

El nuevo contexto internacional y el desafío de América Latina

BOLETÍN INFORMATIVO TECHINT
EN BASE A LA CONFERENCIA DE
GUILLERMO CALVO

*Profesor de Economía, Asuntos Públicos e Internacionales
y Director del Programa de Gestión en Política Económica
(PEPM) en la Universidad de Columbia*



I. INTRODUCCIÓN

EL MUNDO ESTÁ EN UNA SITUACIÓN PECU-
liar, y muy preocupante. Los ahorristas y los
bancos tienen una fuerte preferencia por ahorrar en
activos seguros. En América Latina en general, se
considera que las bajas tasas de interés son una buena
oportunidad, pero debe advertirse que si son bajas es
porque los bancos no quieren prestar. Entonces uno
no puede sacar mucho provecho en general de esta
situación, lo cual se refleja en una deflación de pre-
cios, o por lo menos en una tendencia deflacionaria
en las economías avanzadas, y una gran volatilidad
del flujo de capitales hacia los emergentes.

También se ha visto que, a pesar de todas las restriccio-
nes, ha habido una tendencia a la entrada de capitales
importante en las economías emergentes pero cabe
destacar que cuando en 2013 se empezó a pensar que
tal vez Estados Unidos iba a comenzar a ajustar la tasa
de interés se produjo una salida de capitales importan-
te de todos los emergentes. Una situación similar se
ha vivido últimamente con el Brexit. Es decir, que ese
es el tipo de mundo en el que estamos, un mundo con
fuerte incertidumbre donde si bien existen oportuni-
dades ellas son también riesgosas.

Otro tema a destacar es la evolución de la productividad.
Hoy se observa una desaceleración muy importante de
la productividad, también en el norte. Luego la pregunta
es ¿de dónde va a venir el crecimiento si la produc-
tividad no aumenta? Sabemos que hay acumulación
de factores pero eso no es suficiente, en general para
poder crecer de manera significativa. La productividad

es importante, y en términos de aspectos que están más relacionados con mis trabajos de investigación, se destaca además una escasez de colateral en el mercado de crédito internacional. Es un fenómeno del que no se hablaba en economía, y que ahora ha surgido de repente. En inglés se lo denomina *shortness of safe capital*, porque el mercado de crédito no funciona si no hay colateral. Cuando yo pido crédito, el cual, como regla general, es difícil de liquidar, es necesario presentar algo que es líquido como colateral. Si lo que el mercado presenta no es suficientemente líquido, entonces el crédito se interrumpe.

Si observamos el gráfico de Eichengreen sobre liquidez global, se advierte que el tipo de liquidez que serviría como colateral, como porcentaje del PBI mundial, alcanzó un pico de 60% del producto mundial en 2009, mientras que hoy en día vemos que ese número ha bajado 20 puntos del producto mundial, casi de repente. Esa falta de colateral es lo que termina matando el crédito, y si no hay crédito es muy difícil

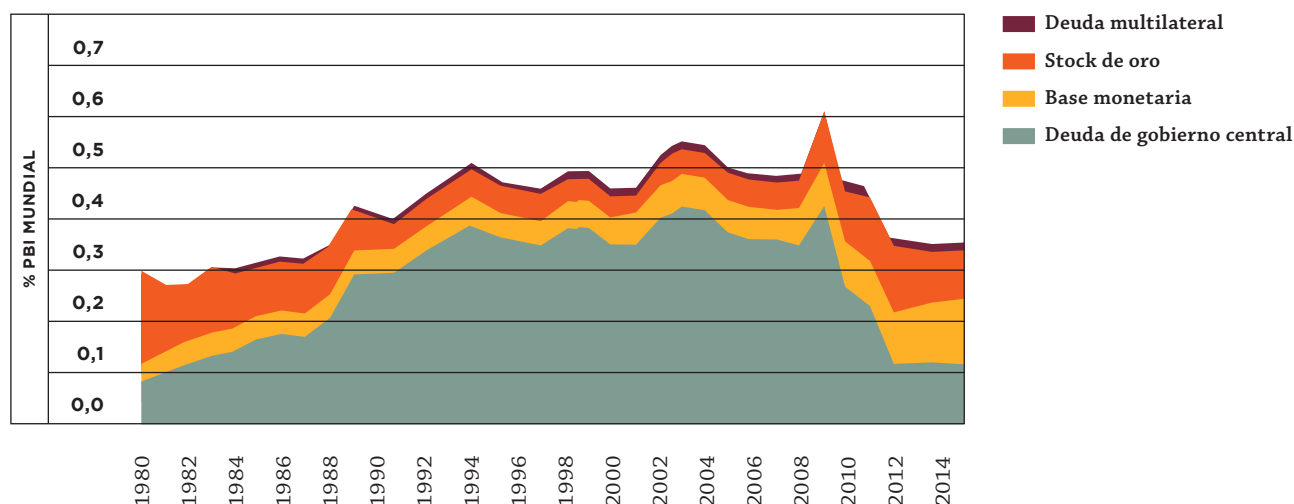
que exista un crecimiento sostenido y suficientemente alto como para impulsar a los países, en particular los emergentes. Este tipo de observaciones ha generado la preocupación de que el mundo se encuentre en una situación de *secular stagnation* o esté entrando en ella. Como nota histórica cabe mencionar que el tema de la *secular stagnation* fue muy popular también luego de la gran depresión, después de la Segunda Guerra Mundial, pero nada de eso pasó.

El tema de la trampa de liquidez que se observa en las economías avanzadas es la contracara de la falta de predisposición por parte del sistema financiero a prestar. Para aquellos que hemos estudiado macro en la época en que todavía se recordaba la gran depresión del '30, la trampa de liquidez se modelaba como una demanda infinita por dinero por parte del consumidor. Bueno, ahora no es sólo el consumidor, son también los bancos, lo que debíamos haber esperado, dado que eso también pasó en los '30. Lamentablemente el hecho de que los bancos pueden ser fuente de este problema no

GRÁFICO 1

Liquidez global

% PBI mundial, 1980, 2015



Nota: Suma de stocks de oro global (tenencias privadas, bancos centrales, gobiernos y FMI), títulos AAA y AA de gobierno central de países de la OECD, títulos de deuda de organizaciones supranacionales y oferta monetaria de países de la OECD. Véase que las series han sido apiladas en el mismo orden de las leyendas para facilitar la referencia.

Fuente: B. EICHENGREEN, *Global Economic Order*, ECB Annual Research Conference, 2016.

ha sido tratado en los libros de texto, y ahora está en el centro del debate, en parte debido a la crisis financiera, por la destrucción de la liquidez. Otra cosa muy importante, que se sigue discutiendo mucho en este momento, es el endurecimiento de las regulaciones bancarias. Y ello puede ser muy peligroso. Indudablemente la regulación bancaria es importante para que el sistema financiero funcione porque le estamos dando a los bancos un montón de libertades; presta la plata de otros, por lo que debe tener mucho cuidado en cómo hacerlo. Pero hay que tener mucho cuidado de no implementar una regulación muy exigente cuando el paciente ya ha tenido el ataque al corazón. Hoy y aquí estamos con un paciente que apenas si puede caminar, y le estamos diciendo, mirá, empezá a hacer jogging, que es lo que debiste haber hecho para no tener el ataque al corazón. Estamos todos de acuerdo en que eso es lo que se debería haber hecho antes, pero si lo obligamos a hacer jogging ahora se muere. Existe un riesgo de exceso de restricciones, de condiciones de liquidez, que pueden paralizar el sistema. En el pasado se podía hablar de política monetaria y olvidarse de la política regulatoria. La teoría monetaria se hizo sin hablar de política regulatoria. Ahora es necesario tenerla en cuenta y hacerlo bien porque existe el peligro de hacer inútil a la política monetaria, de matar al sistema en la base.

