

UN APOORTE PARA LA COMPRESION DE LAS CRISIS FINANCIERAS

AXEL LEIJONHUFVUD (*)

Estamos aquí para recordar a un amigo, Daniel Vaz. Aquellos de nosotros que tuvimos el privilegio de conocerlo, lo recordaremos como un hombre de generosidad de espíritu poco común y de una gran e inquebrantable lealtad hacia quienes fueron sus amigos. Fue también un talentoso economista con muy vastos intereses, que siguió economía no como medio de superación personal, sino por curiosidad, y como un mecanismo para el mejoramiento social. La actitud con la que Daniel Vaz hizo su trabajo es la que desearía asumiera la gente joven que integra la audiencia.

Tengo un mensaje del Presidente de la Asociación Económica Internacional, Profesor Jacques Drèze. Dice lo siguiente:

Tanto en nombre de la Asociación Económica Internacional como del mío propio, deseo rendir un especial tributo a la memoria de Daniel Vaz.

Daniel supo del deseo de la Asociación Económica Internacional de promover y patrocinar la organización, en un país en desarrollo, de un centro internacional de excelencia dedicado a la investigación y enseñanza superior en economía y en el desarrollo económico. Con agudo discernimiento, estimulado por una gran dedicación, Daniel Vaz inmediatamente percibió los méritos de dicho proyecto, y los beneficios que el mismo implicaría para su amado país, Uruguay. Se encargó personalmente, con el esclarecedor apoyo de su superior, el Presidente Humberto Capote, de difundir su entusiasmo y convencer tanto a funcionarios gubernamentales y comunales del mayor nivel como de la Asociación Económica Interna-

* Universidad de Trento.

cional, de que el proyecto podría ser justificadamente implementado en Montevideo, capital del Uruguay y sede del Mercosur.

Así es como descubrí a Daniel Vaz, primero a través de la correspondencia que aumentó rápidamente tanto en volumen como en familiaridad, luego a través de dos disfrutables encuentros en Bruselas y Trento que me causaron gran impresión. Hallo apropiado decir que descubrí en Daniel Vaz, a un hombre encantador y de carácter, absolutamente competente, totalmente despojado de egoísmo, mezcla de entusiasmo y realismo, un admirable ser humano en todo el sentido de la palabra. A medida que analizábamos más concretamente un proyecto que, ambos sabíamos, presentaba tanto dificultades como promesas, me convenía de que era imposible que el proyecto estuviera en mejores manos. Para la comunidad económica internacional, la temprana partida de Daniel es una auténtica pérdida.

Es con profunda emoción que expreso a su familia, amigos y colegas, mi aflicción y el más sentido pésame de todos los funcionarios de la Asociación Económica Internacional. No obstante, no puedo dejar de sentirme gratificado por haber estado en tan estrecho contacto con una persona tan refinada, cuyo recuerdo atesoraré junto con aquellos que tuvieron el privilegio de conocerlo.

(firmado) Jacques H. Drèze

Le prometí a Jacques que entregaría este mensaje cuando viniera a Montevideo. Le hubiera gustado estar presente, pero no pudo ser así.

* * *

Daniel Vaz ingresó al programa para obtener el doctorado en economía de UCLA en el otoño de 1988. En ese momento, hacía diecisiete años que estaba en el Banco Central del Uruguay. Siendo muy joven ingresó al Banco en 1971, trabajando once años en la Secretaría General y pasando luego al Departamento de Investigaciones Económicas en 1982. En ese lapso, completó su licenciatura en la Universidad del Uruguay y cursó una maestría en CEMA en Buenos Aires.

El ambiente intelectual de las universidades norteamericanas cuando Daniel comenzó sus estudios para obtener el doctorado estaba totalmente dominado por la Economía Neoclásica. Estaba preparado para absorber la teoría de precios a la Alchian y la opción pública a la Buchanan, pero la macroteoría monetarista de la variedad lucasiana debe haber sido difícil de digerir para alguien como Daniel con una larga experiencia en banca central.

