



Banco Central de la República Argentina

Jornadas Monetarias y Bancarias, 1999

**Banco Central de la República Argentina and
the University Torcuato Di Tella**

Conference on Argentine Political Economy

19 de Agosto de 1999

Jornadas Monetarias y Bancarias
Conference on Argentine Political Economy
Banco Central de la República Argentina
19 de agosto de 1999

Programa en inglés

- 1. Pou, Pedro ; Neumeyerm, P. Andrés; Calvo, Guillermo**
Discursos de apertura
- 2. Powell, Andrew ; Cummings, Christine ; Vicens, Mario ; Sturzenegger, Federico**
Advances in the Basel International Capital Requirement Standards
- 3. Bolzico, Javier ; Claessens, Stijn ; Jaime, José ; Escasany, Eduardo**
Bank restructuring: the international and argentine experience
- 4. Lagos, Martín ; Roubini, Nouriel ; Kiguel, Miguel ; Perry, Guillermo ; Canavan, Chris**
International financial architecture
- 5. Pou, Pedro ; Guidotti, Pablo ; Hausmann, Ricardo ; Gavin, Michael ; Roseblum, Harvy**
Dollarization
- 6. Almansi, Aquiles ; Drazen, Alan**
Rules and discretion in democratic emerging countries
- 7. Calvo, Guillermo ; Remes Lenicov, Jorge ; López Murphy, Ricardo ; Machinea, José Luis ; Sturzenegger, Adolfo**
Argentine economic policy

Program:

Opening Session

Chair:

Guillermo Calvo, University of Maryland and the Universidad Torcuato Di Tella (UTDT)

Pedro Pou, Governor Banco Central de Argentina (BCRA)

P. Andrés Neumeyerm, Chair Economics Department, Universidad Torcuato Di Tella (UTDT)

1: Banking Policy

Advances in The Basel International Capital Requirement Standards

Chair: **Andrew Powell**, Chief Economist (BCRA)

Special Presentation: **Christine Cummings**, Federal Reserve Bank of New York

Discussants:

Mario Vicens, MV Macroeconómica

Federico Sturzenegger, UTDT.

Bank Restructuring: The International and Argentine Experience

Chair: **Javier Bolzico**, Director (BCRA)

Special Presentation: **Stijn Claessens**, World Bank

Discussants:

José Jaime, SEDESA

Eduardo Escasany, Banco de Galicia y Bs. As.

2: Monetary and Financial policy

Panel: International Financial Architecture

Chair: **Martín Lagos**, Deputy Governor BCRA

Panelists:

Nouriel Roubini, United States Treasury

Miguel Kiguel, Economic Ministry of Argentina

Guillermo Perry, World Bank

Chris Canavan, Goldman Sachs

Panel: Dollarization

Chair: **Pedro Pou**, Governor BCRA

Panelists:

Pablo Guidotti, Economic Ministry of Argentina

Ricardo Hausmann, Interamerican Development Bank

Michael Gavin, Warburg Dillon Read

Harvy Roseblum, Federal Reserve Bank of Dallas

3: Economic Policy

Rules and Discretion in Democratic Emerging Countries

Chair: **Aquiles Almansi**, Director BCRA

Special Presentation: **Prof. Alan Drazen**, University of Maryland

Final Panel: Argentine Economic Policy

Chair:

Guillermo Calvo, UTDT & University of Maryland

Jorge Remes Lenicov, Partido Justicialista

Ricardo López Murphy, FIEL

José Luis Machinea, Partido de la Alianza

Adolfo Sturzenegger, Partido Acción por la República

Closing Remarks

Chair:

Pedro Pou, Governor BCRA

Roque Fernández, Minister of Economy of Argentina

Conference on Argentine **Political Economy**

Opening Session

Chair:

Guillermo Calvo, University of Maryland and the
Universidad Torcuato Di Tella (UTDT)

Pedro Pou, Governor Banco Central de Argentina
(BCRA)

P. Andrés Neumeyerm, Chair Economics
Department, Universidad Torcuato Di Tella (UTDT)

Pedro Pou

Quiero darte la cordial bienvenida al Banco Central a todos los asistentes a esta Jornada Monetaria y Bancaria y en particular a aquellos académicos y funcionarios del exterior que nos visitan con motivo de la misma.

También quiero agradecer muy especialmente a la Universidad Torcuato Di Tella por su colaboración en la organización de este evento así como el apoyo de LACEA, el Banco Mundial y la Reserva Federal de Dallas.

Como ustedes saben esta conferencia clausura el Summer Camps in International Economics and Finance que tuvo lugar esta semana a partir del día lunes en la Universidad Torcuato Di Tella.

Por delante en el día de hoy tenemos una jornada muy extensa, con un programa muy completo, así que yo me voy a limitar a hacer algunos breves comentarios que van a tratar de ubicar la importancia que le damos a cada uno de los temas que hemos elegido para esta jornada de trabajo.