El funcionamiento de la economía puede pensarse como algo muy simple. Existe un flujo de ahorro que financia la inversión, hay mucho ahorro generado, por ejemplo, por los fondos de pensión. Pero estos últimos no se dedican a invertir; su ahorro debe pasar a través del sistema financiero. Pero si hay inseguridad, el sistema financiero tiene incentivos a colocar sus fondos en activos seguros, mantenerlos en dinero directamente o en depósitos en el Banco Central. Eso es la trampa de liquidez que estamos viviendo.

En cuanto a la evidencia empírica sobre esa trampa, podemos tomar la evolución del M4, los agregados monetarios más amplios que medimos, sobre el PBI. En Europa, antes de la crisis, alcanzó a 70% del producto europeo, para luego pegar un salto fenomenal, superando el 100%. Ese es dinero que fue invertido en los bancos. Es decir, que básicamente M4 es el agregado compuesto por los pasivos de los bancos, pero los bancos no usaron esta liquidez adicional para prestar más, sino que se depositaron esos fondos en el banco central. A pesar del gran esfuerzo para evitar la deflación, la tasa de inflación europea ha estado tocando cero y hoy día es negativa.

GRÁFICO 2

Sudden stop de crédito

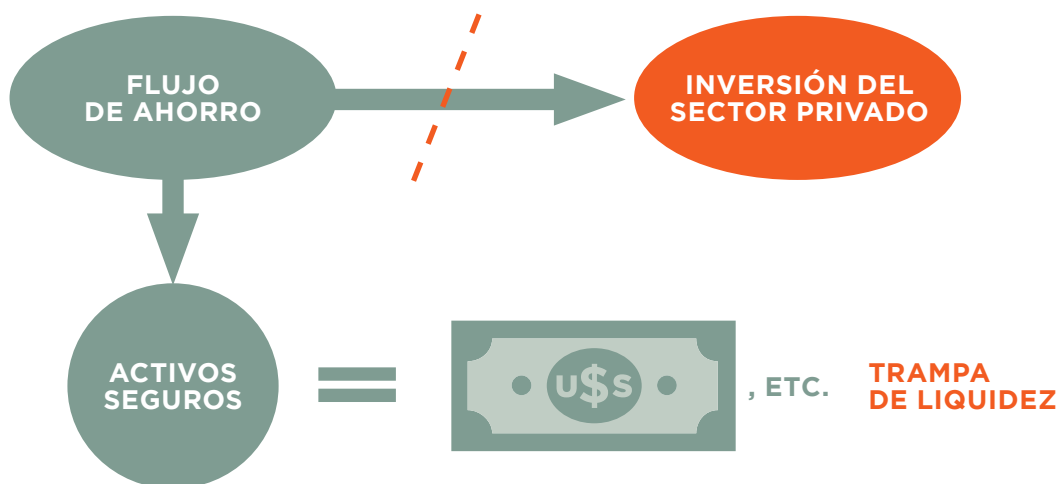


GRÁFICO 3

Eurozona: M4/PBI

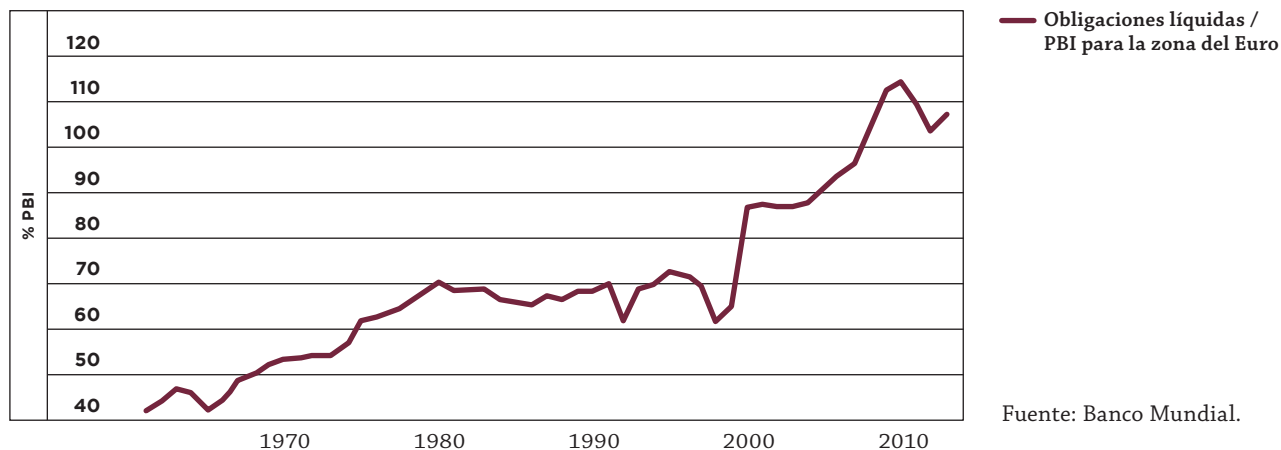


GRÁFICO 4

Eurozona: Inflación armonizada

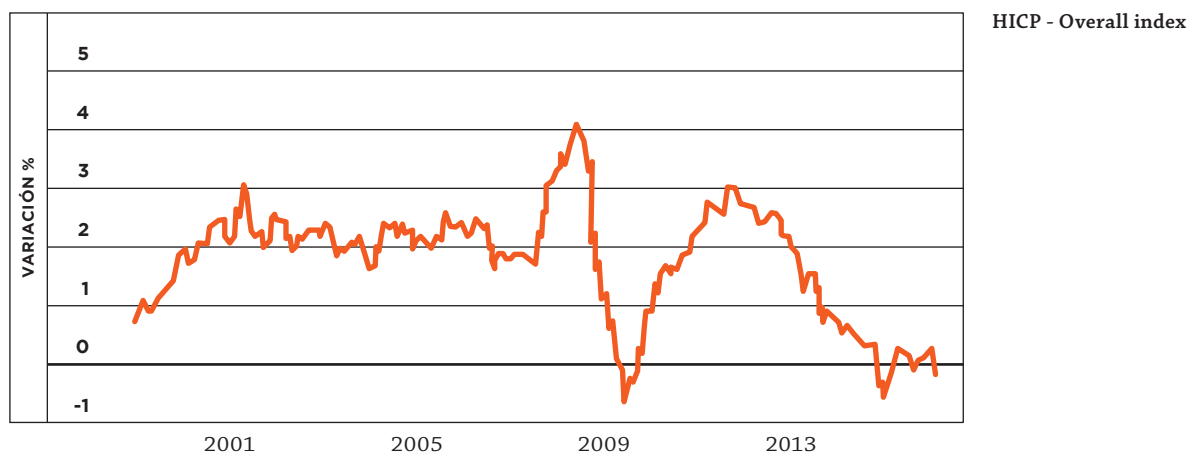
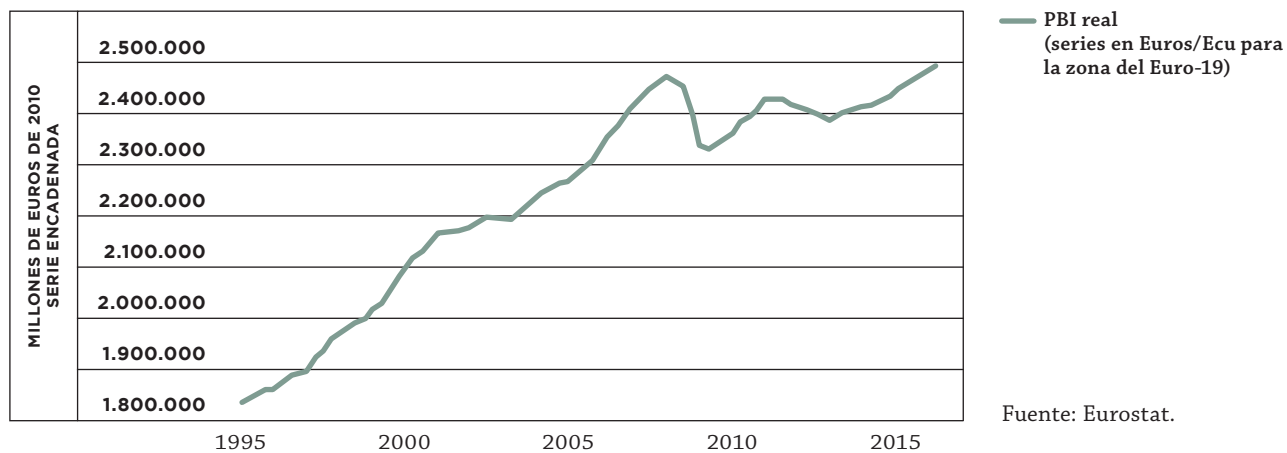


GRÁFICO 5

Eurozona: PBI real (en logs)



Mirando un poco a Estados Unidos, el gráfico muestra la evolución de las reservas excedentes, por encima de las reservas exigidas, que eran cero hasta el 2008, y que de pronto alcanzaron el 15% del PBI. Esto da una idea de la magnitud del dinero que se ha puesto en los bancos y que quedó dentro de sus hojas de balance. Esta es la razón por la cual en primer lugar no se produce inflación, no lo hace porque no circula. En Estados Unidos vemos que la velocidad de circulación (que es la inversa de la demanda de dinero) cae, lo que implica que la demanda de dinero aumentó. El Gráfico 7, que empieza en 1960, es claro: la gente no sabe qué hacer con su plata.