En Estados Unidos, Daniel también se enfrentaría a la gran transformación que la teoría de la política macroeconómica había experimentado en la década anterior. En los días del llamado consenso keynesiano, la macropolítica había sido la *política de estabilización*. Se consideraba que el sector privado era inestable pero que las políticas discrecionales de un gobierno benevolente, competente y coherente podían mantener un alto índice de empleo y una razonable estabilidad de precios.

En la década de los 80, este pesimismo acerca del sector privado y el optimismo acerca del gobierno se habían convertido en lo diametralmente opuesto: optimismo acerca del mercado y pesimismo acerca del gobierno democrático. La teoría política se había vuelto el arte de *restringir a los gobiernos*, adaptar las instituciones para evitar que los políticos violasen restricciones presupuestarias intertemporales y, en forma más general, que emprendiesen políticas de corto alcance, inconsistentes con el transcurso del tiempo y eventualmente ineficientes. Se suponía que el sector privado se haría cargo de sí mismo, salvo en la medida en que pudiera ser inducido a error por medidas políticas "no previstas". Dentro de este punto de vista neoclásico del mundo, la estabilización política fue simplemente una ambición mal orientada.

Probablemente Daniel nunca haya compartido el punto de vista ingenuo de que los elaboradores de la política económica poseen inteligencia y energía olímpicas, o de que las relaciones entre el electorado y el

gobierno están totalmente libres de severos problemas entre principal y agente. Lo que es definitivamente cierto es que, teniendo bien presente la crisis uruguaya de 1982 y su larga secuela, no era en absoluto de la idea de que el sector privado se mantendría siempre en un equilibrio intertemporal mientras tan sólo estuviera libre de interferencias gubernamentales. Naturalmente, encontró que la teoría del Ciclo Económico Real era aún menos relevante que la teoría Lucasiana para la comprensión de la historia macroeconómica de su propio país.

Para su disertación, Daniel propuso un estudio de cuatro crisis bancarias del Cono Sur: las dos crisis uruguayas que comenzaron en 1962 y en 1982 respectivamente, y las crisis argentina y chilena de la década de los 80. Trataba de proporcionar una historia económica analítica de estos episodios con el objetivo de profundizar nuestra comprensión no solamente de los orígenes, el desarrollo y las consecuencias de cada uno de estos casos, sino también de las crisis financieras en general. Por su propia naturaleza, la disertación se convirtió además en un diálogo crítico con la teoría del equilibrio, cuyas hipótesis Daniel llegó a considerar como obstáculos para una comprensión de la realidad histórica paso a paso.

Este era un proyecto muy ambicioso — sólo con el transcurso del tiempo le resultó evidente cuán ambicioso era. Daniel realizó gran cantidad de investigaciones sobre el mismo pero, al volver al BCU como Gerente del Departamento de Investigaciones Económicas, se le hizo muy difícil poder disponer de su tiempo para abocarse a la redacción del mismo. A menudo con intervalos prolongados, me comunicaba que pronto tendría unos días libres y los dedicaría a un capítulo tal o cual. En ciertas oportunidades se las arregló para visitar a Al Harberger o a mí para discutir el trabajo. Pero su trágica y prematura muerte dejó el trabajo inconcluso.

Con ayuda del Dr. Pari Kasliwal, también ex estudiante mío y amigo de Daniel, he estado editando los borradores que Daniel dejó. Algunos fragmentos que procuró proporcionar están faltando, pero el resultado seguirá siendo un manuscrito completamente coherente. Obtener el doctorado para Daniel en forma póstuma, lo que creo que podremos hacer, quizás sea un gesto vano. Pero preservar el resultado de su trabajo no lo es. Concebido hace unos ocho años, y totalmente fuera de época para las ciencias económicas en ese momento, los acontecimientos de los últimos dieciocho meses en Asia Oriental y en todas partes han hecho que este proyecto se considere premonitorio y sumamente pertinente.

No trataré de resumir su disertación. En su lugar, quiero dedicar el resto de esta breve conferencia a ciertas lecciones que he aprendido de Daniel Vaz y a algunas reflexiones sobre crisis financieras que se derivan de su trabajo.

