

Noviembre 15, 2004

**Reflexiones sobre La Segunda Gran Depresión en América Latina y su
Relación con la Inestabilidad Macro-Financiera**

Enrique G. Mendoza¹

Departamento de Economía

Universidad de Maryland, y NBER

El periodo reciente de turbulencia financiera y crisis económica en Latinoamérica que comenzó con la crisis Mexicana de Diciembre de 1994 ha conducido a un amplio debate sobre los costos y beneficios de los programas de reforma estructural y liberalización económica que muchos países de la región adoptaron en los diez años anteriores. Los pobres resultados en materia de crecimiento económico y distribución del ingreso han llevado a muchos críticos a concluir erróneamente que se debería detener el avance de estos programas, y re-adoptar políticas proteccionistas y populistas dadas por muertas a principios de los 80s. Este documento muestra que el record reciente de crecimiento económico en Latinoamérica es *tan* pobre que puede interpretarse como una segunda Gran Depresión, y sugiere que la inestabilidad macroeconómica y financiera han jugado un papel clave en impedir que la región coseche los frutos de las reformas estructurales y la globalización. El documento también sugiere que esta inestabilidad puede deberse en gran parte a deficiencias institucionales dentro de los países de la región y a imperfecciones de los mercados financieros internacionales, y no tanto a problemas convencionales en el manejo de la política de estabilización tradicional.

La Segunda Gran Depresión en América Latina

Los datos del producto per-capita desde 1960 al presente muestran un hecho dramático: en los países mas grandes de la región, el quebranto de los proyectos populistas y de economía mixta en la segunda mitad de los 70s marcó el inicio de un periodo de estancamiento económico prolongado. Este no se limitó solamente a la década perdida de la crisis de la deuda en los 80s, sino que se extendió por mas de un cuarto de siglo hasta el presente. Como muestra la Figura 1, el producto per capita de

¹ Como su título indica, este trabajo no representa un artículo de investigación concreto sino un conjunto de reflexiones para discusión que se nutren de ideas y resultados estudiados con detalle en otros trabajos.

Argentina, Brasil y México es hoy día casi el mismo que era a finales de los 70s. Chile recuperó una senda aparentemente estable de alto crecimiento a mediados de los 80s, pero antes de esto vivió también un periodo prolongado de estancamiento en una época en que los otros países crecían de manera estable. También se aprecia que, junto con la desaceleración persistente del crecimiento, las fluctuaciones económicas del producto alrededor de su tendencia se caracterizaron por recesiones mas grandes y prolongadas. Un periodo de estancamiento con estas características no se había visto en la región desde la Gran Depresión de los 30s.

Comparando el producto per capita en unidades de dólares internacionales con paridad de poder de compra usando datos de 1975 al 2003, la Figura 2 muestra que esta segunda Gran Depresión ha implicado un deterioro marcado en el ingreso de Latinoamérica en relación a los países desarrollados, particularmente Estados Unidos. El caso de Argentina es muy notable; este país sufrió una caída de un nivel de ingreso equivalente a cerca de la mitad del de los Estados Unidos en 1975 a uno que es apenas la tercera parte en el 2003. En cambio en Chile, el crecimiento acelerado y sostenido le han significado una mejora en su posición relativa de ingreso en relación a los Estados Unidos del 18 al 28%. Con esta mejoría, su ingreso alcanza ya los niveles de Argentina, Brasil y México, mientras que en 1975 era un país notablemente mas pobre.

El estancamiento, la mayor volatilidad cíclica, y la baja en el ingreso relativo contrastan marcadamente con la experiencia de países como España o Portugal. A pesar de la afinidad cultural e institucional entre estos países y Latinoamérica, España y Portugal muestran patrones de PIB per capita con una tendencia de largo plazo mucho mas estable y con fluctuaciones cíclicas mucho menores, y en el caso de España su ingreso en unidades comparables de poder de compra se mantuvo cerca del 60% del nivel de ingreso de los Estados Unidos. Esto es cierto incluso antes de la entrada de España y Portugal al mercado común Europeo y del fin de la dictadura en España.

La Segunda Gran Depresión y la Inestabilidad Macro-Financiera

El caso de México es interesante de considerar en mas detalle porque ejemplifica la posible conexión entre el periodo prolongado de estancamiento económico y la inestabilidad macroeconómica y financiera. La Figura 3 muestra el PIB real per capita de México desde el año 1920 junto con su tendencia de largo plazo. El país creció de manera sostenida desde los años 40 y hasta la crisis financiera que comenzó con la

devaluación de 1976, después de un cuarto de siglo con el tipo de cambio fijo. Entre 1976 y 1994 el país vivió una serie de crisis financieras que ocurrieron exactamente en los años de sucesión presidencial. Después de recuperarse de la profunda crisis económica de 1995, la cual siguió al colapso financiero de fines del 94, el país parecía recobrar finalmente la senda del crecimiento sostenido, pero luego entró en recesión junto con la economía de los Estados Unidos en el año 2000.

Ciertamente, la estructura económica y política del México de hoy es radicalmente diferente a la de los 70s: el país se abrió al exterior tanto en la cuenta corriente como en la de capital, se integró al comercio mundial con acuerdos claves como NAFTA, desreguló y privatizó muchas áreas de la actividad económica, eliminó su dependencia del petróleo en materia de generación de divisas, y creó el marco institucional que dio lugar a un banco central independiente y a la transición de una dictadura de partido a una democracia mas funcional. También debe notarse que el país logro controlar la inflación, reduciéndola a niveles muy cercanos a la de los Estados Unidos, y eliminó los déficits anteriormente crónicos del balance primario fiscal. Y aún con todo esto, el ingreso per capita de México creció muy poco los últimos 25 años.

Cada una de las crisis financieras sexenales tiene su explicación factual que incluye factores como: grandes déficits públicos y de cuenta corriente, sobrevaluación de la moneda, expansión monetaria, fragilidad bancaria, excesos de deuda pública y privada, bajas en los términos de intercambio, alzas en la tasa de interés mundial, etc (véase Gómez Oliver (1981), Aspe (1993) y Calvo y Mendoza (1996)). Mas que los detalles de la descripción de cada crisis, interesa enfatizar el contrapunto: el record del crecimiento económico de México probablemente hubiera sido muy diferente sin estas debacles financieras repetidas. Puede hacerse esta afirmación porque se tienen elementos de teoría económica y de evidencia empírica que sugieren que las crisis financieras en países emergentes resultan en colapsos económicos mayores, y potencialmente persistentes en el tiempo (véase, por ejemplo, Calvo (1998), Calvo, Izquierdo y Mejía (2004), Calvo y Mendoza (2000), Mendoza (2002) y (2004)).

Una manera de resumir la volatilidad macro-financiera de Latinoamérica es estudiando la evolución de su acceso al financiamiento externo medido por el balance de la cuenta corriente en relación al PIB. La Figura 4 muestra estas relaciones para Argentina, Brasil, Chile y México, y también para España y los Estados Unidos como

grupo de control. Los aspectos más interesantes de estos datos se resumen en la Tabla 1. Primero, el promedio del déficit en cuenta corriente de tres de los cuatro países de Latinoamérica es solo un poco mayor al de Estados Unidos, pero la volatilidad de la cuenta corriente en los cuatro países Latinoamericanos es notablemente mayor que la de España o la de Estados Unidos. Las desviaciones estándar de la razón cuenta corriente-PIB en Latinoamérica son de 1.6 a 2.6 veces más grandes que la de los Estados Unidos. Además, no se trata solo de mayor volatilidad en la cuenta corriente, sino de una marcada asimetría que ilustra una importante diferencia entre los países listados en la Tabla 1: En los cuatro países de Latinoamérica se observan aumentos grandes y repentinos en la cuenta corriente que no se presentan en España o en los Estados Unidos. La Tabla muestra el mayor y segundo mayor aumento en la razón cuenta corriente-PIB de cada país en un año y en dos años. Estas reversiones de la cuenta corriente, a las que se les ha dado el nombre de “Suden Stops,” indican que la Segunda Gran Depresión de América Latina ha coincidido con un periodo en el que los países de la región han experimentado episodios en que perdieron de manera total y súbita el acceso a los mercados financieros internacionales. Los casos de Argentina y México son particularmente notables. En estos países, las mayores reversiones de la cuenta corriente han estado entre 7.3 y 12.5 puntos del PIB en los intervalos de un año o dos.

Causas de la Volatilidad Macro-Financiera: El Angulo Doméstico

¿Cómo es que a pesar de las reformas estructurales y el control de la inflación muchos países de Latinoamérica han seguido sufriendo colapsos financieros, y aún hoy se ven como posibles candidatos a crisis futuras? Los principales sospechosos tal vez debieran ser precisamente aquellos elementos de la estructura de estos países que no ha sido posible reformar; particularmente la fragilidad estructural de las finanzas públicas, la credibilidad de las instituciones políticas y de las que hacen política económica, y el marco jurídico que ancla los mercados de crédito y los derechos de propiedad.