Por otro lado, si consideramos la marcha del PBI norteamericano vemos que a pesar de su recuperación se encuentra por debajo de la línea de tendencia. Durante muchos años se creyó que se había encontrado la solución a la estabilización de la economía a través de la política monetaria y fiscal y que la economía andaba bien. Pero como podemos ver hay un problema de productividad. A pesar de todo el esfuerzo monetario y en cierto sentido también fiscal que se hizo en Estados Unidos, la productividad sigue bastante estancada. Eso es un fenómeno de oferta, y puede explicarse por problemas de falta de ideas, o puede ser porque el flujo de crédito no es suficiente

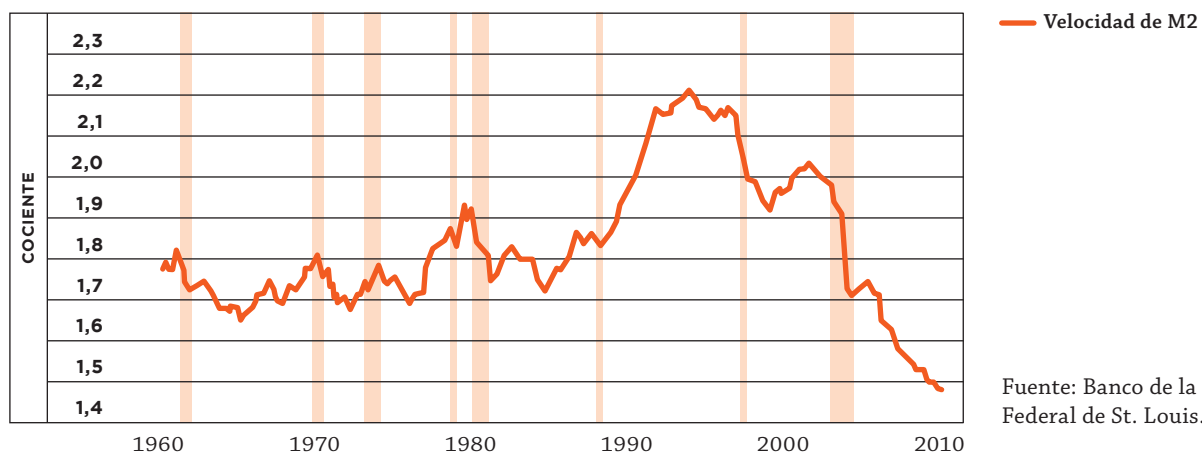
GRÁFICO 6

EE.UU.: Exceso de reservas bancarias (% de PBI)



GRÁFICO 7

EE.UU.: Velocidad de M2



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

para financiar grandes proyectos de inversión. Además, hay temas estructurales que quiero mencionar, siendo uno de ellos que la tasa de interés real sobre activos seguros del mundo ha venido cayendo, frente a lo cual algunos argumentan que quizás esté bajando la tasa natural de interés. ¿Qué refleja eso? Que el rendimiento de mis inversiones está cayendo. Y eso va junto con el estancamiento de la productividad. Otro tema que me parece interesante traer por el surgimiento de la popularidad de Trump, entre otras cosas, es la evolución del salario de Estados Unidos dividido por el ingreso disponible per cápita. El ingreso disponible per cápita incluye el salario, pero

tiene también otras cosas. El valor relativo es impresionante, esto es un índice que en el gráfico alcanza el valor de 100 en 1980, mientras que la actualidad ha disminuido por debajo de 60. Este es un tema que tratan de explicar los politólogos y ayuda a entender por qué hay esa sensación, particularmente entre la gente menos educada, de que se han olvidado de ellos, y cómo aparece de repente un personaje como Trump que les ofrece algo que seguramente no va a poder cumplir.

