergentes a pesar de que se presentaron en el período varios 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, países en desarrollo cuyas políticas lograron evitar acumular altas deudas y caer en trampas financieras también experimentaban 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 constituían una “clase” cuyos sus rendimientos incluían una prima de riesgo país considerable. Estas primas de riesgo habían tocado su mínimo en 1997, justo antes de la devaluación tailandesa. Pero luego de las crisis asiáticas y rusa, las primas de riesgo país subieron y permanecían elevadas a comienzos de los años 2000. En

consiguiente, dado que la suma de la tasa internacional libre de riesgo y la prima de riesgo país establecen el piso de las tasas de interés domésticas, la integración financiera internacional parecía condenar a las economías en desarrollo a niveles de tasa de interés sistemáticamente más elevados que los de los países desarrollados. Además de las consecuencias negativas que esto tenía sobre el crecimiento y la distribución del ingreso, esa situación hacía a los países en desarrollo 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 tendieron a elevarse desde mediados de 2007, pero aún así, antes de la quiebra de Lehman Brothers, las primas de riesgo de las economías de mercado emergentes eran similares a los niveles que predominaban 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**

En los años ochenta y noventa los ciclos de los países avanzados y de los países en desarrollo estaban altamente correlacionados y las tasas medias de crecimiento de ambos grupos eran similares. La correlación cíclica entre las dos agrupaciones de países persiste en los años 2000, pero durante este período, los países en desarrollo (y también el subconjunto de economías de América Latina) 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%.

El desempeño de las economías en desarrollo en 2009 según regiones muestra alta heterogeneidad. 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 otro lado, solamente un pequeño

número de economías en desarrollo asiáticas experimentaron recesiones y la región creció en promedio 6,6%. En Africa y América Latina y el Caribe los desempeños nacionales fueron más heterogéneos.

Ningún país estuvo libre de los impactos externos recesivos. Pero los datos 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 en un número importante de países.

Ningún país puede aislarse de los efectos recesivos de la contracción en el comercio. Estos efectos son específicos de cada país y dependen de su particular inserción comercial. 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 aplicadas en los años previos. Por un lado, estas políticas fueron el factor determinante del desacople del contagio financiero y por otro lado, de la posibilidad de instrumentar políticas anticíclicas.

Hemos realizado un trabajo econométrico con una muestra de 50 países en desarrollo enfocado sobre el desempeño de la tasa de crecimiento del producto en 2009. Las variables explicativas son la tasa de variación de las exportaciones en 2009, la tasa media de crecimiento en el período previo a la crisis 2005-2007, el ratio deuda externa de corto plazo/producto a fin de 2007 y el promedio de la relación cuenta corriente/producto en el período 2005-2007. Todos los coeficientes resultan altamente significativos y las variables explican 43% de la varianza de las tasas de crecimiento. Como cabía esperar, el coeficiente de la tasa de las exportaciones en 2009 es positivo (22%). También es positivo el coeficiente de la tendencia del crecimiento en el período previo a la crisis (45%). El coeficiente del ratio deuda/producto es negativo (-19%). Por último, el coeficiente del resultado promedio del ratio cuenta corriente/producto en 2005-2007 es positivo (24%) y de valor absoluto algo superior al coeficiente de las exportaciones. En síntesis, en 2009 crecieron más (o cayeron menos) los países en desarrollo cuyas exportaciones se contrajeron menos, los que venían experimentando mayores tasas antes de la crisis, los que tenían menores deudas de corto plazo antes de la crisis y los que mostraban mayores resultados de cuenta corriente en el período previo a la crisis. El rol que muestran los resultados previos en la cuenta corriente en la

resistencia frente a los impactos de la crisis reciente es consistente con estudios anteriores sobre la relación cuenta corriente-crecimiento, como comento enseguida

### **Los cambios mencionados están vinculados con las nuevas políticas macroeconómicas y sus resultados**

Primero, ha habido un cambio en el régimen cambiario de muchos países en desarrollo. El nuevo régimen, generalmente llamado “de flotación administrada”, combina las ventajas del régimen flotante con grados de libertad de la autoridad de política monetaria para 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 insertado en el sistema como receptores de capital para financiar déficits en cuenta corriente, han generado recientemente superávits en cuenta corriente – o redujeron significativamente los déficits previos - y acumularon importantes reservas internacionales. Superávit en cuenta corriente y disponibilidad de grandes 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 donde los déficits se convirtieron en superávits. Además, la emergencia de un número importante de países superavitarios tuvo también consecuencias benéficas para aquellas economías donde persistieron los resultados negativos en la cuenta corriente y para el funcionamiento de todo el sistema. La reducción del número de países deficitarios, en un contexto donde muchos países emergentes muestran superávits, disminuyó el riesgo de comportamientos de 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 de mercados emergentes.

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 la percepción de riesgos de crisis y las primas de riesgo. También son factores que explican 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 solamente 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 través de la preservación de niveles competitivos de tipo de cambio real.

Concluyo esbozando las características estilizadas de las nuevas configuraciones macroeconómicas, que el colega Amar Bhattacharya sugirió denominar “the new fundamentals for macroeconomic policy in developing countries”. Las primeras cuatro componentes son las más novedosas:

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 una tendencia competitiva del tipo de cambio real y evitar fuertes apreciaciones; iii) superávit como tendencia y déficits transitorios moderados en la cuenta corriente del balance de pagos; iv) acumulación de considerables reservas internacionales. Este subconjunto se enfoca en la promoción del crecimiento y el empleo, la robustez de las cuentas externas y la prevención frente a shocks externos reales y financieros.

Las dos que siguen tienen más tradición, aunque también hay aspectos novedosos en la formulación de las políticas monetarias y fiscales:

v) una política monetaria activa, facilitada por la esterilización de las intervenciones oficiales en el mercado cambiario y la inexistencia de dominancia fiscal. El foco de esta componente es el control de la demanda agregada y la inflación.

vi) tendencia equilibrada de las cuentas fiscales y déficits moderados. Esta componente se enfoca en habilitar políticas anticíclicas (control de la demanda agregada y la inflación en las fases de auge y estímulos en las fases contractivas) y en prevenir la acumulación de deudas públicas importantes.