A pesar de los grandes logros en materia de estabilización monetaria y saneamiento de los balances fiscales primarios “contables,” la mayoría de los países de la región aún tienen problemas crónicos en su situación fiscal. El estudio presentado en el Capítulo III del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (2003) muestra un contraste en el renglón de las finanzas públicas entre los países industriales y los países emergentes, particularmente los de Latinoamérica, que es casi tan dramático

como el record de 25 años de estancamiento económico. Como se ilustra en la Figura 5, cuando los gobiernos de países industriales chicos o grandes se endeudan más, responden generando superávit fiscales mayores. En cambio, las economías emergentes tienden a responder por el vehículo de la suspensión de pagos explícita o implícita (es decir, con inflación). Además, como lo ilustra la Figura 6, los marcados aumentos recientes en la deuda pública de países Latinoamericanos se explican en su gran mayoría por los efectos fiscales de pasivos contingentes que se han tenido que asumir (rescates bancarios, costos de pensiones, etc.) y los efectos de cambios bruscos en tasas de interés y de cambio. No se gana mucho con controlar la medida tradicional del déficit fiscal primario si al mismo tiempo se acumulan grandes pasivos contingentes que llevan a crisis cambiarias y/o alzas importantes en las tasas de interés de los instrumentos de deuda pública, las cuales a su vez contribuyen a aumentar los pasivos contingentes de los gobiernos.

Por el lado de los ingresos fiscales, existen dos problemas claves. Primero, en muchos casos los ingresos públicos todavía dependen de manera sustancial en fuentes muy volátiles y sujetas a choques exógenos como lo son las exportaciones de productos primarios. Segundo, los ingresos efectivos de impuestos directos e indirectos tradicionales siguen siendo pequeños en relación al tamaño de las economías y a las tasas impositivas oficiales. El caso de México es un ejemplo dramático: este país se liberó de su alta dependencia en la exportaciones de petróleo para generar divisas, pero sigue dependiendo de este recurso para generar dos tercios de sus ingresos públicos.

La Figura 7 ilustra las marcadas diferencias en los ingreso públicos como razón del PIB y las tasas de impuesto efectivas entre países Latinoamericanos y el resto del mundo. Los ingresos públicos de los países de esta región tienden a ser bajos, particularmente en los casos de Argentina, Costa Rica, Ecuador, México y Perú. Las tasas efectivas de impuestos directos e indirectos en México y Perú son tan bajas que incluso países como Mauricio y Túnez tienen tasas más elevadas.

La volatilidad de los ingresos fiscales totales (tributarios y no tributarios) se ilustra en la Figura 8, la cual compara los coeficientes de variación de estos ingresos para un grupo de países industriales(incluyendo España y Portugal) y Latinoamericanos usando datos de 1990 al 2002. Con la excepción de Chile y Uruguay, el resto de los países de la región mostrados en la Figura muestran un grado de volatilidad en su

ingresos públicos totales como proporción del PIB entre 2 y 5 veces mayor que la del promedio de los países industriales.

Combinando la debilidad crónica en generar ingresos tributarios tradicionales y la mayor volatilidad de los ingresos totales con la poca flexibilidad que las instituciones políticas ofrecen para ajustar los gastos públicos totales (incluyendo transferencias, pensiones, rescates bancarios, etc.), se cae en el problema que Mendoza y Oviedo (2004) describen como “el cuento del asegurador atormentado.” Es decir, gobernantes, posiblemente bien intencionados, atrapados en el dilema de tratar de mantener sus gastos estables cuando sus ingresos son en gran parte exógenos y muy volátiles, sus instrumentos de deuda son inadecuados (en el sentido de no servir como medios de seguro contingentes en las condiciones económicas), y su acceso a esta deuda está sujeto al fenómeno de Sudden Stops. Mendoza y Oviedo muestran que en estas condiciones, el gobierno está muy limitado en su papel de asegurador y lo mejor que puede hacer es mantener niveles de deuda pública relativamente bajos. Bajo esta óptica, los niveles actuales de deuda de Brasil y Colombia, por ejemplo, son muy excesivos.

La fragilidad fiscal de los países Latinoamericanos no es resultado de la ingenuidad. En muchos de ellos se han hecho propuestas de reforma fiscal de gran alcance, pero estas no han avanzado debido al fracaso de coordinación de las instituciones políticas. Estas no logran coordinarse en el logro del bien común y en el modo de usar medios de redistribución para aliviar la regresividad de los sistemas de tributación ya reformados, como si la inflación y las suspensiones de pagos fueran políticas más progresivas que un impuesto uniforme al valor agregado apoyado por programas bien diseñados de re-distribución a las gentes de menor ingreso.

Este fracaso de coordinación tampoco es producto de la ingenuidad. En este punto un problema grave es la falta de credibilidad. Este problema tiene tres dimensiones. Una es entre los países y los mercados internacionales, la segunda es entre los gobiernos de los países y sus residentes, y la tercera es entre los distintos grupos políticos que forman parte de los gobiernos de cada país. Los conflictos estratégicos que resultan de estas tres facetas del problema pueden justificar porque es tan difícil lograr los acuerdos necesarios para llevar a cabo reformas tributarias profundas y reformas de otras áreas del funcionamiento del gobierno, como lo son las leyes de pensiones o del papel del Estado en áreas estratégicas como la energía. Un ejemplo en concreto es el

caso de las reformas buscando ampliar la base de impuestos al valor agregado: La pobre reputación de las instituciones que implementan la política fiscal implica que propuestas para compensar a los sectores pobres que serían afectados por la regresividad de esta ampliación no sean creíbles. Además, hay pocos incentivos para tomar el riesgo de probar si estos compromisos serían cumplidos, e incurrir el costo político de corto plazo por votar a favor de las reformas, cuando las ventas de productos primarios ofrecen una fuente alternativa de ingresos. Cuando los precios de estos son altos, no se ve la necesidad de adoptar medidas tributarias que parecen duras e impopulares, y cuando son bajos se entra en crisis fiscales en las que se adoptan medidas de austeridad de corto plazo y no parece buen momento de debatir y adoptar “grandes reformas” para el mediano plazo. El debate del presupuesto que ha tenido lugar en estos días en la legislatura de México ilustra este punto: el debate se centra solo en determinar el precio del petróleo al que se deben anticipar los ingresos.

El marco jurídico e institucional que ancla los mercados de crédito y los derechos de propiedad es importante porque es una de las causas últimas de la fragilidad macro-financiera que sufren los países de Latinoamérica. Como se discute mas adelante, el contagio financiero e imperfecciones de los mercados de capital son las explicaciones mas favorecidas de esta fragilidad, y así mismo explicaciones del contagio financiero y las imperfecciones de los mercados crediticios se basan a menudo en supuestos sobre fallas institucionales y del marco jurídico. Por ejemplo, varias teorías de por qué ocurren Sudden Stops se basan en la existencia de condiciones que limitan el endeudamiento a una fracción del valor de los activos ofrecidos como colateral. Este tipo de condiciones se justifican en supuestos de que las instituciones y el marco legal limitan, o hacen muy costoso, el derecho de acreedores a tomar control del colateral estipulado en los contratos de crédito.

Una consecuencia grave de un marco jurídico e institucional débil es que una economía podría estar mejor adoptando barreras y controles que la dejen al margen de la globalización que integrándose a la economía mundial. Esta posibilidad se puede ilustrar con el diagrama clásico de Irving Fisher que se usa para comparar el equilibrio de una economía cerrada con una economía abierta. En la Figura 9, una economía cerrada requiere que su curva de posibilidades de asignación de producto en 2 periodos sea tangente a la curva de utilidad de los consumidores (punto C). Este punto

determina la tasa de interés doméstica que iguala el ahorro y la inversión. En cambio, una economía abierta con acceso a un mercado de crédito mundial a una tasa de interés bruta de R^* tiene su equilibrio de producción en el punto B y su equilibrio de consumo en el punto A. En esta economía globalizada se cumple el principio de separación de Fisher: la inversión en capital físico se hace al punto que el producto marginal del capital domestico iguala R^* , independientemente de los planes de consumo o ahorro. La diferencia entre ahorro e inversión se financia con la cuenta corriente. Claramente, en un mundo así de perfecto, el bienestar de la economía abierta siempre es mayor (la curva de indiferencia en el punto A es superior a la del punto C). Ahora, si ocurre que la habilidad de las familias a endeudarse en el periodo 1 estuviera limitada por una restricción de liquidez tal que la deuda no exceda una fracción del ingreso de ese periodo, hay valores de esta fracción para los que la economía abierta tiene un nivel de bienestar menor al de la economía cerrada. Esto se ilustra en el punto Z del gráfico. Es decir, en este ejemplo, donde se supone que la globalización deja a la inversión en capital físico con mejor acceso a los mercados de crédito que a las familias debido a fallas del marco jurídico e institucional, la globalización es una mala idea.