GRÁFICO 8

EE.UU.: PBI real (en logs)

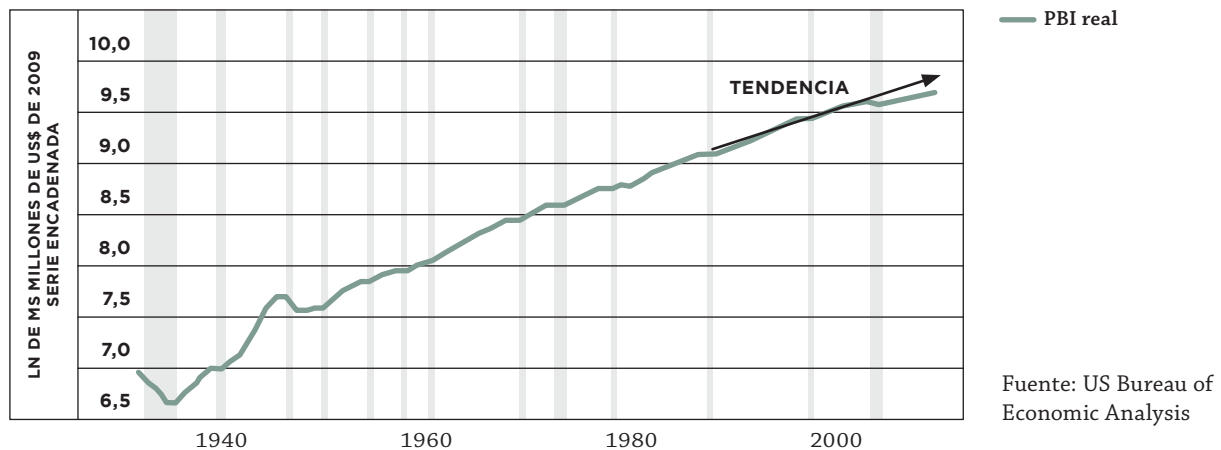
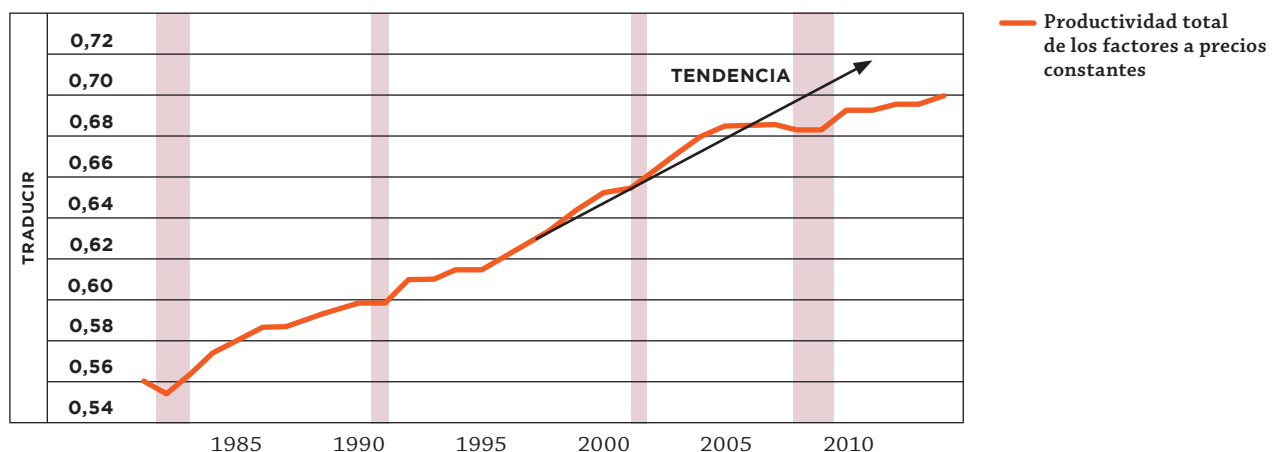


GRÁFICO 9

EE.UU.: Productividad de factores (en logs)



La economía de Japón también está estancada. Estamos hablando de la desaceleración en Europa, de la desaceleración en Estados Unidos, y también de Japón. Las economías avanzadas, están todas por el piso.

¿Cuáles son los temas que hoy se discuten? Estados Unidos se está recuperando, pero a un ritmo lento, lo que se justifica por la baja productividad y la caída del salario real, y ello puede traer otros problemas, en particular el recrudecimiento del proteccionismo, que obviamente está ganando popularidad. La Eurozona está luchando contra la trampa de liquidez por medio de una fuerte expansión de la oferta monetaria –lo que se denomina

QE– y tasas de interés negativas. Ambas son medidas altamente inusuales. Creo que todas estas acciones que se están dando por el lado de la política monetaria y de la política fiscal no son más que un manotón de ahogado. Cuando veo la productividad por un lado y por el otro veo problemas financieros, me pregunto, ¿pueden estas medidas de política ser suficientes? Parece que el problema es más profundo, y no está siendo atacado. Los problemas de sobreendeudamiento, productividad, etc., impulsan a los gobiernos a hacer cosas que son heterodoxas, inevitablemente. A meterse en política industrial, les guste o no les guste, y política de desendeudamiento. Algo así como un Plan Brady. Nosotros

GRÁFICO 10

EE.UU.: Salario real (*deflactado por ingreso disponible per cápita*)

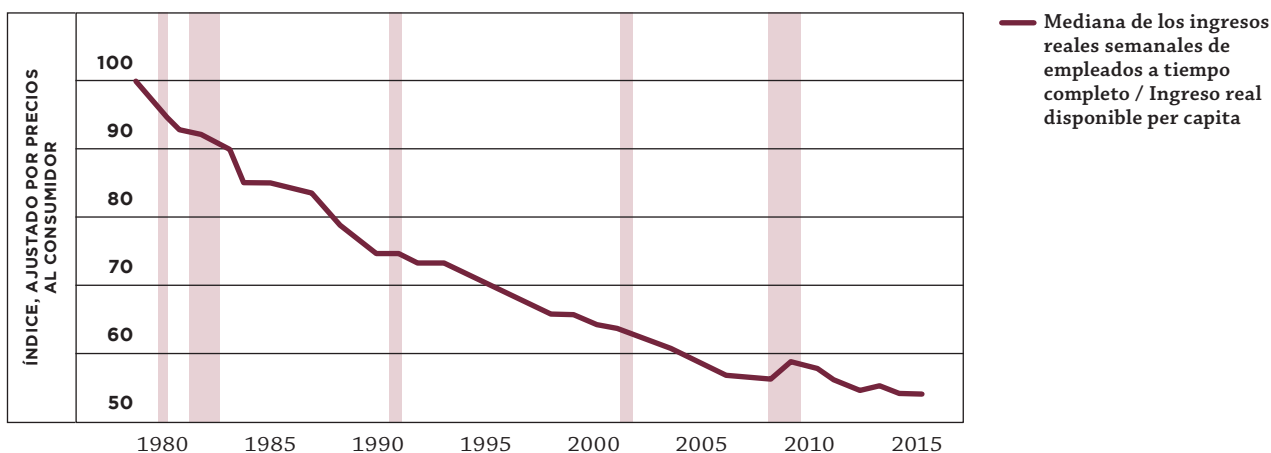
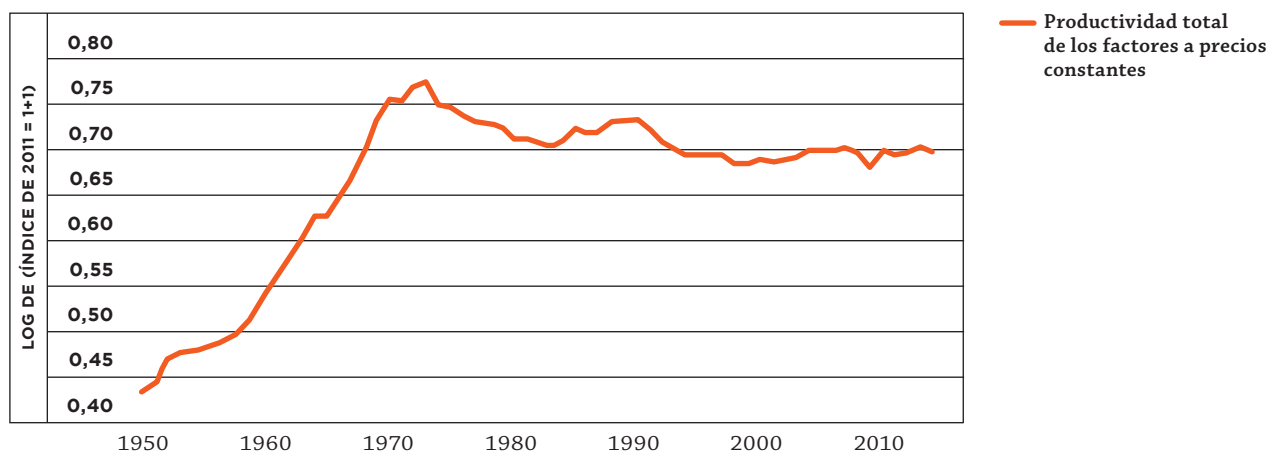