Por la mañana el eje de la presentación va a estar alrededor de la estabilidad financiera. La primera sesión va a analizar esta propuesta que ha formulado el Comité de Basilea de nuevas pautas sobre capitales mínimos. Como uds. saben, el Acuerdo de Basilea de 1988 ha sido un instrumento muy útil para fijar estándares internacionales, para uniformar prácticas a lo largo de los distintos países, pero ha sido necesario reevaluar este nuevo experimento a la luz de la experiencia adquirida en estos últimos 11 años y creo que el documento que se ha puesto a consideración y a discusión de los distintos países introduce modificaciones substanciales que tenemos que detenemos a analizarlas en profundidad porque pueden significar cambios positivos para unos países, cambios negativos para otros. En particular, ustedes saben que hay un cambio en el tratamiento de la deuda pública, es decir, los préstamos que hacen bancos extranjeros a gobiernos de países emergentes en donde se cambia el criterio y se va por un criterio de agencias de calificaciones y esto puede ser beneficioso para aquellos países que han logrado una calificación “investment grade”, pero puede ser perjudicial para un montón de otros. Por otra parte, el tratamiento que propone este nuevo acuerdo para el capital de corto plazo de los préstamos interbancarios es, sin dudas, más perjudicial, más oneroso que el tratamiento actual y esto puede tener serias implicancias sobre los movimientos de capital interbancario a los países emergentes. Este creo que va a ser un tema muy importante que vamos a analizar en la primera sesión.

En la segunda sesión vamos a analizar la contracara de este problema, es decir, el hecho de que habiendo las mejores regulaciones prudenciales que uno pueda imaginar, aún habiendo la mejor supervisión de esas regulaciones, van a haber dentro del sistema financiero empresas a las que les va mejor y a las que les va mal, van a tener que cerrar, esto que eufemísticamente llamamos reestructuración bancaria. La reestructuración bancaria es un problema individual, que tiene muchas causas distintas, puede ser fallas de la gerencia, puede ser fallas del sistema normativo, puede ser ineficacia de la Superintendencia o puede ser una combinación de todos estos factores. Si la situación de falla de entidades financieras es más generalizada, entonces ya no estamos hablando de una reestructuración bancaria, sino de una crisis bancaria, la que afortunadamente nosotros no hemos tenidos en los últimos 20 años y en este caso tal vez el diagnóstico sea más sencillo, aunque la solución probablemente sea más difícil. El diagnóstico en general va a reconocer alguna inconsistencia entre las políticas macroeconómicas o entre la política para el sistema financiero y la política macroeconómica en general, pero la solución va a ser mucho más difícil. Yo creo que lo que vamos a analizar en la

mañana de hoy va a ser los problemas de reestructuración individual de bancos en los que lamentablemente el Banco Central de la República Argentina tiene mucha experiencia.

En la tarde vamos a saltar de lo estrictamente local al sistema financiero internacional. Es muy claro que es difícil pensar las reglas que deben regular un sistema financiero local, sin tener en cuenta cuál es el contexto internacional en que ese sistema financiero se desenvuelve y cuáles son las instituciones que existen en ese sistema financiero internacional. Así, si tomamos por ejemplo un tema muy común en este debate como es la apertura de la cuenta de capitales, es claro que para compensar la volatilidad que tienen los flujos de capitales, tenemos que tener esto en cuenta al diseñar el sistema financiero local, pero también tenemos que tener en cuenta cuáles son las instituciones financieras internacionales que existen. Si existe un prestamista de última instancia internacional, probablemente el diseño del sistema financiero local sea distinto. Y en este sentido creo que los pasos que está dando el FMI con la creación de esta facilidad contingente son pasos preliminares pero que apuntan en la dirección correcta de crear desde nuestro punto de vista un prestamista de última instancia.

En ausencia de este prestamista de última instancia internacional no necesariamente debemos pensar que la solución es una cuenta de capitales cerrada. Argentina, en gran medida, ha privatizado la función de prestamista de última instancia al exigir que los bancos constituyan reservas internacionales líquidas en proporción a sus pasivos para afrontar posibles retiros de depósitos. Y estos requisitos son complementados por una línea de pases con 13 bancos internacionales y por la propia capacidad del BCRA para actuar como prestamista de última instancia. Sumados estos tres instrumentos, obtenemos una capacidad de liquidez para el sistema financiero en su conjunto del orden del 40% de los depósitos, lo que ha probado ser un instrumento disuasivo de las corridas bancarias, un fenómeno que nos afectó severamente en el año 95. El manejo de la deuda pública también ha sido muy cuidadoso y ha tenido muy en cuenta este problema de la volatilidad de los flujos de capitales para evitar las concentraciones de vencimientos que pudieran agravar la situación.

Sin embargo, debemos reconocer que todas estas precauciones que hemos tomado no nos han permitido superar totalmente los efectos contagio, aunque siempre hablamos de los efectos contagio negativos y nos olvidamos que a veces hay algunos contagios positivos, hay veces en que los mercados de capitales están muy eufóricos y nosotros derivamos tal vez este beneficio importante por la apertura de nuestra cuenta de capitales. Es por esto que en la sesión esta vamos a analizar la arquitectura financiera internacional, procurando escarbar dentro de la experiencia de los últimos 5 años, que ha sido realmente rica en crisis, empezando por la Tequila, Sudeste Asiático, la moratoria rusa, la devaluación de Brasil y analizando en qué medida los supuestos que se han tenido al desarrollar los sistemas financieros se han visto convalidados en la realidad y en qué medida las instituciones existentes son las necesarias, las adecuadas para resolver los problemas que enfrentan estos sistemas.