Causas de la Volatilidad Macro-Financiera: El Angulo Internacional

Aún si no existieran problemas estructurales internos, los países emergentes de Latinoamérica pueden estar expuestos a volatilidad macro-financiera que se origina en imperfecciones de los mercados internacionales de capital. El potencial para que estas imperfecciones dañen la estabilidad macro-financiera aún en países desarrollados quedó ilustrado dramáticamente con el episodio de contagio que siguió a la crisis Rusa de 1998. La crisis de liquidez profunda y repentina que se desató en los mercados financieros de los países industriales, reflejada en el colapso de precios de los activos y las olas de “margin calls” entre diversos intermediarios financieros, culminó con la quiebra de la firma Long Term Capital Management y la acción de la Reserva Federal relajando la política monetaria para contener la deflación de valores en Otoño de ese año.

Además de la crisis Rusa, las economías emergentes también sufrieron episodios de contagio durante la crisis Mexicana de 1994 y la crisis Asiática de 1997. El contagio financiero es particularmente peligroso para estas economías porque sirve como detonante de una reversión súbita de los inlfujos de capital (es decir de un Sudden Stop). Un ejemplo claro es el ajuste severo de la cuenta corriente y la recesión en

Argentina en 1995, a los que se les conoce como el “tequilazo” en referencia a la hipótesis de que se originaron por contagio de la crisis Mexicana al cono sur. Otro buen ejemplo es el caso similar de Hong Kong en 1998, por contagio de la crisis Asiática. Es notable que en ambos casos no hubo devaluación de la moneda, de modo que se pueden sufrir contagio y reversiones de flujos de capital aun sin una crisis cambiaria.

El contagio financiero no es el único detonante de las reversiones súbitas de flujos de capital. Una serie de estudios recientes (véase el resumen en el trabajo de Arellano y Mendoza (2003)), muestran como varias fricciones financieras también pueden ser detonantes de estas Sudden Stops. Estos estudios se enfocan en problemas como la información imperfecta o costosa de adquirir, problemas de monitoreo de deudores, necesidades de colateral, aplicación limitada de los contratos de crédito, incentivos estratégicos para suspender pagos, la dolarización de pasivos, etc. Calvo y Mendoza (2000) muestran, por ejemplo, que en un mercado de acciones globalizado donde no se pueden tomar posiciones cortas ilimitadas, los incentivos de inversionistas individuales para incurrir costos de información sobre un país en particular descienden a medida que el numero de países disponible para invertir aumenta.

Tomando la idea de que los inversionistas extranjeros incurren costos al entrar en un país emergente, Mendoza y Smith (2004) muestran que si (1) los agentes de una economía emergente tienen restricciones de colateral en su acceso a deuda, y (2) firmas internacionales especializadas en manejar activos de esta economía incurren costos fijos y variables en sus transacciones, entonces pueden ocurrir reversiones súbitas de flujos de capital en respuesta a choques de la misma magnitud “normal” que producen ciclos económicos mas tenues. La economía aumenta gradualmente su apalancamiento financiero, y cuando cruza un nivel critico en su razón de deuda a valor de activos, un choque adverso “normal” desata el famoso mecanismo de deuda-deflación de Irving Fisher: Los agentes domésticos hacen ventas de pánico para cumplir con sus requisitos de colateral (es decir, “margin calls”), pero lo hacen en un mercado donde los inversionistas externos tienen una elasticidad de demanda por estos activos determinada por los costos de transacción que incurren. Entonces los precios de los activos caen, pero al hacerlo causan un nuevo ciclo de “margin calls,” desatando una espiral que lleva a una deflación de los precios de los activos, una reversión severa de la cuenta corriente, y un colapso del consumo privado.

Mendoza (2004) aplica una idea similar en un modelo del ciclo económico con una restricción de colateral que vincula el acceso a deuda externa con el valor del acervo de capital doméstico valuado por la Q de Tobin (es decir, considerando costos de ajuste en la inversión física). En este caso, el mecanismo de deuda-deflación de Fisher produce, además de los resultados antes mencionados, una recesión excesiva y prolongada en el producto y la inversión privada. Esto es debido a que el precio que se colapsa a consecuencia de las ventas de pánico causadas por “margin calls” es la Q de Tobin, y cuando esta cae la inversión en capital físico, y los niveles futuros de empleo y producción, también caen.

La Figura 10 ilustra estos resultados de manera cuantitativa, siguiendo una aplicación del modelo calibrada al caso de México. Los gráficos de esta Figura muestran el exceso de las respuestas a un choque adverso de una desviación estándar a la productividad en producto, inversión, cuenta corriente y consumo en la economía con la fricción crediticia en relación a las de la economía con mercados de crédito perfectos (midiendo las diferencias como porcentaje de las medias de largo plazo que son casi idénticas en ambas economías). El exceso en la caída del PIB llega a ser 1.6% mayor que sin la fricción crediticia en el cuarto trimestre después de que ocurrió el choque, y aún después de 20 trimestres el PIB de la economía con fricción crediticia todavía está 0.2% por debajo del de la economía con mercados de crédito perfectos. La inversión cae casi 30% y la reversión de la cuenta corriente es equivalente a 6% del PIB, cifras muy parecidas a las que muestran los componentes cíclicos de los datos de México en 1995. Estos resultados sugieren que una de las causas de la segunda Gran Depresión de México puede ser el efecto prolongado de las crisis financieras recurrentes.

La dolarización de pasivos es otra fricción crediticia que puede resultar en dinámicas parecidas a las que resultan del mecanismo de deuda-deflación de Fisher. Calvo (1998) muestra un ejemplo sencillo de cómo, en una economía donde se financian importaciones para insumos de la industria de no-transables usando deuda denominada en monedas duras, y donde hay un periodo de gestación en la producción de este sector, un choque al acceso al crédito externo cuando el producto de no-transables llega al mercado resulta en un colapso en el precio de estos bienes, y este colapso a su vez resulta en quiebras de las firmas que los producen (pues estas planearon sus niveles de producción esperando precios mayores).

El grado de dolarización de pasivos también tiene implicaciones para el análisis de la solvencia fiscal. Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) muestran como, en situaciones en que la deuda pública esta en su mayoría indexada de manera explícita o implícita a monedas duras, una caída en el precio de no-transables como las que suelen suceder después de una devaluación, hace que la razón de deuda-producto violé el criterio convencional de solvencia fiscal (es decir, la noción de que la deuda sea igual al valor anualizado del déficit primario de largo plazo). Esto ocurre aún si este criterio se cumplía antes del ajuste de precios y sin que cambie ninguna decisión de política fiscal.

Lecciones para Cosechar los Beneficios de Globalización en Latinoamérica

¿Qué lecciones se pueden aprender de las reflexiones presentadas en este documento? Desde luego existe la tentación, y los argumentos, para hacer el caso de que la estrategia de integración internacional debería ser revertida. Sin embargo, esta es la lección equivocada porque condena a países relativamente pobres, y con necesidades sociales urgentes, a financiar su crecimiento de manera ineficiente y con los limitados recursos de su ahorro doméstico. Esta lección también ignora los logros notables de varios países que se han globalizado, incluyendo el caso de Chile en Latinoamérica, y el hecho de que fue en parte el agotamiento mismo de los modelos de crecimiento hacia adentro y sustitución de importaciones lo que llevo a varios países a considerar reformas estructurales.

Las lecciones que se pueden aprender de las ideas presentadas aquí se pueden dividir en lecciones domésticas y lecciones internacionales. Las primeras incluyen: (1) reformas fiscales estructurales que resulten en ingresos tributarios mayores y mas estables, (2) reformas legales e institucionales que mejoren el marco jurídico y el respeto a los derechos de propiedad en el que operan los mercados de crédito, y que reduzcan la vulnerabilidad del gobierno a tener que asumir obligaciones contingentes grandes, y (3) la búsqueda de consensos entre grupos políticos con el afán de mejorar la credibilidad de las instituciones de gobierno. En términos de medidas concretas, se pueden considerar estas: (1) el problema del “asegurador atormentado” y la vulnerabilidad a Sudden Stops se pueden reducir acumulando y manteniendo un acervo “grande” de reservas internacionales, como ya se ha hecho en varias economías emergentes, (2) la necesidad de reducir la volatilidad de los ingresos públicos es un argumento más en favor del uso de los impuestos indirectos, dado que la tendencia de los agentes privados a mantener

un patrón de consumo estable en el tiempo implica que un impuesto indirecto tiene un mecanismo “estabilizador automático” sobre los ingresos fiscales, y (3) la gravedad de los problemas de información en los mercados financieros se puede reducir sustituyendo totalmente la moneda domésticas con monedas duras (de esta forma, los agentes privados no tienen que incurrir los costos de indagar y procesar información para aprender las características y prospectos de la políticas monetaria y cambiarias de cada país, ni tienen que formarse opiniones sobre la credibilidad de las instituciones a cargo de estas políticas). Esta última sugerencia puede parecer drástica, pero no lo es tanto si se le piensa como parte del proceso de integración económica del continente Americano. Si este proceso progresa, extenderlo a la adopción de una moneda común con la de los Estados Unidos parece natural.