GRÁFICO 11

Japón: Productividad de factores (*en logs*)



salimos a mediados de los '80 gracias al Plan Brady. Pero en Europa no se habla para nada de un Plan Brady; el acreedor es Alemania y ¡los alemanes quieren cobrar!

La tasa de interés negativa funciona como un impuesto inflacionario, con la diferencia de que no se aplica a los billetes. Si yo tengo una cuenta bancaria cobro una tasa de interés negativa, pero los billetes no. Todavía no se sabe qué va a resultar de eso, y cuán negativas pueden llegar a ser porque llega un momento en que la gente prefiere tener la plata en una caja que estar llevándola al banco, o ponerla en las mismas cajitas de los bancos. Hoy día hay un boom de cajas de seguridad en Japón. Aquí hay una asimetría que no es fácil de arreglar. Si miro la historia americana y digo, ¿qué tuvo que hacer Volcker para parar la inflación? La respuesta es: subir la tasa de interés a más 20%. ¿Se puede reducir la tasa de interés a -20%? La respuesta es no. Tengo grandes dudas de que la tasa de interés sea un instrumento útil como la teoría tradicional monetaria nos hace pensar.

Si se crea una situación donde hay activos denominados en dólares que pagan un rendimiento negativo, se está arruinando la calidad del dólar, porque se le está poniendo un impuesto inflacionario. Al único activo con liquidez del mundo, se le estaría ponien-

do un impuesto inflacionario. Esto está en línea, con lo que sostenía Paul Krugman acerca de aumentar la tasa de inflación. Mi contestación a eso es ¿y después cómo seguimos? ¿cómo se hacen las transacciones en el mundo, cómo exporto, cómo importo?

Ahora está de moda lo que se denomina *helicopter money*, una metáfora que a Milton Friedman le gustaba utilizar. *Helicopter money* es básicamente usar el Banco Central como una fuente de recursos fiscales. Eso es grave, pues seguramente podría reactivar en el corto plazo, pero si tengo presente que existen problemas de oferta, y además otros que en parte son financieros, no es nada claro que tirando más plata al sistema se arregla algo. Puede ser que la gente que encuentra plata en la calle, esa noche va a comer a un restaurante; esto es probable que haga algo sobre el nivel de actividad, pero ¿cuán durable?, ¿cuán estable?, y podría perfectamente producir inflación, o estanflación si la oferta no se mueve y solamente lo hace la demanda. ¿Y qué demanda, además? Los macroeconomistas estamos educados a pensar en que hay un solo bien, entonces si se tira dinero desde un helicóptero, la gente consume más de ese único bien y está fantástico. Ahora, si se tira dinero, ¿en qué lo va a gastar? ¿va a ser productivo? ¿va a solucionar el problema de productividad? Hay toda un análisis micro que hay que pensar y tomar en cuenta. La macro no alcanza.

GRÁFICO 12

Tasa de interés real mundial

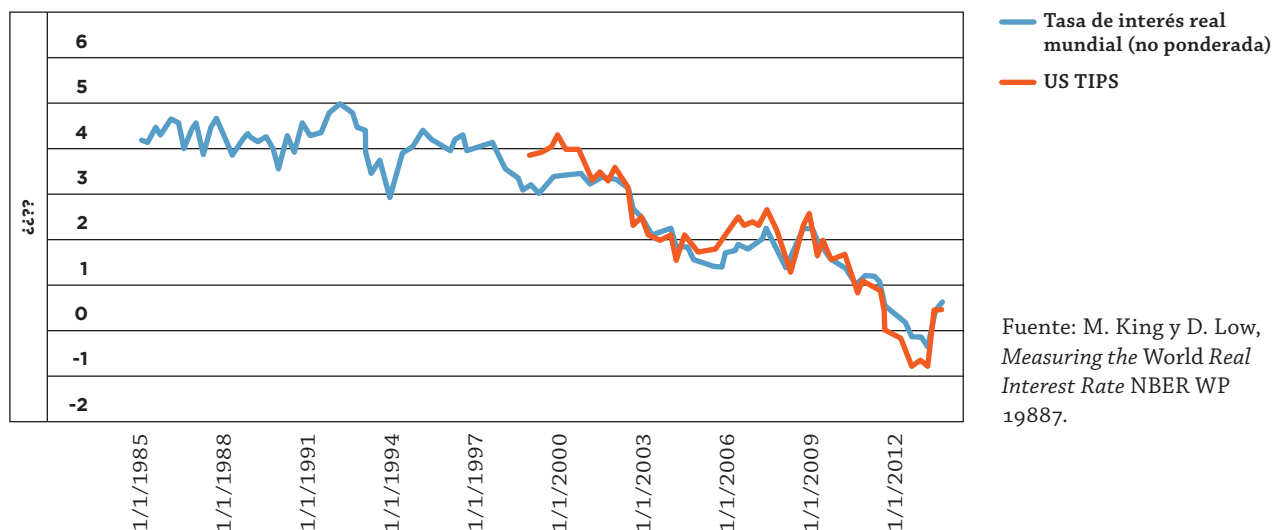
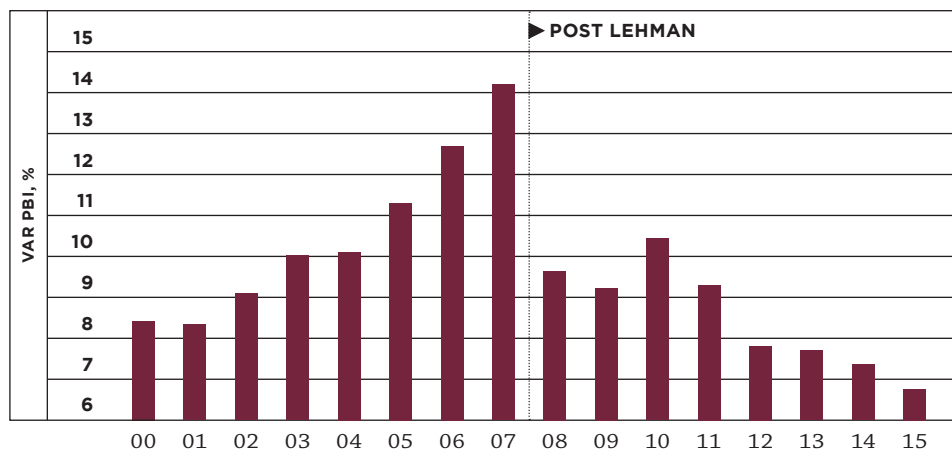