Otro tema que vamos a ver en la tarde es el debate reglas versus discreción, es un tema de muy larga data en la academia y un tema muy importante a la hora de la decisión de la política económica. El análisis de la inconsistencia temporal en países que tienen mala reputación en cuanto al mantenimiento de las reglas que ellos se fijan y su impacto sobre algunos impactos de la política económica y en particular de la política monetaria son temas que han merecido muchísimo trabajo y en esta segunda sesión de la tarde se analizará este problema desde una perspectiva muy interesante, como es el de las economías emergentes específicamente y bajo regímenes democráticos. Creo que esta tipificación que se hace del tema justifica el interés por asistir a esta exposición.

En el segundo panel de la tarde, vamos a tocar un tema al cual el BCRA le ha dedicado mucho esfuerzo últimamente que es el de la elección de la moneda nacional. La moneda fiduciaria es una invención muy reciente y que creo que tal vez ha sido excesivamente valorada. El debate del tipo de cambio de los años 50-70 partía de un supuesto muy fuerte que era que existe una demanda por cada dinero fiduciario que una autoridad local decida crear y otorgarle curso legal. Con cierto grado de libertad para el movimiento de capitales, las distintas economías se han encargado de demostrar la falsedad de esta premisa. Y por otra parte este debate ha ignorado en general algo que precisamente Guillermo Calvo es uno de los que ha focalizado la atención en el tema, ha ignorado casi por completo la existencia de un sistema financiero y por ende los problemas a que puede dar lugar la falta de una moneda nacional que tenga una aceptación generalizada.

La Argentina adoptó al comienzo de esta década una política de convertibilidad como regla monetaria, la que junto con otra serie de otros cambios en política económica, ha producido muy buenos resultados tanto en términos de estabilidad de precios y crecimiento económico como en recrear instituciones fundamentales para cualquier economía, como son la cultura fiscal, la cultura de la productividad. Pero yo creo que este intento de recrear una moneda fiduciaria, aún con el respaldo pleno de una de las pocas monedas fiduciarias exitosas no han producido todos los beneficios que uno puede esperar de una moneda fiduciaria, una moneda que pueda servir para escribir contratos de largo plazo, que esos contratos puedan ser escritos con nacionales pero también con aquellos extranjeros que no están obligados a usar la moneda nacional. El tema a analizar entonces es la relación costo-beneficio que tiene que persistir en el camino de la convertibilidad en el caso argentino vis a vis la alternativa de una dolarización mediante un acuerdo bilateral con EE.UU.

En nuestro análisis hemos visto en la dolarización más beneficios que costos, aunque sabemos que siempre hay costos y también sabemos que el régimen cambiarlo o monetario que se elija no va a solucionar todos los problemas y no es el único tema que debe existir en una agenda para el futuro.

El panel final va a contar con la presencia de economistas de alto prestigio, entre los que figuran los asesores de los candidatos presidenciales, quienes van a analizar los problemas actuales de la economía argentina y van a referirse a cuál es la agenda hacia el futuro. Yo creo que no obstante todas las reformas que ha hecho Argentina, hay todavía temas pendientes, que están en la agenda. Sin duda, temas significativos hay como la coparticipación federal, la evasión impositiva, pero hay temas que hacen a perfeccionar el funcionamiento del régimen de convertibilidad, como es la reforma del sistema de la legislación laboral para permitir un mercado laboral más flexible que permita acomodar los cambios, los shocks vía precios y no vía cantidades y reducir este flagelo tan significativo que estamos padeciendo en materia de desempleo. Y por supuesto temas que ayudan a reducir el riesgo país, dando previsibilidad a la política fiscal como la ley de convertibilidad fiscal o temas que van a tener que estar necesariamente en la agenda, como es el futuro del Mercosur, y el tema del nivel del arancel externo común, que significa el diseño del sistema económico argentino para el futuro.

Esta es la nutrida agenda que el BCRA ha puesto a consideración de todos ustedes. Deseo que tengamos una jornada de amplio intercambio, muy provechosa. Muchas gracias.

ANDRES NEUMAYER

Señoras y señores, buenos días, como director del departamento de economía de la Universidad Di Tella, quiero darles la bienvenida a este evento y ha sido un placer coorganizar estas Jornadas junto con el director de investigaciones del BCRA, Andy Powel. El BCRA siempre ha dado un importante apoyo a la investigación de la economía en la Argentina y estas jornadas son un ejemplo más del apoyo que el BCRA le da a la investigación. También el BCRA está apoyando las reuniones de la International Economic Association la semana que viene y en nombre de la Academia, quería agradecerle al BCRA y al Sr. Pou por el continuo apoyo que le dan al desarrollo de la investigación en economía que se hace acá en Argentina.