Las lecciones internacionales están orientadas a reducir el impacto de las imperfecciones de los mercados financieros. Las políticas domesticas descritas arriba contribuyen a esta meta, pues atacan de raíz algunos de los problemas que están detrás de fricciones financieras como los problemas de información, las restricciones de colateral y el cumplimiento de contratos de crédito. Pero además es importante considerar medidas internacionales que minimizen el impacto del contagio financiero y las crisis de liquidez en mercados emergentes, y que hagan mas estable la habilidad de las economías emergentes a entrar en los mercados de crédito. Medidas como la sugerida por Calvo (2002), que busca crear un mecanismo para garantizar los precios piso de los activos de mercados emergentes y así desactivar a tiempo el mecanismo de deuda-deflación de Fisher, valen la pena de considerar. Arreglos para hacer mas eficientes los contratos de deuda, como la adopción de cláusulas de acción colectiva en contratos de deuda soberana, también pueden contribuir a estabilizar el acceso de las economías emergentes a los mercados de capital.

Bibliografía

Arellano, Cristina y Enrique G. Mendoza, (2003), "Credit Frictions and 'Sudden Stops' in Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Markets Crises," en *Dynamic Macroeconomic Analysis: Theory and Policy in General Equilibrium*, Altug, Chadha and Nolan ed., Cambridge University Press.

Aspe, Pedro, (1993), *Economic Transformation: The Mexican Way*, Cambridge: MIT Press.

Calvo, Guillermo A., (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, v. 1, pp. 35-54.

_____, (2002), "Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets," mimeo, Center for International Economics, Department of Economics, University of Maryland.

_____ y Enrique G. Mendoza (1996), "Mexico's Balance of Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold," *Journal of International Economics*, v. 41, 235-264.

_____, y Enrique G. Mendoza (2000), "Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets," *Journal of International Economics*, v. 51.

_____, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2003), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons," mimeo, Research Department, Inter-American Development Bank.

_____, Alejandro Izquierdo y Luis-Fernando Mejía (2004), "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects," mimeo, Research Department, Inter-American Development Bank.

Fondo Monetario Internacional (2003), *World Economic Outlook*, Septiembre.

Gomez-Oliver, Antonio (1981), *Políticas Monetaria y Fiscal de México: La Experiencia desde la Posguerra*, Fondo de Cultura Económica, México DF, México.

Mendoza, Enrique G. (2004), "'Sudden Stops' in an Equilibrium Business Cycle Model with Credit Constraints: A Fisherian Deflation of Tobin's q ," mimeo, Department of Economics, University of Maryland.

_____ (2002), "Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop." In *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Frankel, Jeffrey and Sebastian Edwards eds. Chicago: University of Chicago Press.

_____ y Katherine A. Smith (2004), "Quantitative Implications of A Debt-Deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices," NBER Working Paper No., National Bureau of Economic Research.

_____ y P. Marcelo Oviedo (2004), "Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico," NBER Working Paper No. 10637, National Bureau of Economic Research.

Tabla 1. Comportamiento de la Balanza en Cuenta Corriente como Proporción del PIB: 1975-2003

	media	desviación estándar	desv. std. en relación a EU	Reversiones en un año		Reversiones en dos años	
				mayor	segunda mayor	mayor	segunda mayor
Argentina	-2.18%	3.15%	2.23	10.85 (2002)	4.92 (1990)	12.51 (2002)	4.46 (1990)
Brasil	-2.22%	2.26%	1.60	3.38 (1984)	2.90 (2002)	5.81 (1984)	3.24 (1988)
Chile	-4.57%	3.66%	2.59	5.50 (1999)	5.03 (1983)	8.85 (1983)	5.76 (1988)
México	-2.49%	2.95%	2.09	7.33 (1983)	6.50 (1995)	10.43 (1983)	6.30 (1996)
España	-1.37%	1.70%	1.21	2.94 (1984)	2.43 (1994)	3.53 (1984)	3.48 (1985)
Estados Unidos	-1.90%	1.41%	1.00	1.44 (1991)	1.02 (1988)	1.89 (1991)	1.59 (1989)

Figura 1: PIB Per Capita y Tendencias de Largo Plazo a Precios Constantes

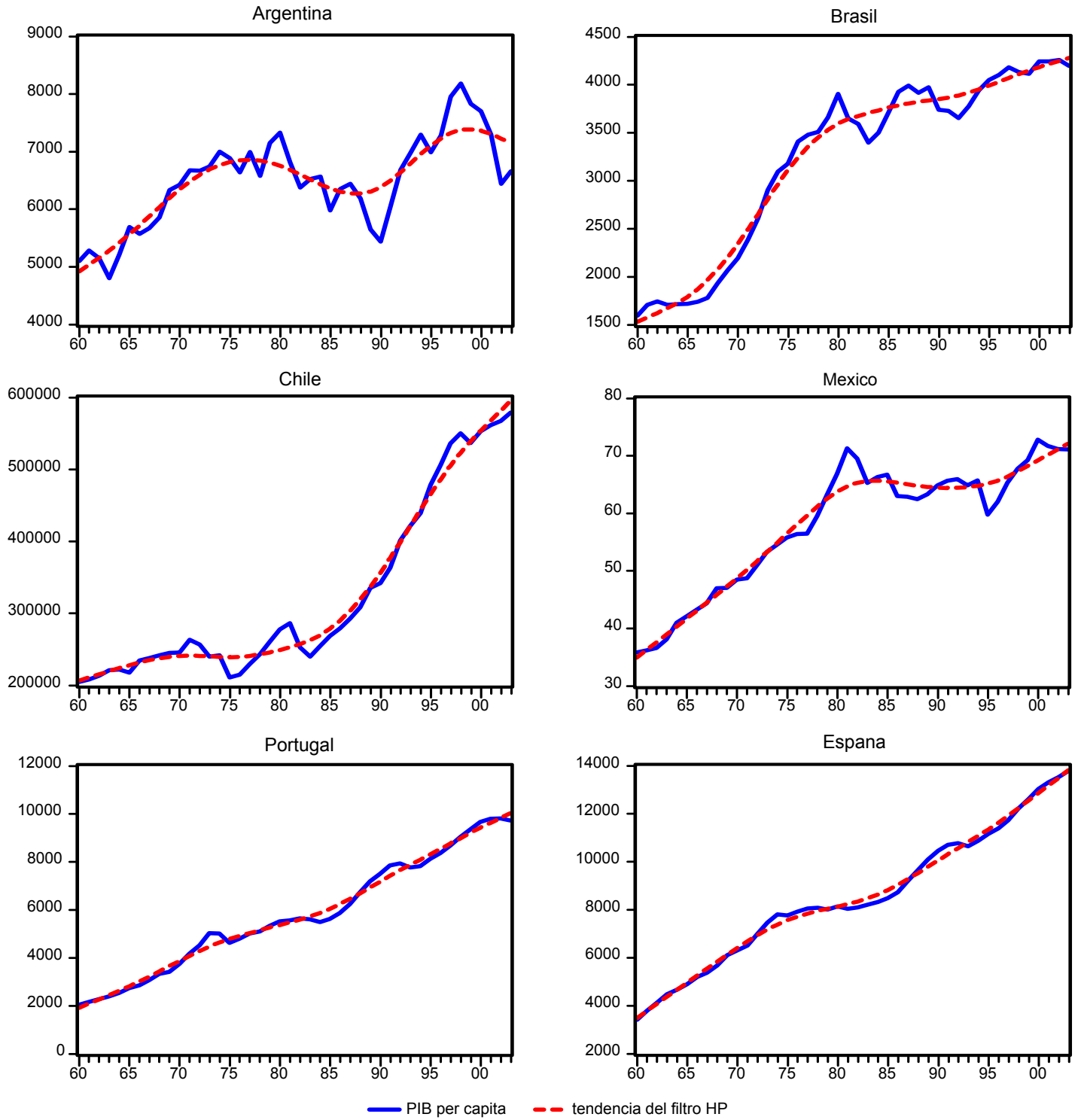


Figura 2: PIB Per Capita Relativo en Dolares Internacionales a Valores de PPP
(en relacion al PIB per capita en unidades de PPP de los Estados Unidos)