* * *

Las cuatro crisis bancarias que figuran en el estudio de Daniel fueron crisis de *solvencia*. Esta es una conclusión fundamental de su trabajo y la importancia que él le adjudica está totalmente justificada.

El panorama tradicional de las crisis bancarias, heredado de la literatura británica del siglo XIX, es que habitualmente son crisis de *liquidez*, surgidas del desajuste de vencimientos entre los activos y pasivos de bancos con reservas ínfimas. El verdadero "Arte de Banca Central" era prevenir o manejar reducciones generalizadas de liquidez y evitar pánicos bancarios. Pero los problemas de liquidez fueron secundarios comparados con los problemas de solvencia subyacentes en los cuatro desastres del Cono Sur. Esto vale también para la crisis sueca de 1991 como demostraron un par de libros recientes sobre ese caso (Lundgren, 1998; Dennis, 1998). Probablemente es cierto para la mayoría, si no para la totalidad, de las crisis recientes de todo el mundo. (De lo contrario, ¿por qué tanta preocupación con respecto a los riesgos morales generados por los "reflotamientos"?) La lección aprendida es que los análisis deberían concentrarse en primer lugar en los problemas de solvencia. La liquidez no constituye un problema si la solvencia no está en discusión. La iliquidez se deriva del temor a la insolvencia.

El concepto de solvencia —o, mejor dicho, de insolvencia— es la clave para la comprensión de los dos extremos de la inestabilidad monetaria, las inflaciones altas y las grandes depresiones. Uno se deriva de la insolvencia del gobierno, y el otro de insolvencias generalizadas en el sector privado. Por supuesto, ambos tienen en común el hecho de que imposibilitan un firme crecimiento económico. Las crisis deflacionarias tienden a tener los más severos efectos reales sobre la producción y el empleo ya que son amplificadas por una gran demanda de liquidez libre de riesgos. El resultado es la clase de estado "peculiar" (Leijonhufvud, 1973) en el que la falta de demanda efectiva obstaculiza a la recuperación del pleno empleo y la utilización de la capacidad total. En cambio, con inflaciones altas, el gobierno es insolvente pero no carece de liquidez (en

la medida en que pueda implementar la aceptación de la moneda que emite). Aunque no es necesario decir a una audiencia del Cono Sur que el costo social acumulado debido a la pérdida de crecimiento, durante los períodos de tiempo que estas altas inflaciones tienden a durar, puede ser enorme.

La gran transformación de las doctrinas vigentes en política macroeconómica también puede considerarse en esos términos. Las dos doctrinas comparten una curiosa clase de simetría. La economía keynesiana tiene sus raíces en un mundo de empresas, establecimientos agrícolas y bancos en quiebra, pero sus preceptos de política económica suponían un gobierno de indudable solvencia, capaz de comprometerse en una "financiación funcional" sin que cada déficit temporario desencadenase efectos Fisher sobre las tasas de interés nominales. La economía neoclásica de los Estados Unidos tiene sus raíces en la década inflacionaria de los setenta y fue muy influenciada también por las inflaciones latinoamericanas de los ochenta. No se interesa en las finanzas del sector privado pero analiza las finanzas de los gobiernos democráticos con corrosivo cinismo. Sus preceptos establecen que las manos del gobierno deben estar atadas o éste inevitablemente violará su restricción presupuestaria intertemporal.

Pero, como diría Daniel Vaz, es posible forzar las manos del gobierno de una forma tal que ninguna restricción legal puede evitar. Lamentablemente, a menudo son los gobiernos de dudosa solvencia los que se hallan intentando resolver las crisis deflacionarias. Sus problemas de solvencia no siempre pueden ser evidentes *ex ante*. El presupuesto oficial del estado puede parecer equilibrado a los ojos de todos, como por ejemplo fue el caso de Indonesia. No obstante, como Daniel se esforzó en demostrar para cada uno de los cuatro casos que estudió, una crisis generalizada de solvencia en el sector privado probablemente revele "pasivos contingentes" que el gobierno ya no puede objetar por no haber sido previstos en la legislación existente. Puede, por ejemplo, tener que recurrir a depósitos bancarios de garantía aunque no exista ningún programa de seguro de depósitos legislado. (Esto también sucedió en el caso de Suecia¹). O puede encontrarse con una coalición políticamente poderosa de