Estas Jornadas son la conclusión de un taller en macroeconomía y finanzas internacionales que tuvo lugar en la Universidad Di Tella durante los últimos 3 días y una de las cosas sorprendentes de este taller fue que cuando empezamos a organizarlo y se lo comentábamos a la gente, los académicos internacionales, la gente de los organismos, el gobierno americano no se sorprendió, lo cual es increíble dado que la universidad tiene 1000 alumnos, fue fundada hace 8 años, queda por lo menos a 10 horas de avión de los principales centros internacionales, que la gente la conocía. Y eso es porque cuando se fundó la Universidad ha habido como un compromiso con la investigación y con formar un grupo de profesores investigadores que se dediquen a participar en el mercado global de ideas y ser muy activos en la profesión y obviamente parece que esto dio sus frutos y para una universidad chica y relativamente pobre en un país que tampoco es tan rico, esto no fue fácil y tampoco va a ser fácil mantenerlo, porque la investigación es cara y afortunadamente tenemos el apoyo de la sociedad argentina para hacer esto que por ahí hace unos 10, 15 años parecía medio loco. Quería agradecer entonces a toda la gente que ha apoyado a la universidad en estos últimos 8 años, a nuestros alumnos, a los filántropos que nos apoyan con cátedras, con fondos para mejorar nuestra planta física, a todas las instituciones financieras que mantienen el centro de investigación en finanzas de la Escuela de Economía Empresarial y para finalizar, quiero agradecer el apoyo de LACEA, del Banco Central, el Banco Mundial y el Banco de la Reserva Federal de Dallas por el apoyo al Summer Camp.

GUILLERMO CALVO

Simplemente quiero poner en contexto dónde estamos con respecto a esta actividad que se ha venido mencionando. Esta es una actividad que hemos empezado informalmente hace un año, por el gran interés que hay en nuestro país y en otras partes de América Latina e indudablemente en todo el mundo también con respecto a entender las crisis financieras internacionales. Y nos pareció que era importante que este tipo de actividades se hiciera en donde ocurren las crisis, porque si no es muy fácil desde el norte imaginarse cuáles son los problemas de los emergentes y empezar a diseñar la nueva arquitectura, por ejemplo, para solucionar esos problemas.

Algunos de nosotros estamos muy preocupados sobre cómo es que se piensa la nueva arquitectura del norte. Personalmente, creo que mucho de lo que pasa por nueva arquitectura es simplemente dejar de hacer lo que hacíamos antes. Entonces les decimos a los países que no fijen la tasa de cambio porque es peligroso, pero ¿será porque es peligroso o porque el FMI no tiene recursos o porque los G7 no quieren poner recursos para sustentar estos sistemas? De la misma manera se habla de otros regímenes mucho menos claros. Hoy día se está volviendo de moda hablar de inflation targeting, de fijar la tasa de inflación. Es el régimen menos bien definido que uno puede imaginarse. Por supuesto que todo individuo razonable hoy día no quiere la inflación. En eso estamos todos de acuerdo. Pero está lejísimos decir cómo vamos a implementar ahora la política monetaria, fiscal, etc. para llegar a eso. Entonces, hay un espacio muy grande y mi impresión es que hay un vacío intelectual muy grande también que no es culpa de nadie, es culpa de los problemas que estamos viviendo que apenas estamos entendiendo. Y es en ese contexto que hemos iniciado esta labor y yo creo que explica el gran interés. El año pasado empezamos con un grupito chiquito, los que hablaban eran 13 personas, máximo 20. Hoy ha excedido los 60 y tuvimos que ponerle coto a esto porque seguía viniendo gente del primer calibre. Así que la reunión de hoy engarza el trabajo puramente intelectual que hemos venido teniendo estos días en el sentido que se ha trabajado a nivel muy técnico, pero con el objetivo de que al final podamos darle a la sociedad y al mundo un producto que ayude a formular la solución de estos problemas sin que sea abdicar. Otra vez, mi temor es que hay mucho de abdicar en esto y va a ser muy importante porque los problemas no se van a ir y si empezamos a abdicar y decir “el tipo de cambio fijo no funcionó, ahora pongamos fluctuante”. Las crisis van a seguir y con fluctuante vamos a tener problemas. Lo estamos viendo con algunos de nuestros vecinos, que los problemas no desaparecen porque yo tenga un poco de fluctuación en la tasa de cambio. Entonces, aquí hay problemas muy de fondo que tenemos que enfrentar y es nuestra obligación como economistas profesionales, como miembros del sector público, tratar de ofrecer esto. Yo comprometo mis esfuerzos futuros a esto. Agradezco muchísimo al BCRA con el cual nos hemos identificado en este propósito, las otras instituciones que nos han apoyado y que entienden, instituciones que siguen sumándose en el futuro, porque esto se entiende como uno de los aspectos más importantes y más urgentes que debemos enfrentar.

1: Banking Policy

Advances in The Basel International Capital Requirement Standards

Chair:

Andrew Powell, Chief Economist (BCRA)

Special Presentation:

Christine Cummings, Federal Reserve Bank of New York

Discussants:

Mario Vicens, MV Macroeconómica

Federico Sturzenegger, UTDT.

CHRISTINE CUMMING

Good Morning. It is a great pleasure to be here in Argentina. This is my first visit here. I appreciate very much Dr. Pou's invitation and the hospitality of the Central Bank and the University. So, thank you very much.