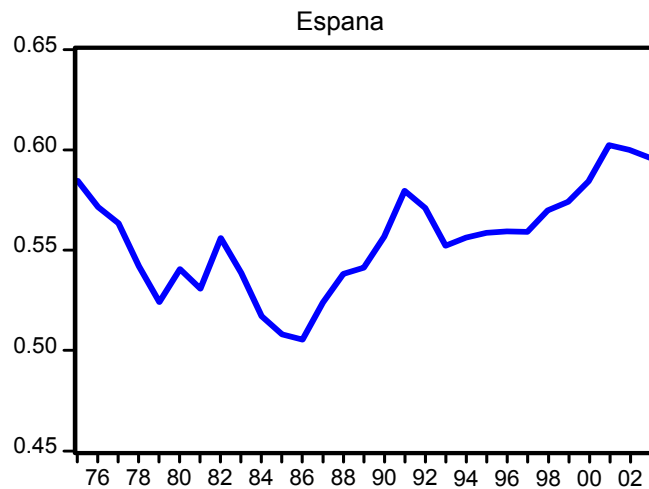
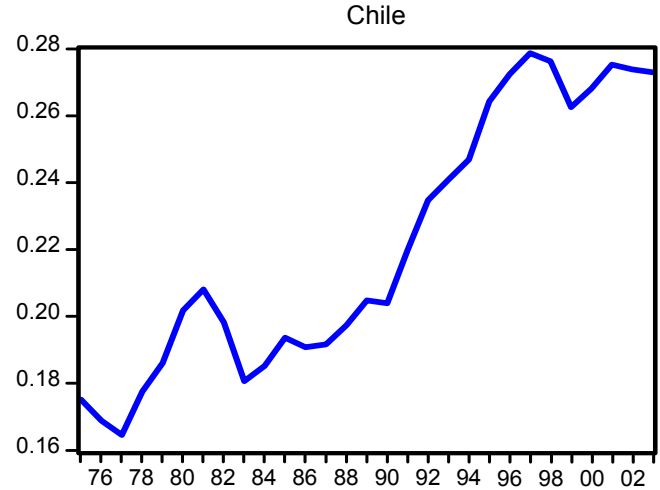
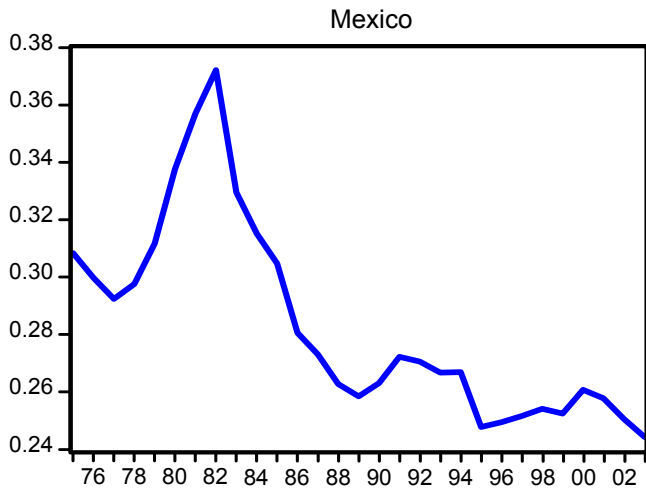
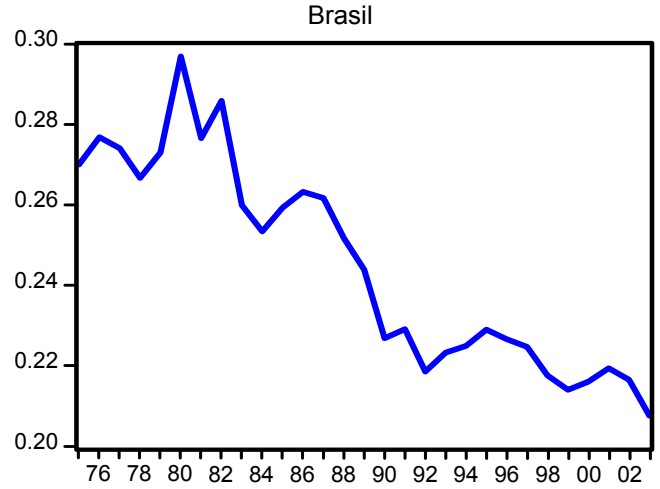
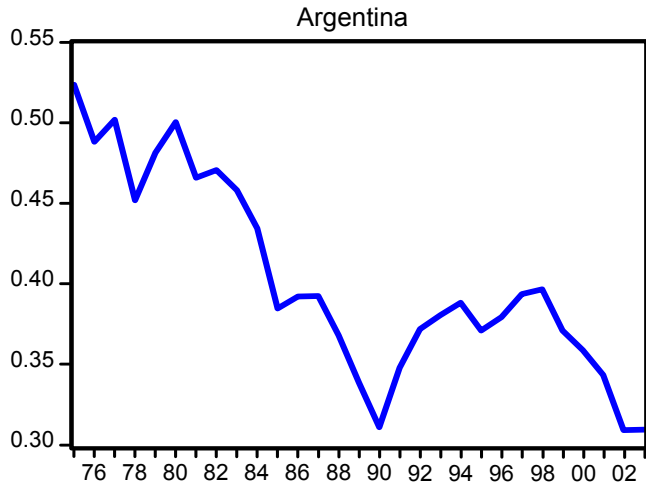


Figura 3. Mexico: PIB a Precios Constantes Per Capita
(precios de 1980)

