

A LA DIRECTORA

Bergsten rechaza el enfoque de los molinos de viento de Rogoff

Kenneth S. Rogoff “vota contra las propuestas grandiosas” de coordinación internacional de las políticas económicas (marzo de 2003). Considera el problema de la coordinación de forma tan estricta y prácticamente irrelevante, presuponiendo la respuesta y trivializándola. Quienes propugnamos la coordinación vemos un problema muy diferente que creemos puede abordarse con un enfoque modesto que Rogoff pasa por alto. Define la “coordinación internacional de las políticas económicas” como la “cooperación entre los principales bancos centrales del mundo . . . para arbitrar y coordinar la política de tasas de interés”. Señala con acierto que los que favorecen estos planes tratan principalmente de limitar la inestabilidad de los tipos de cambio y, otra vez con razón, que apenas hay evidencia de que esa inestabilidad repercuta notablemente en el comercio (ni en otros elementos, se podría añadir). Subrayando también la necesidad de que la política monetaria siga centrándose en la estabilidad de precios y que esa cooperación entre bancos centrales podría generar sus propios costos, rechaza este concepto particular de coordinación internacional y llega correctamente a la conclusión de que se trata de una respuesta fantasma a un problema inexistente.

No obstante, el actual régimen cambiario presenta otra propiedad que constituye un problema muy grave tanto para los países como para la economía mundial: los desajustes prolongados entre monedas que se alejan mucho, y durante mucho tiempo, de los niveles de equilibrio sostenible a largo plazo. La obvia y creciente proliferación de esos desequilibrios, especialmente entre el dólar y otras grandes monedas, fue el principal motivo del desplome del sistema original de

paridades ajustables de la posguerra. Se suponía que con los tipos flotantes se resolvería el problema, pero con el régimen de flexibilidad regulada en vigor durante los últimos 30 años, los desajustes han sido tanto o más pronunciados que antes. Como quiera que se calcule, el dólar estuvo mucho más sobrevaluado a mediados de la década de los ochenta que durante la vigencia del sistema de Bretton Woods, y en los últimos años también ha estado muy sobrevaluado. Como resultado, se han producido fuertes y crecientes desequilibrios comerciales y en cuenta corriente que han distorsionado sectores enteros y ha habido presiones proteccionistas que han amenazado la estabilidad del sistema de comercio y riesgos constantes de fuertes vuelcos de los mercados de divisas, que podrían dar lugar a “aterrizajes bruscos”. Los desajustes se tornaron tan costosos a mediados de los años ochenta que los principales países industriales adoptaron el Acuerdo del Plaza para corregirlos. Los errores de los mercados han resultado aún más graves que los errores de política económica.

El Acuerdo del Plaza y los numerosos episodios que lo siguieron transmiten otra enseñanza importante para el futuro de la coordinación de las políticas: en muchos casos los principales países pueden modificar sustancialmente los tipos de cambio *sin* modificar su política fiscal o monetaria. Debido a la presencia de equilibrios múltiples en los mercados de divisas, según muestran los estudios, la intervención esterilizada puede, a menudo, traducirse en importantes movimientos de los tipos de cambio con efectos duraderos si cumple varios criterios bien documentados: coherencia con las variables económicas fundamentales, participación coordinada al me-

Uso prolongado de los recursos

El artículo “Uso prolongado de los préstamos del FMI: ¿Hasta qué punto es un problema?” (diciembre de 2002) probablemente no ayude mucho a comprender del todo los problemas de los países prestatarios. En primer lugar, no se explica totalmente en qué consiste el uso prolongado. Tampoco se identifican los “problemas estructurales muy arraigados” que se consideran como uno de los factores de este uso. Más bien, el artículo está salpicado de análisis o términos exóticos que resultan más sorprendentes que aclaratorios. Por ejemplo, la expresión “garantía”, utilizada para indicar que cierta forma de asistencia (de hecho, el alivio de la deuda) está vinculada a programas respaldados por el FMI, no complacerá seguramente a los millones de pobres que han sufrido los costos sociales de programas recurrentes. De la misma manera, afirmar que los gobiernos han presionado al FMI contradice toda la literatura publicada sobre el tema.