I will be talking today about the consultative paper from the Basel Committee. This slide is the Reserve Federal Bank of New York. I thought it would be useful to start by talking a little bit about the reasons why the reform of the Basel Accord is being undertaken at this time, and I think it lies in five developments. I am going to present this pretty much from a US prospective, because I am most familiar with that set of circumstances, but I think they actually apply broadly around the world.

The first was the very disappointing experiences that many banks had in the early 90's with credit problems. As you know, in the US financial system our large banks actually suffered from very severe credit problems and there was a time when people worried about large bank failures occurring.

Another disappointment to many banking institutions was their efforts in the 80's to be financial supermarkets, to do everything and they found they were doing anything very well and some of the pressures that generally mediocre performers was creating were a part of the credit problems that occurred in the early 90's, that reaching for yield.

Another impetus for change was the control failure, and here we are thinking of things like Barings and the securities of KeyBody. These were all situations in which there was fraud and major breakdowns of internal controls that allowed that fraud to continue and, again, gave many banks and supervisors pause about just how we were approaching the management of certain kinds of risk.

Another factor is the growing sophistication of financial pricing and risk assessment, particularly through modeling, models can be powerful tools to assist in the management of risk and of businesses.

And the fifth factor is the development of commercial credit securitization. I imagine most of you are somewhat familiar with the securitization of consumer receivables (credit cards, auto loans). What has happened in the last couple of years in particular and in many ways this is the straw that is breaking the CAMEL's back for the current Basel Accord. What has happened in the last few years is that those same techniques are being applied to commercial credit, to loans to corporations, loans to government, etc., and that really raises the general question

of whether banks will still be holding a lot of credit, in what form they will hold the credit. Because very much as in the mortgage world, where as in the securitization world one of the outcomes of the techniques is that the risk profile of a pool of assets can really be transformed tremendously, a pool let's say that has an average creditors quality could be turned into a series of securities, some with very high quality, some with very low quality and banks can pick and choose which they might choose to hold. So, moving ahead, what are the implications? I am going to focus on what the implications have been for the private sector, because it is indeed the pressure of the changing techniques on the private sector that are driving the need for reform of the Basel Accord. So, the first is a greater recognition on the part of banks for the business and risk complexity they are dealing with day to day. What does that mean as a practical

matter, more reliance and analysis and more attempts to create discipline within organizations in a more systematic fashion. And, in particular, one of the most important aspects of that is much greater use of risk return analysis, both at the individual loan level, one thing that many banks today are focused on in the US is whether they get paid for the risk they take in their commercial lending, and many banks choose not to make certain types of loans, because they don't feel that they get paid for the risk that they take. But it is also true at the business line level, going back to that supermarket financial concept, more banks today will evaluate how much risk is there in the business and how much do they earn in that business, and as you no doubt see from the financial press, many banks are shutting businesses in which they don't feel that they get paid and are entering new businesses where they think there is great hope to get paid. A good example is that many banks are leaving processing businesses, such as custody and securities processing and payments because that is a computer driven business where the economies of scale are very great and so smaller institutions are finding they can really compete with the large institutions and so we have seen a tremendous consolidation there.

At the other end of the spectrum, everyone is looking forward to Internet banking and so you see a tremendous rise in the number of players who are trying to enter some form of Internet commerce or banking or trading and, again, much more focus on where risk and return are aligned well.

This also means that right down at the level of individual managers and individual employees there has been an effort to try and align the incentives better and two features I particularly highlight here: the first is the growing use of adjusted rate of return on capital as a measure of performance and as a way to determine how much bonus people should get or how much capital or other resources they should be allocated. Again, trying to embed risk, return into a single measure that allows management to decide whether managers are really performing well and using the bank resources well.

A side light of that is a growing use of internal capital allocation methods, that is an internal effort for the bank to decide how much capital it needs, where it needs that capital, again, very much based on risk and return concepts. And of course all of that really requires good techniques for estimating risks.

So, what the implications for the Basel Accord are first of all a growing gap between these leading edging techniques at many banks in the private sector and the actual Accord itself which, as you know, has a nice simple building block structure.

There is also the risk, as this gap grows, of distortion in the economic incentives of offer to banks, for better, for worse banks want to be disciplined internally and use risk return concepts to discipline their activities internally. The reality is they also have to pay attention to capital adequacy and that means that capital requirements play a role in banks thinking about pricing and risk. And when the differences are very great, the potential is for regulatory outrage, that is trying to seek ways to cut down those capital requirements, even when from an economic prospective the particular activity may or may not make sense.

There is also a great risk that market discipline will be eroded because transparencies reduced and that is a particular issue for credit securitization in risk in the commercial credit portfolio can now be transformed into very high risk or very low risk, and the problem there is that an external observer, a stockholder, a bond holder, a financial analyst may not be able to understand and/or discern what the risk profile of the bank is anymore, because often these things are not highlighted in annual reports or other kinds of financial disclosures.

And finally, the thing that has been observed is that the spread of these techniques has

been amazingly rapid. I would say commercial credit securitization have been done in all of the countries now at this point, and what we see now in the US is a spread of those techniques to banks of various sizes, working down from the very largest banks. And the logic of this is not so difficult to follow that it cannot spread. And all of this points to the need to rethink the capital Accord.