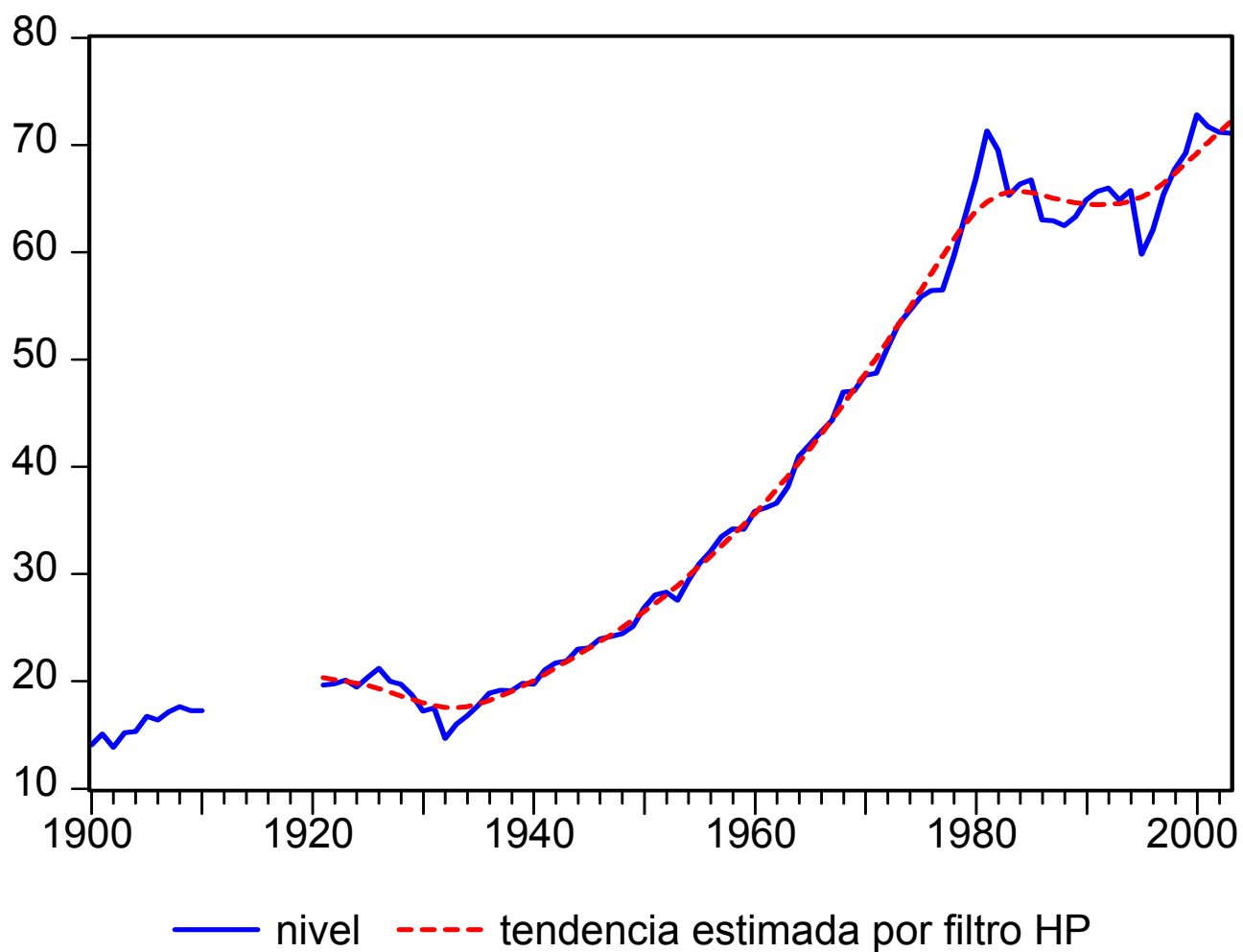


Figura 4. Balance en Cuenta Corriente como Proporción del PIB

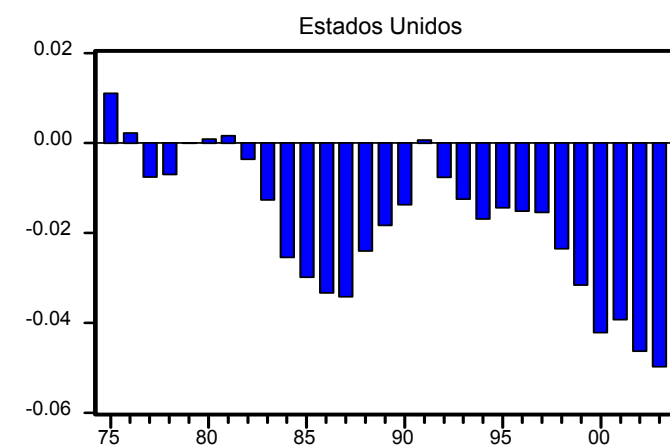
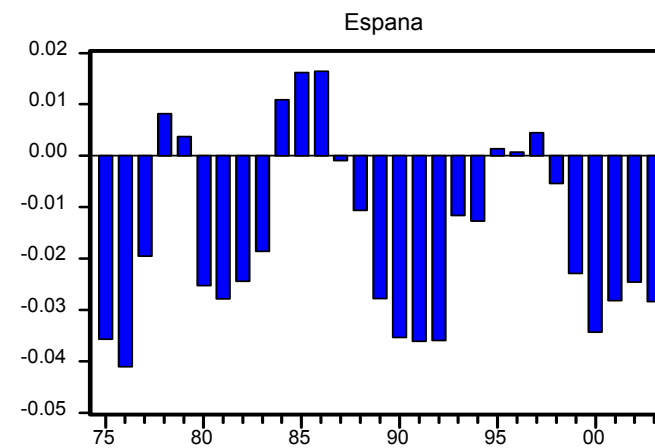
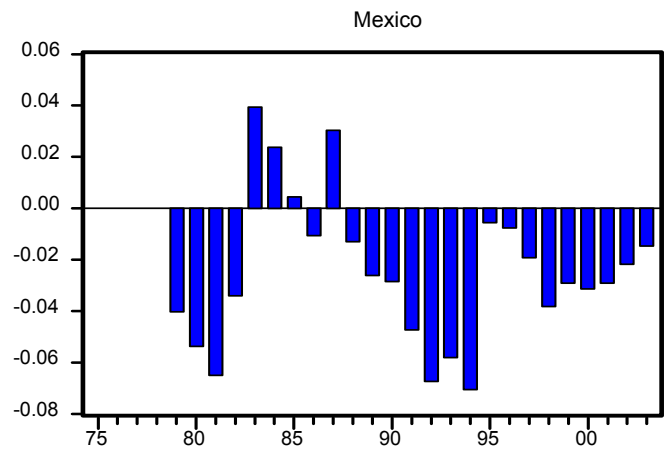
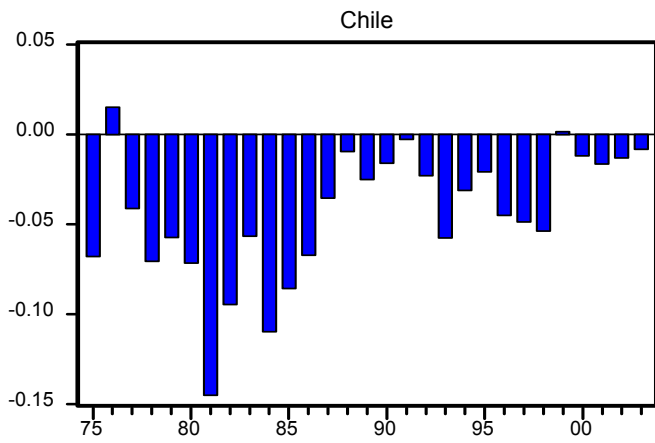
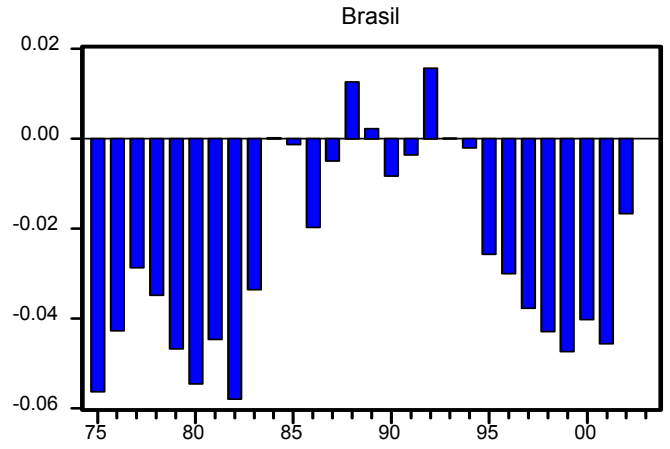
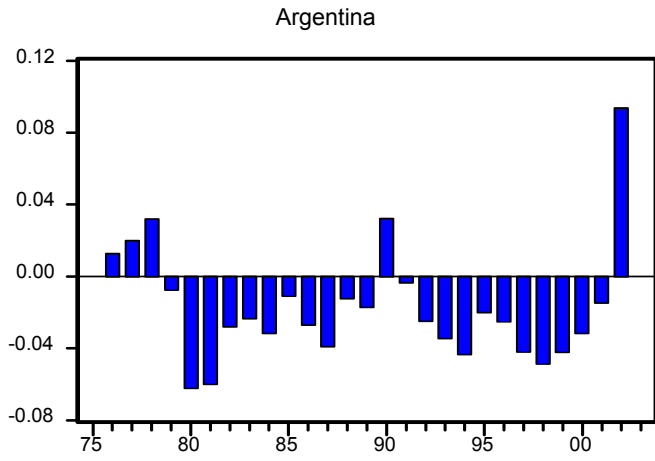
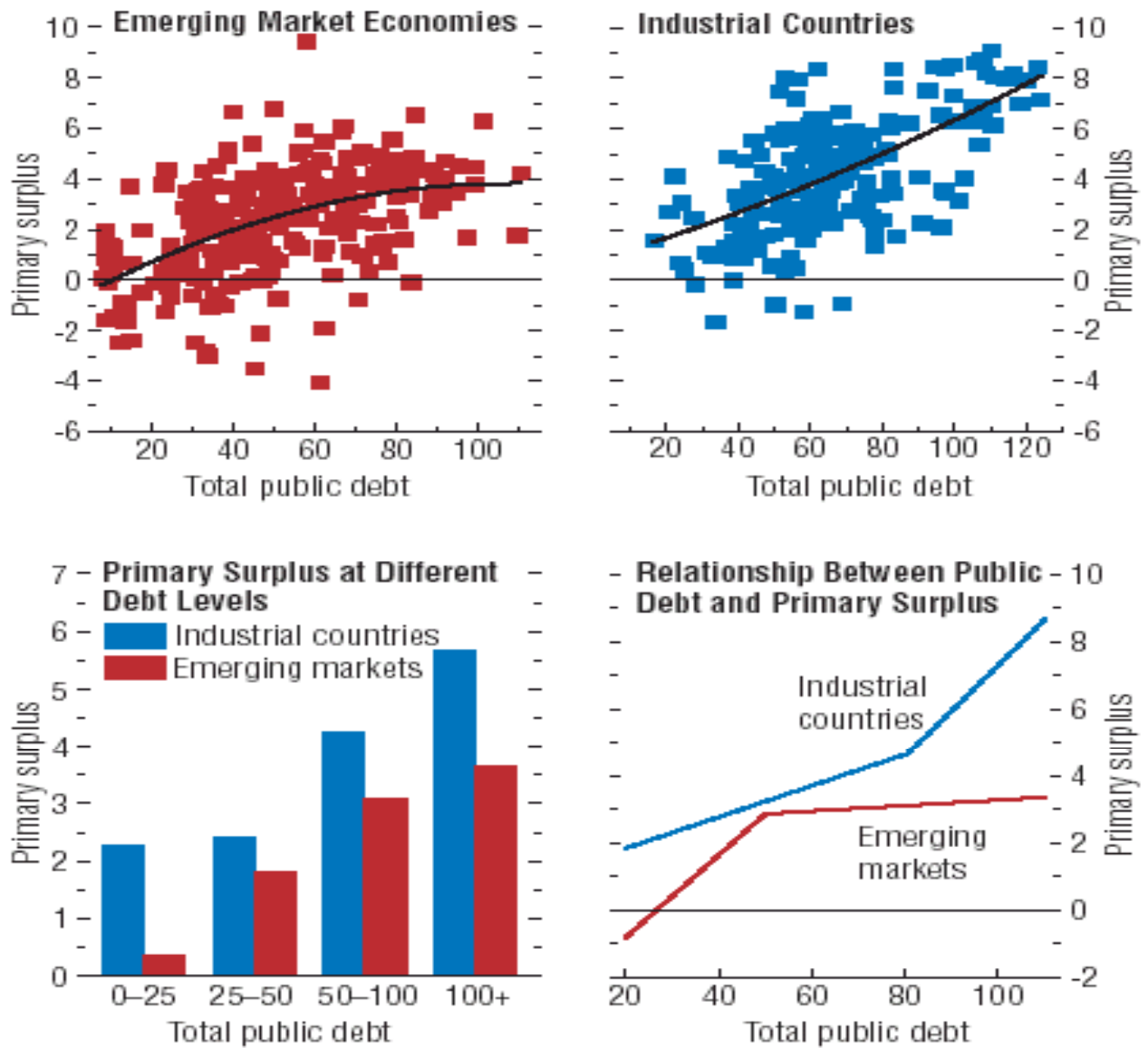
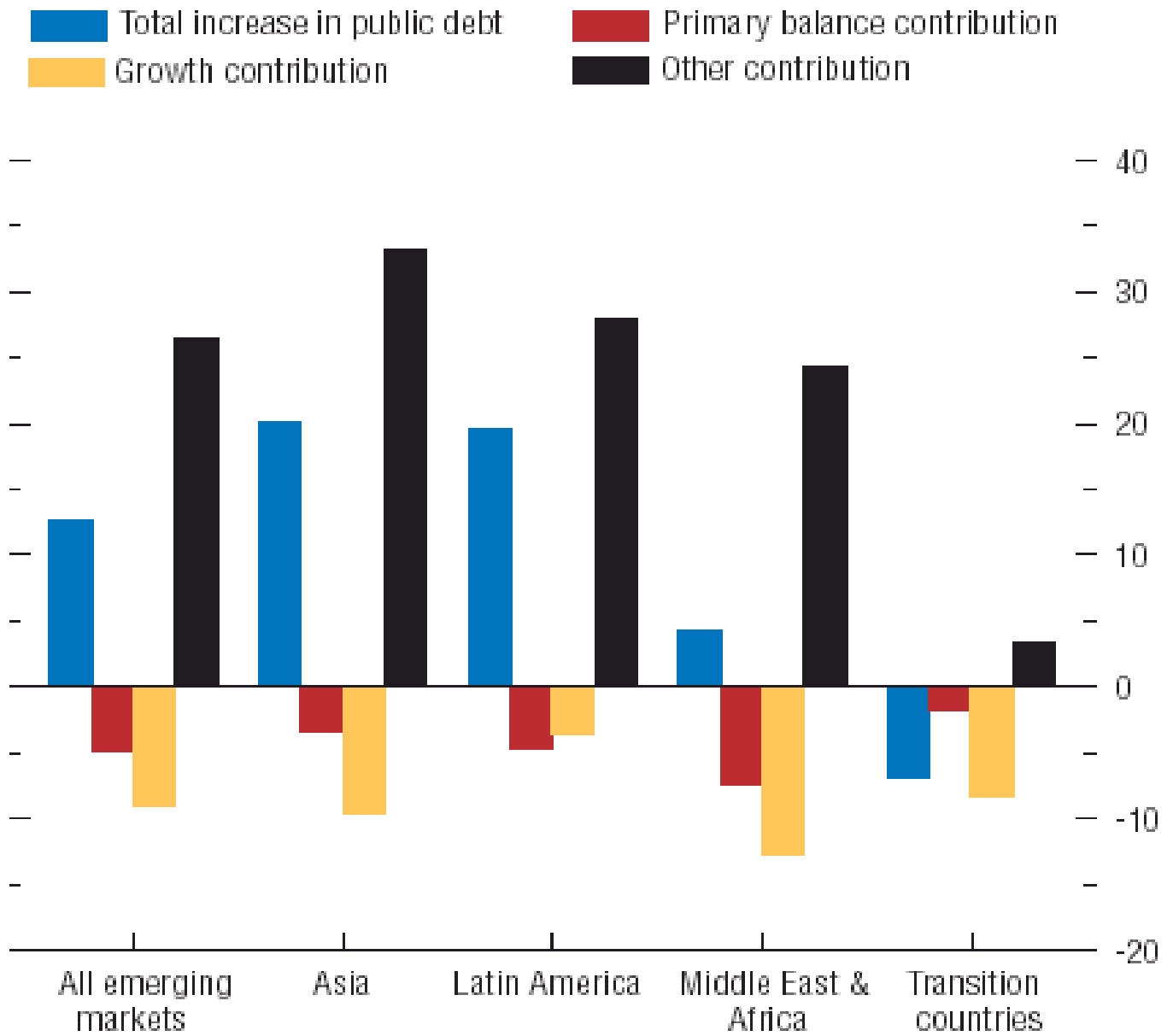