GRÁFICO 13

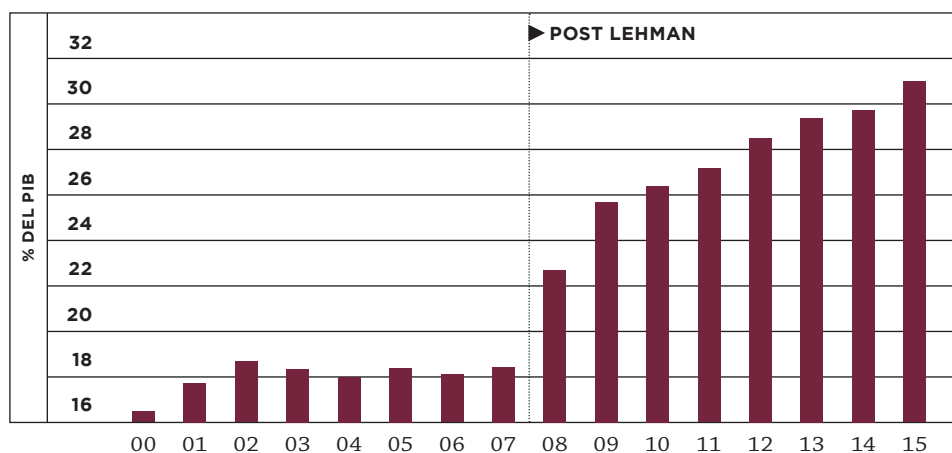
China: Crecimiento del PBI



Fuente: WEO.

GRÁFICO 14

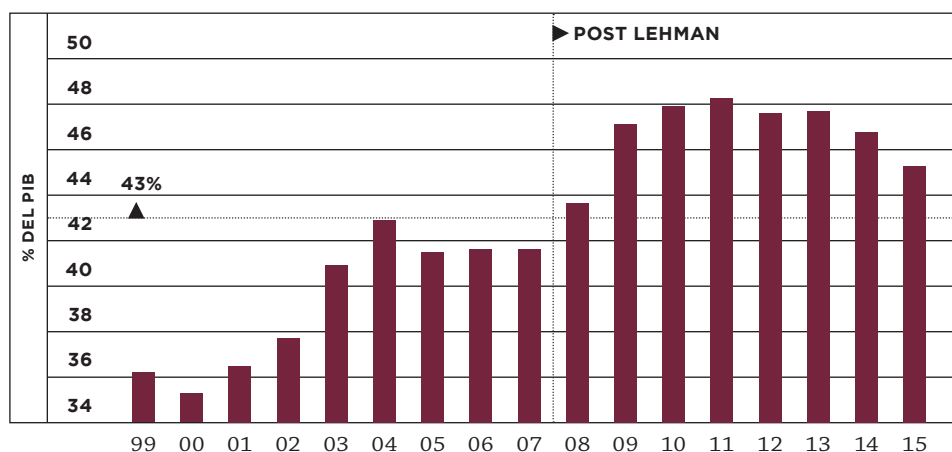
China: Gasto público (% del PBI)



Fuente: WEO.

GRÁFICO 15

China: Inversión (% del PBI)



Fuente: WEO.

China se viene desacelerando, y como ahora es ampliamente reconocido, tiene problemas financieros. El Fondo acaba de presentar el Artículo 4 sobre China y lo dice explícitamente. Ante la desaceleración de la economía, las autoridades chinas trataron de suavizar el golpe aumentando el crédito doméstico, lo que ha resultado en caída de reservas internacionales y no ha podido evitar una fuerte contracción de la tasa de crecimiento del producto. La única sorpresa es que la inflación todavía no se les ha disparado, aunque hay quienes desconfían de los datos. Lo que sí se sabe, es que los salarios ya han empezado a subir. El *Gráfico 14* muestra el crecimiento del gasto público. Otra variable a observar es la inver-

sión. Seguramente parte del crecimiento de la inversión los ha ayudado a crecer, pero hay una parte grande de la inversión que corresponde, básicamente, a ciudades donde no vive nadie. El resultado de eso es que la tasa de crecimiento cayó y sigue cayendo.

En el *Gráfico 16* se ve el crédito como proporción del producto. Estaba un poco arriba de 130 por ciento en el primer trimestre de 2009 y ahora ha llegado a, aproximadamente, 200 por ciento. Esto es un experimento muy interesante para los keynesianos de alma: aquí se hizo todo, se enarbolaron todas las fuerzas con el propósito de aumentar la demanda agregada, se hicieron