So, in June, the Basel Committee published a paper on a new capital adequacy framework. The consultation period ends in March of 2000, the reason for that long period is because this really is a kind of think piece and a part of the Basel Committee. It is not a concrete proposal for reaction, but rather more keen to a concept release that really is trying to say "here is our thinking and solicit comments from supervisors and banks throughout the world" and indeed the Committee tries to put on more concrete proposals and target it towards the end of 2000. Obviously it will depend on the comments the Committee actually gets.

The first and most important point to emphasize is that the Committee really sees the current accord as on a powerful and important foundation for revision of the Accord. So this is not a rejection of the current accord, but rather it recognizes a need to modify it and to grow within its general framework. But it is also recognized that it not only minimal capital requirements that matter, but also more generally the supervision of banks and supervisory review in particular capital adequacy as well as market discipline. And all three of these constitute the pillars of a capital framework. And so, I will be talking primarily about minimal capital requirements because they in essence are most important in driving decision making, but there is a really great effort to look at these other two pillars and try to give you a sense of what is being done there too.

This is a table right out of the document itself. So, first and most important thing is the Committee started with a standardized approach to credit risk. The document really begins with "let's take the existing capital standards, the heart of the Accord and let's talk on how we might modify that". We have a list of ratings, external ratings and that is a key decision that I'll be coming back to talk about a little bit more. In the area of sovereign, this would be the public debt of nations, the Committee has chosen to revise the OECD debt role and replace it with an approach that is based on external ratings. Now, why did the Committee do that? If you follow releases from the Basel Committee very closely, you will have noticed during the last few weeks that the Committee published a research paper as opposed to an official opinion, but that is actually very critical of external ratings and the performance of the rating agencies during the Asian crisis. The sense of the Committee has been for some time that the OECD club role, which gave essentially a zero weight to countries within the OECD club and 100% to everyone else was a really unfair role in many ways and the Committees had enormous complaints from very emerging market countries throughout the last decade. It is a role that is based on a club concept and that at the end of the day neither fits one's sense of incentives for country performance as well as of equity concept. And the Committee has actually worked a couple of times to see what alternatives were there looking at objective indicators, and finding that it was very difficult coming up with objective indicators that would sort countries out in a way that was considered reasonable. So, external ratings were chosen because they did a better job of sorting out countries, that were widely available for all countries that acted in the international markets and while imperfect, they were still a vast improvement on the club role.

The second group of institutions whose treatment would change are banks. Banks were very tied to the club role, so much of the same logic applies, but the Committee is looking at two options here: the first is to tie the rating to the sovereign risk rating and the second, is to tie the rating more to the banks own credit rating. In the corporate

sector you will see that only very highly rated credits are receiving a low risk weight. In a sense this is putting a toe in the water, I think that in the world of corporate credit there is more question about how exactly we would like to proceed here in terms of differentiating among credits. But in particular there is also great concern that when you look at corporations around the world, the number of companies that are actually rated is pretty small in almost every country and that includes the US, and there is the concern that they might be much larger in some countries than in others. So, this is a little more of a first step in terms of use of ratings but you also notice there that the below B-, fairly weak credits, also are receiving a higher risk weight too.

One of the goals is to create greater risk sensitivity, for sovereigns, for banks, for corporates, also there is a proposal on securitization that would treat rated high quality securitization, give them a 20% weight and would also apply a 150% to weak credits. The use of external ratings got a lot of debate within the Committee. Again, some questions about how effective the rating agencies are and also these equity questions that are there. There is one more issue that I should mention and it is a good follow-on to our question of internal ratings and that is how to treat risk mitigation, credit offsets, includes things like credit derivatives, guarantees, collateral, etc. How to treat those things and also how to treat maturity issues. The trade-off here is really precision or accuracy or completeness versus complexity. And it is very easy to come up with a weighting system which would have many, hundreds of buckets, potentially even thousands, if you divide things finely enough and, again, thinking of the standardized approach as the most generally available, meant to be applied most widely, there was a real desire to keep things simple.

So, in this area of risk mitigation and maturity buckets, the Committee has set out what the issues are from its standpoint and then ask for comment, so there is nothing really specific in this portion of the consultative paper, but rather a request to the industry and the supervisors where the important issues. And there has been a lot of discussion about the current maturity break, which is at 364 days and what impact it may have had on certain kinds of activity in the US, for example, hardly a letter of credit is written that is less than 364 days, because they attract such a low capital charge. These are the kind of things the Committee is looking for guidance and in risk mitigation, as you know, everything is treated differently: collateral, guarantees, different treatment for creditors, major questions on the part of the Committee about how we can unify structures which is not overly burdensome or overly liberal.

The alternative is an internal ratings approach and this also is not greatly spelled out in the document. This is really where the cutting edges in terms of credit risk management. It starts with banks having rating systems for each of their credits, giving it a rating and the question for the Committee is what types of bucket approaches or modeling approaches are we going to be comfortable with? This is a very unexplored territory. You can imagine banks assigning ratings to their credits? And mapping those ratings into the five buckets we just talked about in that chart. You can also imagine a much more extensive bucketing systems with ten buckets or maybe even more in which banks would map their rating system in this much more extensive set of ratings.