1 Antes de sus dos crisis bancarias — es decir con anterioridad a 1962, si sus recuerdos llegan hasta esa fecha — Uruguay a veces era llamado la Suecia [sic] de América Latina. Después de 1962, esta analogía se volvió difícil de mantener — hasta que Suecia se convirtió hace pocos años en el Uruguay de Europa.

grandes prestatarios que no pueden pagar y grandes prestamistas que no pueden cobrar exigiendo conjuntamente la "nacionalización" de sus pérdidas — a expensas de la generalidad menos poderosa de contribuyentes. Pero puede suceder que los peces pequeños no voten los impuestos adicionales para pagar los errores de los peces gordos. En ese caso, los impuestos por inflación resultan ser la única manera de hacer que paguen.

Cuando en general se considera que los impuestos, actuales *o futuros*, no cubren el gasto público, la inflación es el resultado inevitable. Cuando un gobierno cerca del límite de su capacidad para subir los impuestos trata de reducir la insolvencia generalizada en el sector privado asumiendo la carga de las deudas privadas o mediante otras formas de gastos financiados mediante déficit presupuestario, las inmediatas crisis deflacionarias se convertirán en una alta inflación de larga duración.² Daniel Vaz investigó las persistentes inflaciones de los países del Cono Sur hasta ese origen. Caprio y Klingebiel (1996)³ estiman el costo fiscal de los reflotamientos bancarios en aproximadamente el 55% del PBI de un año para Argentina en 1980-82, el 40+% para Chile en 1981-83 y el 30+% para Uruguay en 1981-84. Se podría pensar que en 1990 Suecia habría sido un país que estaba cerca de su capacidad fiscal. No obstante, el costo total de sus reflotamientos bancarios fue del orden del 6% y Suecia pudo absorber esto sin financiamiento inflacionario.⁴

Las inflaciones que ocurren cuando un gobierno marginalmente solvente es forzado a absorber enormes pérdidas que han surgido en el sector privado, probablemente sean de larga duración dado que el consen-

2 Puede ser muy difícil determinar si incurrir en grandes déficits es lo mejor que se puede hacer en tales circunstancias. Si los incumplimientos del sector privado no son demasiado grandes y generalizados, es preferible, por supuesto, dejar que los agentes privados se hagan cargo de los costos de sus propios errores. Pero si es probable que los incumplimientos sean considerables, es peligroso ocuparse excesivamente de los perversos efectos de incentivo de los "reflotamientos". Dejar que la deflación siga su curso es peligroso. Nadie puede prever dónde se detendrá y quién permanecerá en pie en ese punto.

3 Citado por Martin Wolf en una reciente edición del Financial Times. No he visto el documento original de modo que no puedo decirles cómo se han calculado las cifras.

4 Bengt Dennis fue Presidente del Swedish Riksbank a principios de la década de los 90. En una conferencia reciente en Estocolmo sobre el tema general de las crisis bancarias, destacó que una de las consecuencias de las quiebras bancarias durante el régimen del emperador romano Tiberio fue una rebelión de esclavos. El contribuyente sueco es más dócil!

so político necesario para equilibrar el presupuesto es casi imposible de alcanzar. Es un tema antiguo y reiterado que las altas inflaciones persisten debido a conflictos distributivos subyacentes. Antes de leer el informe de Daniel, no había visto claramente dónde residían estos conflictos distributivos o por qué surgían en los momentos específicos en que lo hacían. En los casos estudiados por él, la explicación es clara y convincente. Las raíces de tal conflicto se encuentran en el intento de hacer que el contribuyente de modestos medios pague por los errores y delitos de los ricos y poderosos.

Para el teórico, existe aquí una ironía obvia: la nueva doctrina de macropolítica fue muy influenciada por las altas inflaciones. Pero en su convencimiento de que el gobierno siempre y el mercado nunca es el problema, ha perdido de vista los orígenes de esas altas inflaciones!