En segundo lugar, las aseveraciones de los autores resultan tanto más sorprendentes por publicarse en un número de *Finanzas & Desarrollo* en el que se analizan con rigor el nuevo estilo de crisis y el volumen de endeudamiento que puede considerarse excesivo. Los diferentes artículos de este número deberían ayudar a entender que el prolongado ajuste que se exige a los países deudores tiene su origen en el hecho de que,

antes de la Iniciativa para los PPME, se pensaba que sus problemas de solvencia eran problemas de liquidez.

No obstante, los autores demuestran cierta lucidez al proponer que el FMI “refuerce los conocimientos de su personal para que, analizando las cuestiones de economía política, comprendan mejor qué elementos pueden bloquear . . . las reformas”. De hecho, los programas formulados utilizando el antiguo modelo monetario del FMI podrían terminar prolongando el uso de los recursos de la institución. Este modelo es una versión operativa del enfoque monetario de la balanza de pagos, que vincula ésta y el tipo de cambio directamente con la oferta monetaria y el crédito interno. En conjunto, los estudios empíricos no han convalidado este enfoque. Además, el modelo data de la época de los tipos de cambio fijos pero ajustables. Puede demostrarse que, en un contexto de tipos de cambio flexibles, el modelo no es determinante. También hay que señalar que el FMI ha demostrado con frecuencia que el principio de la paridad del poder adquisitivo en que se basa el enfoque monetario de la balanza de pagos no es, en general, una buena guía del comportamiento de los tipos de cambio a corto y mediano plazo.

Pépé Andrianomanana

*Facultad de Derecho y Ciencias Económicas
Universidad de Antananarivo, Madagascar*



nos de las partes afectadas por la pareja de monedas en cuestión y anuncio público de la iniciativa para enviar a los mercados una señal clara. La intervención esterilizada puede no funcionar en todos los casos, y es posible que en raras ocasiones haya que modificar la política monetaria para alcanzar los objetivos de tipo de cambio, pero es, evidentemente, un instrumento adicional para lograr el objetivo de equilibrio externo.

Pese a la reciente acumulación de teoría y de evidencias que la avalan, esta tesis sigue siendo muy controvertida. Por ello, cabe señalar que los tres casos de intervención por parte de Estados Unidos y sus contrapartes en la segunda mitad de la década de los noventa alcanzaron el objetivo propuesto: frenar y luego revertir la excesiva depreciación del dólar sobre todo frente al yen en 1995, del yen en 1998 y del euro en 2000. Ninguno de estos casos entrañó cambios de política simultáneos o secuenciales capaces de explicar el acusado giro de los tipos de cambio que se produjo posteriormente.

Contrariamente a la opinión de Rogoff, la coordinación —al menos ocasional— en los mercados de divisas parece justificarse bastante. Algunos de nosotros nos aventuraríamos aún más, sirviéndonos del instrumento adicional para tratar de evitar desajustes *ex ante* administrando el sistema de tipos flexibles por medio de zonas meta, bandas de referencia (como en el Acuerdo del Louvre de 1987) o zonas de seguimiento (como propugna ahora mi colega John Williamson). Hay evidencia teórica y empírica de que el mantenimiento de bandas creíbles fomenta la reversión media de las monedas flotantes al punto medio de la banda, que corresponde presumiblemente a los niveles de equilibrio acordados por los países participantes basándose en los cálculos que el FMI (de acuerdo al Sr. Rogoff) ya prepara habitualmente. Los grandes flujos de capital privado que las autoridades tanto temen y que utilizan como excusa para no adoptar un régimen de esa naturaleza respaldarían, en la práctica, la viabilidad de dicho régimen y limitarían la necesidad de intervenir y mucho menos de realizar ajustes de política más amplios.