GRÁFICO 16

China: Crédito doméstico, total

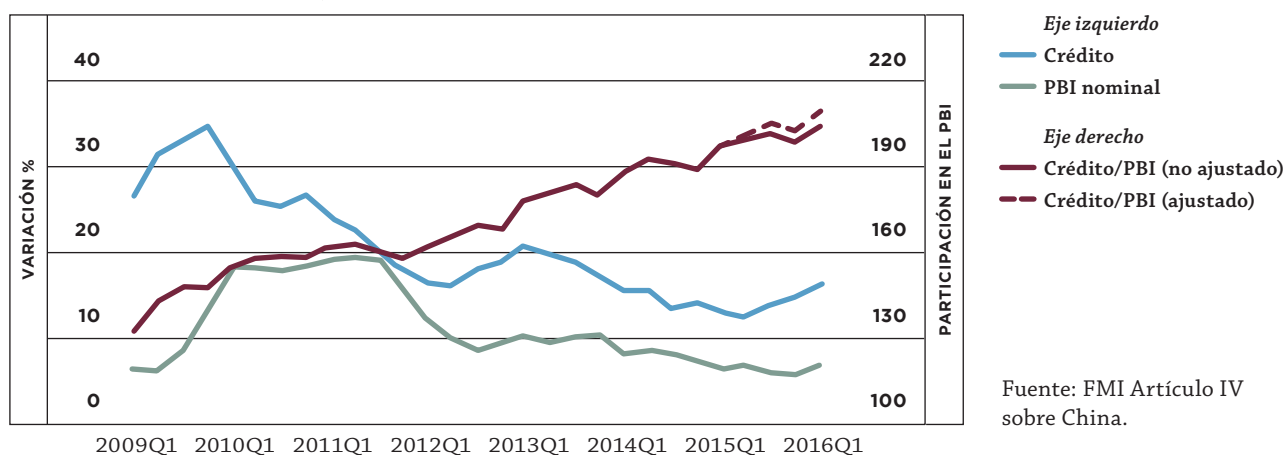


GRÁFICO 17

China: Reservas internacionales



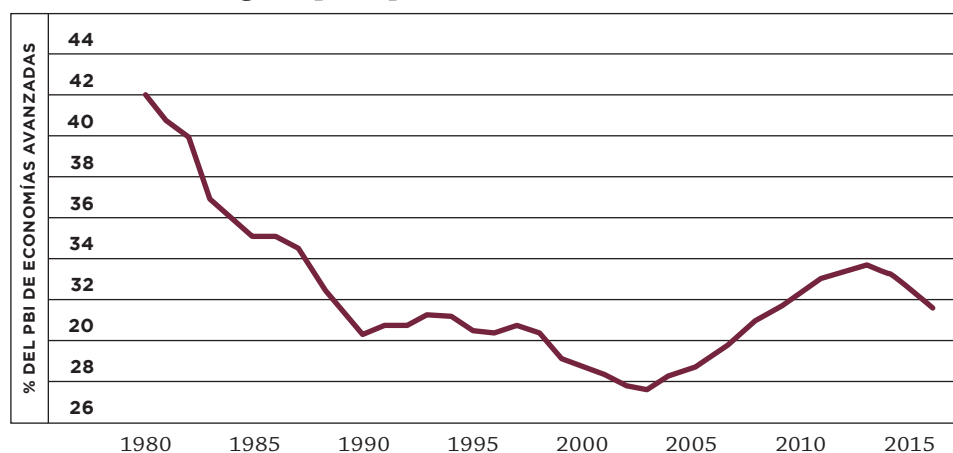
pozos, como decía Keynes, y sin embargo el resultado es que el crecimiento no ha sido importante y ha debilitado el sistema financiero, con el crecimiento de los *shadow banking*, que no están bien regulados, etc.

También se verifica la caída de las reservas internacionales. Siempre se ha dicho que las reservas de China son enormes, pero en realidad lo que es enorme es el país y entonces parece que tienen mucho. En el *Gráfico 17* vemos las reservas como proporción de M2 y comprobamos que no son enormes. Llegaron a menos de 30% y ahora alcanzan a 14% cuando en América Latina ascienden a 30%.

Si pasamos a analizar la situación de América Latina, vemos que la región se caracteriza por su escasez de ahorro y su vulnerabilidad financiera, por lo cual depende del ahorro extranjero. Si consideramos los datos de ingreso per cápita en relación a las economías avanzadas, según el FMI, observamos que en el '80 estábamos en 42%, y luego hemos venido cayendo, tuvimos posteriormente una especie de veranito, y volvimos a caer. Si comparamos la tasa de ahorro con un grupo de países asiáticos, los Asian 5, es decir, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia, vemos como nosotros estamos claramente debajo del 20%. Estos asiáticos que han tenido bastante éxito en crecer,

GRÁFICO 18

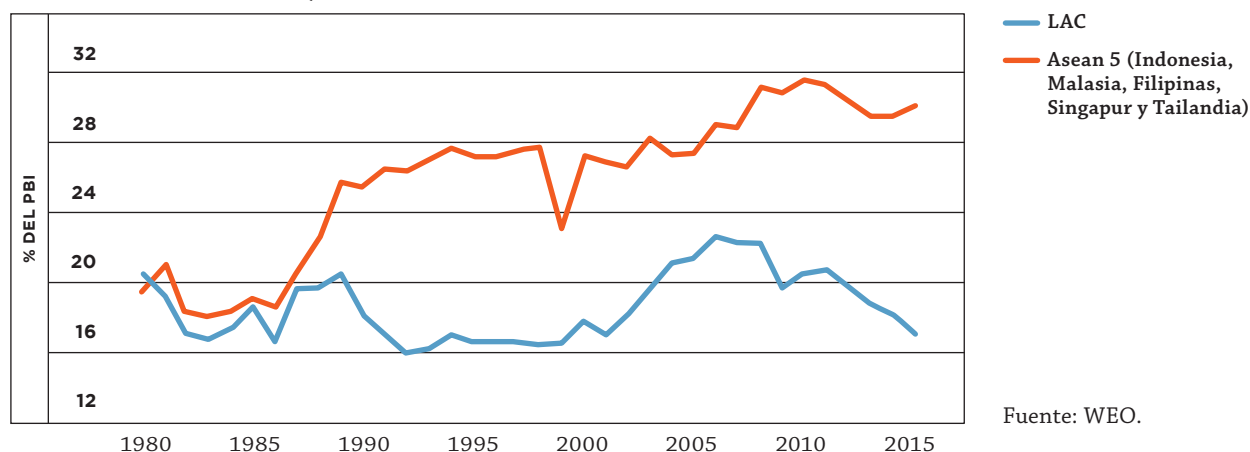
América Latina: Ingreso per cápita (% de economías avanzadas)



Fuente: WEO, abril 2016.

GRÁFICO 19

Tasa de ahorro, Asean 5 y América Latina



Fuente: WEO.

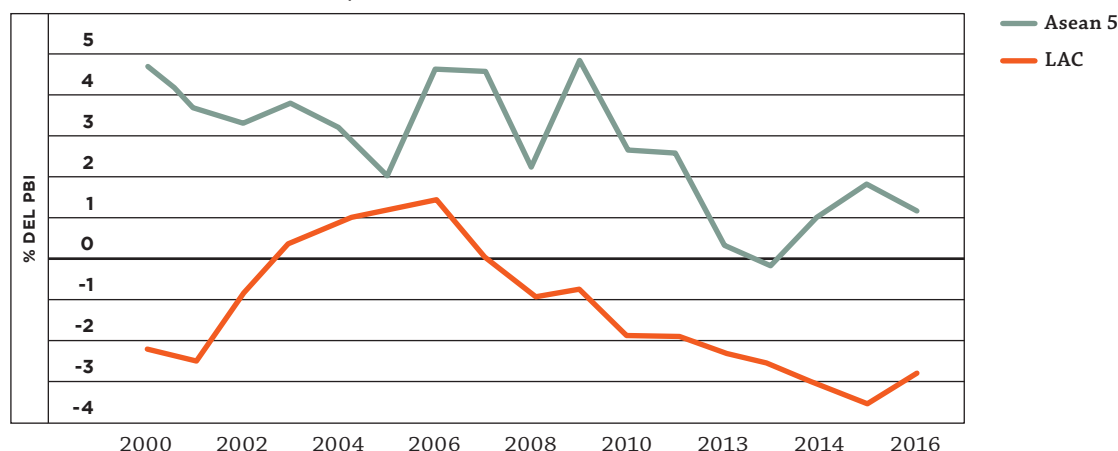
tienen tasas de ahorro más altas. ¿Por qué es necesario ahorrar para crecer? Podemos discutirlo, es un gran tema, pero es un hecho estilizado que los países que más han crecido han ahorrado mucho. Es muy difícil encontrar una economía que no ahorre y que haya podido crecer, al menos en economías importantes.

La cuenta corriente es otra manera de medir el ahorro en relación a la inversión, porque es ahorro menos inversión. Si es positiva, quiere decir que el país está prestando al resto del mundo; si es negativa, está pidiendo prestado al resto del mundo. Como se verifica en el *Gráfico 20*, también los Asian 5 son prestamistas netos, como Japón y China (aunque no figuran en el gráfico). Mientras que nuestra región,

excepto en ese período muy especial cuando se nos apreciaban los términos de intercambio, es deudora neta. Hoy estamos a niveles inferiores aún de lo que estábamos antes de la crisis. Todo eso nos vuelve vulnerables. La situación más preocupante de todas es la de Colombia, que tiene una cuenta corriente negativa de 6% del PBI y está creciendo mucho menos que antes del deterioro de sus términos de intercambio. Por lo tanto, la región puede sufrir un fuerte sacudón si mañana Yellen empieza a subir las tasas de interés a un ritmo más acelerado de lo que espera el mercado. Eso puede pasar porque la Reserva Federal tiene como obligación número uno la estabilidad de precios. Y, estos últimos, no los controla directamente el gobierno. Pueden darnos una mala sorpresa sin anunciar.