Further than the road, the Committee sees a potential for the use of credit risk models, but there has not been a push from the bank industry. They talk about it a lot, when you sit down and you are having a one to one conversation with bankers it is rare that they say "we are ready for credit risk models right now". And, secondly, there is still a lot of concern about making sure that the capital requirements fulfill their purpose of providing a buffer, a minimum buffer to banking institutions and the magic question there is how much correlation would be recognized in the Basel Accord. A lot of banks

will say we do not get any credit for diversification in the current capital standards “ and that is absolutely true. There is no penalty for concentration, at least in the basic Accord, which is something I would like to think about too. There is no reward for diversification. The unknown is just how much diversification holds up under stress scenarios, under recessions. One of the problems that permeates all of the discussion of internal ratings and even this external ratings is lack of data availability. We just don't have long time series in order to tell what the behavior of credit has been overtime and markets are jumping around all the time, credit problems generally occur in a cyclical fashion and they occur only once in very several years, we hope, and that means that there is not a lot of data to work with. This problem can be overcome to some extent but it creates uncertainty, caution and more desire to really understand what the implications of some changes might be.

Market risk, as you know has been recently added to the capital accord and the community reserves the possibility to have to revise a little bit. The major reason for having that reservation is that there is a lot of blurring between the activities in the banking book and the activities in the trading book. In the trading book is what is covered by the market risk.

There is also a concern that as creditors measures become more refined, the capital accord becomes more refined on the credit side, that in fact is a greater need to take more explicit account of other risk. The original accord of course had this 8% basic standard for the 100% risk weight and really that is a high number, because, in part, it was meant to be this buffer that would cover other kinds of risk, such as operational risk, fraud or interest risk, etc. What the Committee is planning to do is introduce a charge for interest rate risk, and I know Argentina spent a time working on this and very much in other countries there is a debate on whether to do it, how big the charge should be. The Committee at present is considering another approach in which only banks with unusual levels of interest rates risk would have a capital charge. Operational risk is the major question mark at this point. The Committee very much wants to impose some kind of a charge. The dilemma is that operational risk measurement is at a very early stage. Banks have thought a great deal about this and come up with measurement systems, have sometimes pulled out from those and are now exploring different avenues, it is very unsettled, very early days for a bank risk management as to measurement. So, the dilemma for the Committee is we probably would need to develop a very simple charge, but what happens if you put a simple charge on businesses like payments, how do you make sure that it is not too big or too small because those are the kinds of businesses you do not want to distort too much, since they are so central to the operation of the financial system itself. So, very tough issues here, but some serious work going on to try and resolve them and I think the intention is to have a lot of consultation with industry, since industry is doing a lot of creative thinking on this issue right now.

There also, for very recent papers released, these first set are basic papers on credit risk management, they are out for consultation. The last is particularly interesting, because this is a multiday risk, the Basel Committee has made excellent work, this draws on that work.

Finally we have the paper on loan evaluation and accounting and is a complement to the consulate paper.

The second pillar is this supervisory review and the real starting point of a supervisory review is that banks need to have an internal process to evaluate their own internal adequacy. They cannot just use the Basel Accord to determine whether they have enough capital. No matter how sophisticated the most sophisticated version of the Basel

Accord turns out to be it can never capture all of the complexities and uncertainties involved in the risk the banks have. And so it is very important that banks themselves, if they are entering the internet business, for example, to think about what are the capital needs of that business, how much money could you lose in trying to conduct that business and trying to incorporate that into their own assessment of capital adequacy. Even sophisticated banks right now still at a very early stage of doing this very well, but it is a very important step that the Committee feels that banks need to take and I think the banks themselves feel the same.

To the extent that the bank supervisor is reviewing risk reports, examinations and giving his own opinion about the risk profile of the bank, there is an opportunity for good dialogue.

There is also a need in some cases to analyze the sensitivity of capital itself. The Basel Committee capital rules for what constitutes capital have become more complex overtime and every time you have this type of capital can count up to 10% out of capital, there is a risk that when you lose money you actually can lose more than a dollars worth of capital, because you lose the dollar and then you might lose the eligibility of some of your capital instruments. We actually had a case of that in the US where the accelerator effect of that reduction was actually stunning, and it stunned the management as well, so this is an issue that we are focusing more on the US.

There is also the question of can we provide the supervisor with better analysis, more analytical tools for how much capital banks need to hold over the minimum. Definitely, the 8% standard was meant to be a minimum and minimum capital requirements implies for all banks a ratio above the minimum.

And finally there is the question of when should supervisors intervene and to provide more guidance there too. There is a survey on capital supervision that the Committee has done for itself to try to understand what is the state of techniques. Many countries do not have examiners, they do not have their own people, relatively small supervisory staff and do it with external auditors. And clearly, the supervisory pillar points to more engagement by banks supervisors itself directly with the financial institution rather than through external auditors. That has resource implications, a lot of questions about how it will be done, but the point here is to really move forward, not necessarily to move to the kind of huge examination a country like the US has, rather to move forward from where we are today.