Figura 5. Deuda Publica y Superávit Primario:
Países Industriales y Economías Emergentes



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2003), Cap. 3, p. 64.

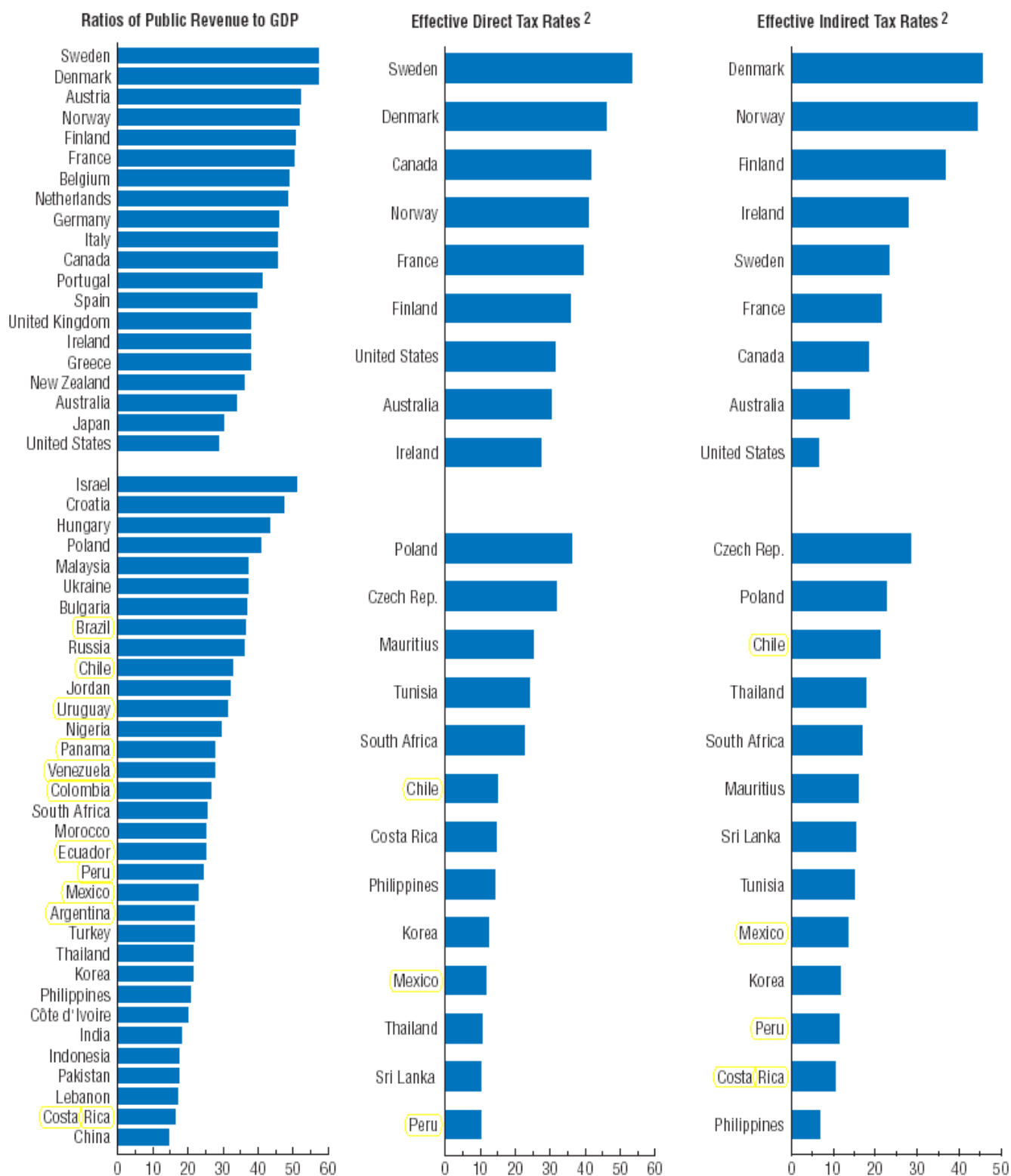
Figura 6. Determinantes del Aumento en la Razón de Deuda Pública a PIB 1997-2002



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2003), Cap. 3, p. 54.