GRÁFICO 20

Cuenta corriente: ASEAN 5 y América Latina



CUADRO 1

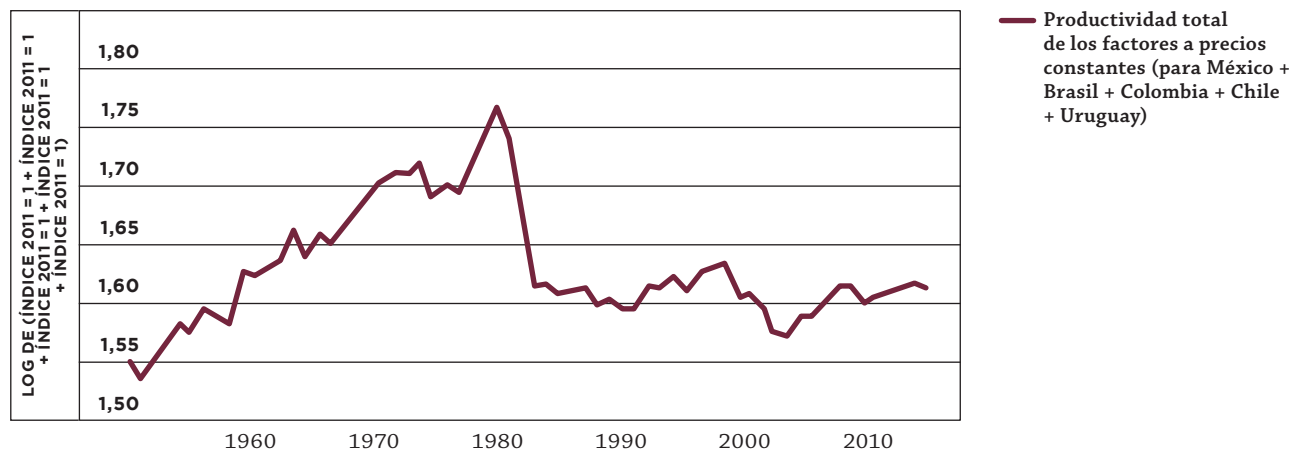
América Latina: Cuentas corrientes / PIB (%)

Países	Estimación del FMI para 2016
Argentina	-1,657
Brasil	-2,029
Chile	-2,100
Colombia	-5.982
Ecuador	-2.329
México	-2.562
Paraguay	-1.239
Perú	-3.881
Uruguay	-3.942

Fuente: WEO, abril 2016.

GRÁFICO 21

América Latina: Productividad de factores (en logs)



La productividad total de los factores en la región muestra un comportamiento muy pobre. La productividad iba creciendo, a una tasa más o menos estable hasta que algo pasó en los '80, y desde entonces la productividad de la región se planchó. Existen distintas hipótesis que intentan explicar este fenómeno

Para cerrar esta presentación y a modo de conclusión, podemos decir que históricamente nos hemos beneficiado por el crecimiento del resto del mundo, de los países avanzados y de las tasas de interés bajas en el resto del mundo. El problema actual es que el mundo de referencia está estancado y si bien las tasas de interés son bajas, están sujetas a vaivenes muy fuertes. Además en parte son bajas no por buenas razones, sino por motivos vinculados con la fragilidad del sistema financiero internacional. Si yo tuviera que hacer un planteo acerca de esta situación, de dónde viene, por qué estamos donde estamos, yo diría, que hemos podido crecer desde fines del siglo XX y principios del siglo XXI en gran medida debido al proceso de globalización financiera que nos acompañó durante ese período. Esa globalización financiera tuvo una crisis y no hemos encontrado sustituto al dólar. Luego de la crisis, muy al principio, se hicieron cosas importantes, pero hoy día todo el mundo está esperando que esto se arregle solo, que la tasa de cambio fluctuante, el nuevo mantra del mundo, arregle todo ¿Entonces

por qué no tengo una tasa de cambio fluctuante entre Buenos Aires, Santa Fe, Tucumán? ¡Imagínense decir que si dejamos flotar a las provincias la Argentina va a ser más estable y crecer más rápido!

Las cuentas corrientes, como les mostré, en América Latina son negativas, y por ello están expuestas a las corridas. Creo que la región debe sacar provecho de la instituciones multilaterales que tienen acceso a tasas de interés inusualmente bajas. Pero, por otro lado, la región debe enfocarse sobre reformas estructurales que mejoren la eficiencia productiva. Finalmente, se debe crear la estabilidad institucional y regulatoria que permita una mayor profundidad del sistema financiero doméstico. Sin esto último, la región va a seguir vulnerable a cambios súbitos en los flujos financieros internacionales, porque una parte importante de estos flujos va a continuar siendo de corto plazo.

Cuando uno compara con Asia la profundidad de nuestro sistema financiero, particularmente el de la Argentina, pero es válido para muchos otros países de la región, se verifica que Asia tiene sistemas mucho más profundos y estables. En parte será por las reglas del juego, pero no se puede ignorar que si no hay crédito no hay inversión, sobre todo de largo plazo. Si estoy pidiendo prestado al resto del mundo

fondos en dólares, lo más natural es dolarizarse, pero no porque a uno le guste. Si pedir prestado en dólares es la única salida cuando uno tiene una tasa de cambio que puede ir para cualquier lado, no se va a atraer inversión muy saludable, o puede atraerse inversión en cosas muy simples, como *commodities*, donde además el gobierno provea de garantías que hasta pueden ser leoninas, por la falta de un sistema crediticio estable y profundo.

¿Qué es lo que provee un sistema profundo? Un sistema profundo es un reflejo de que la gente le tiene confianza a la economía, y le tiene confianza a la regulación. Y eso mismo puede traer aparejado una mayor tasa de ahorro, porque la gente empieza a ver posibilidades cerca de su casa, digamos. Y no ahorro necesariamente a largo plazo, porque para eso están los bancos, el ahorro que la gente hace a corto plazo se pueda transferir a inversiones de largo plazo, si es estable. Entonces, hay toda una cadena muy interesante que en la medida que sea estable crea incentivos para que la gente tienda a dejar la plata en el país. Otro tema para analizar en varios emergentes es el descalce entre monedas. Si termino pidiendo prestado en dólares y si quiero hacer algo dentro del país que sea argentino, que tenga externalidades, etc., va a tener un gran componente de no comerciables. Pero con ese descalce cada vez que haya una crisis no será simplemente una crisis donde sólo los bancos tengan problemas sino que toda la economía se resquebraja.

Otro tema sobre el cual en la Argentina se habla mucho es por qué no colocar un impuesto al sector financiero, lo que suena políticamente correcto. Pero nadie dice que se le ha puesto un impuesto al cheque, por ejemplo. Es común oír hablar del sistema financiero como *los malos* pero el problema es que hay que vivir con los malos, que los malos ayudan también. Sin los malos el resto de los buenos no podemos crecer.