Cada vez más se reconoce que el consenso “de extremos” de hace unos años —que los únicos regímenes cambiarios viables eran los de tipo fijo inalterable o los de libre flotación— es inviable porque pocos países podrían adoptar el primero y muchos menos aceptarían el segundo. El auténtico problema es si se deben regular los tipos flexibles solo de forma *ad hoc*, como lo han hecho durante 10 años los países del G-7 (salvo, naturalmente, los tipos internos de la zona del euro) o adoptar un régimen moderado de zonas o bandas de fluctuación para evitar las tan frecuentes desviaciones prolongadas respecto al equilibrio. En el debate de los últimos años en torno a la reforma de la arquitectura financiera internacional se ha pasado por alto la más importante de todas las cuestiones sistémicas. Espero que el Sr. Rogoff inste a los países miembros del FMI a abordar esta cuestión en vez de atacar a enemigos imaginarios con una retórica peyorativa.

C. Fred Bergsten
Director
Instituto de Economía Internacional
Washington

Respuesta de Kenneth S. Rogoff

Hubo un tiempo en que muchos creían que los principales bancos centrales podrían hacer frente a las tendencias de los tipos de cambio sin tocar la política monetaria, a través de las llamadas intervenciones esterilizadas. Pero hoy día, solo unos pocos consideran que ni siquiera una redenominación de deuda por aquí y otra por allá de US\$10.000 millones o US\$20.000 millones pueda tener mucho impacto en los masivos mercados de deuda en euros o en dólares, a los que solo las autoridades europeas y estadounidenses añaden casi un billón de dólares al año en nueva deuda neta. Es cierto que algunos agentes que negocian en divisas minuto a minuto podrían quemarse en el intento, aunque la mayoría de los estudios empíricos indican que son los bancos centrales los que constantemente pierden dinero tratando de luchar contra molinos de viento, la intervención esterilizada solo funciona cuando señala un cambio en la política subyacente de tasas de interés. Sin embargo, en lo que respecta a los tres grandes bancos centrales, otros mecanismos de comunicación surten un efecto mucho mayor. De hecho, contrariamente a lo que sostiene el Dr. Bergsten, la coordinación de la política de tasas de interés del G-3 tiene, en potencia, efectos internacionales de gran envergadura y no solo en los tipos de cambio. Por eso, prácticamente toda la literatura académica sobre cooperación internacional monetaria se centra en las tasas de interés y no en la intervención esterilizada.

P.D. Sí, la intervención esterilizada puede afectar hoy día significativamente a los tipos de cambio en muchos países en desarrollo. Es lo que ocurrió también en Europa en los años cincuenta y, en gran parte, por las mismas razones. Ahora bien, imponer controles de capital solo para poder recurrir a una intervención esterilizada no tiene sentido para los países del G-3, cuyos mercados financieros son maduros y están razonablemente bien regulados.

La deuda odiosa y el crédito odioso

Son loables los progresos éticos que ha logrado el FMI en determinar lo que, con justicia, se ha llamado “deuda odiosa” (junio de 2002). Del mismo modo, habría que identificar al “crédito odioso”, es decir, la situación provocada por prestamistas internacionales que han felicitado a algún ministro de economía de un país por su “exitosa y paradigmática” política económica. Esa “bendición” facilitó a dicho país seguir tomando “alegremente” préstamos (otorgados, incluso, por esos mismos prestamistas) y así endeudándose hasta... la cesación de pagos. Es el caso preciso del ex Director Gerente del FMI, Michel Camdessus, que se deshizo en elogios para el ex Ministro de Economía de Argentina, Domingo F. Cavallo, y no cesó de recomendar y autorizar préstamos para mi país, con el resultado que todo el mundo conoce. ¿No rige el principio jurídico anglosajón de la rendición de cuentas en el FMI?

Marcelo Aftalion
Sociólogo (UC Berkeley) y abogado (UBA)
Ex profesor de Sociología
Facultad de Derecho, Universidad de Buenos Aires