Nota: "Other" incluye pasivos contingentes y los efectos de cambios en tasas de interés y tipos de cambio.

Figura 7. Ingresos Fiscales como Razón del Producto y Tasas de Impuestos Efectivas (1990-2002)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2003), p. 56.

Figura 8: Coeficientes de Variacion de la Razon Ingreso Publico-PIB (1990-2002)

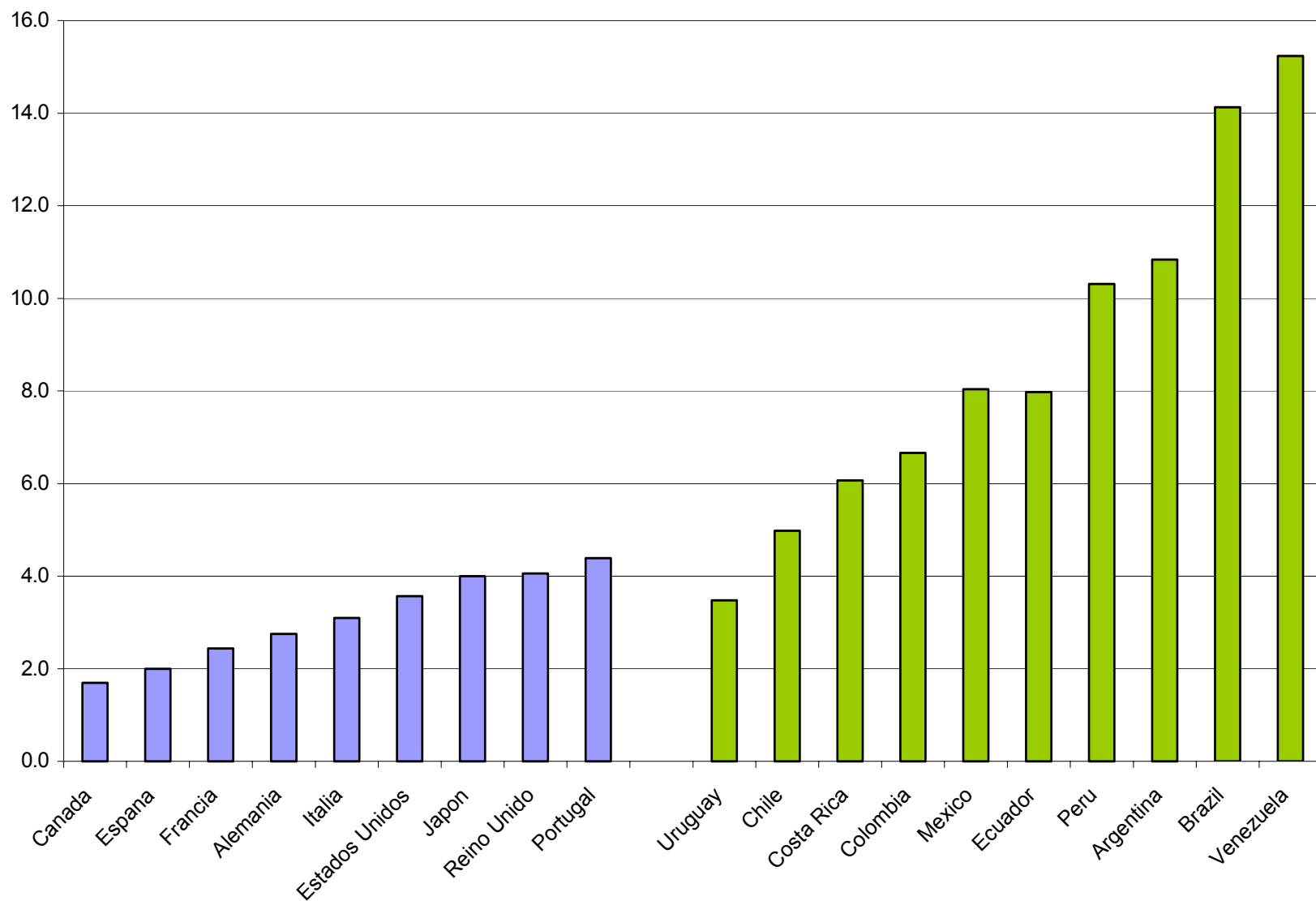


Figura 9. Equilibrios de Economías Abierta, Cerrada y con Restricción de Liquidez

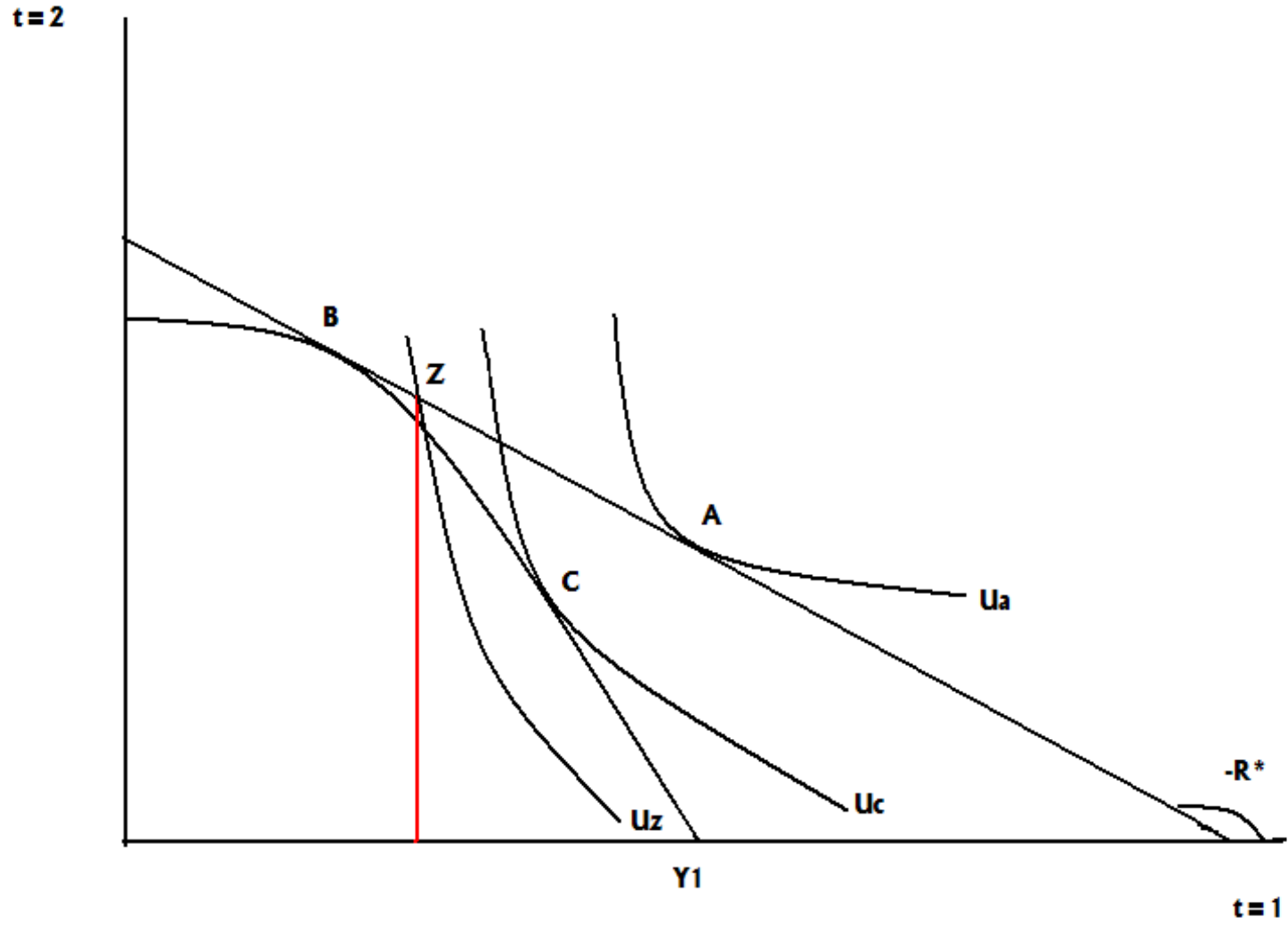


Figura 10. Episodio de “Sudden Stop” en una Economía con Alto Apalancamiento Financiero (desviaciones de la media de largo plazo en respuesta a un choque de una desviación estándar en la fecha 1)