There are also some other papers on other aspects of management that I put on the list here.

Finally, we have market discipline. I understand here in Argentina there is a strong emphasis on market discipline. There is an important role for shareholders, bond holders, financial analysts and others. In some countries there aren't widely held shares of banks, so some of the things that are present here are not always present in emerging market countries or even sometimes in the very developed countries.

Transparency for bank institutions as opposed to market is talking about disclosure. There cannot be market discipline if there are not adequate disclosures and in this capital area we see two potential sources of an expansion of disclosure and that is more about the minimum capital requirement and it is amazing when you look around the world how little is disclosed today in some countries about whether banks actually meet the Basel standard. In many countries, there is an issue of frequency, where you don't get that information more than once a year, and from market discipline to work you probably need to get it more often than that.

The opportunity is to take more the information that goes into internal risk assessment, how much market risk, how much credit risk, how much operational risk, etc. and how

does that compare to your capital. So, again, an opportunity to expand. Some background here, the transparency paper in particular are the building blocks of a sound disclosure approach and there are a lot of options, so it is a very interesting paper in terms of thinking about disclosure more generally. The transparency group is conducting a survey of capital disclosure which will come out soon here.

So, last big points here, what is envisaged by the Basel Committee is not a single approach to capital but rather multiple tracks, and as a recognition, one that the current approach has value around the world and you want to build on it and that would be the most widely applicable approach. But there is also a need for very sophisticated banks to move to techniques in the capital accord that would better capture risk and reduce the potential for regulatory arbitrage. There is also the question about what to do with very small banks and whether they need something even simpler than the current accord, because of the burden that is involved, in US the regulation is 90 pages long.

And finally there is a broad question and also a great desire to link the capital discussion and capital adequacy more closely to the core principles. A big step forward in that regard is the three pillars which cover risk management, capital adequacy assessment, the market discipline aspects, all of which are part of those 25 principles put by the Basel Committee in 1997. So, there is a lot of work still going on, a lot of which is aimed at the issues we have talked about. The Committee has formed a small task group to really look into what are the qualities and characteristics of external risk rating, but also what are some alternatives to them, one that is mentioned in the paper is the use of the export credit agency ratings, but this group will try to scan the universe to see what else might be useful there.

The final words are really to say this is a very important development, the paper is the opening of a dialogue, for emerging market countries in particular the corporate liaison group is a group of emerging market countries supervisors, will be a very important sounding board throughout the period in which the Committee continues to work on some of the issues that are here and that indeed we are hoping very much for an active dialogue with the supervisor community and the banking community.

Thank you very much.

MARIO VICENS

En primer lugar quiero agradecer a las autoridades del BCRA y de la Universidad Di Tella por darme la oportunidad de comentar este trabajo. Yo creo que Christine Cumming ha hecho una muy buena síntesis de cuál es el estado de las artes en lo que respecta a cómo valorar el requerimiento de capital de los bancos y en ese sentido yo pretendo tratar de reflexionar un poco en estos minutos acerca de cómo la implementación de estas nuevas ideas pueden afectar a la Argentina y al sistema financiero argentino en particular.

Desde el punto de vista de la Argentina, lo que es claro es que la implementación de lo que se acaba de describir implica un impacto neutral, mirando la situación no dinámicamente. ¿Qué quiero decir con esto? Hasta ahora, los mecanismos de ponderación del riesgo argentino en las carteras de los bancos internacionales estaban dominados por la pertenencia o la no pertenencia al grupo de países de la OECD. Argentina no pertenece a la OECD y desde ese punto de vista los riesgos sobre Argentina tenían que ser ponderados en un 100% desde el punto de vista de la exigencia de capital.

Obviamente, en este momento dada la tabla que acaba de mostrar, dada la calificación que Argentina tiene, no habría diferencias respecto del tratamiento desde el punto de vista de la exigencia de capital y en ese sentido cualquier implementación de estas nuevas medidas particularmente sobre el riesgo soberano sería absolutamente neutral. No es tan neutral en el caso de los bancos, porque si ustedes recuerdan esta estructura de ratings que se acaba de mostrar, en la medida en que los bancos adopten el criterio de utilizar una calificación externa y en la medida en que esa calificación externa lo permita, podrían eventualmente mejorar su rating respecto del que establece el riesgo soberano o acompañándolo en la medida en que este riesgo soberano mejore. La contrapartida de esto es que como dijo antes el presidente del BCRA, Pedro Pou, todo lo que es crédito de corto plazo pasaría a ser severamente castigado por los nuevos requerimientos de capital porque hasta ahora tiene que observar nada más que un 20% de ponderación y en cualquier circunstancia, de ahora en adelante, tendría que observar un 100% de ponderación.

Esto significaría que se corre el riesgo de que desaparezca el crédito de corto plazo o que se encarezca significativamente y esto a mi me hace pensar que puede llegar a generar problemas para que se arbitren adecuadamente las tasas de interés locales o las necesidades de la liquidez locales con el resto del mundo, con el mercado internacional, algo que en el marco de la convertibilidad ha funcionado cada vez mejor durante los últimos años. Solamente quiero llamar la atención desde este punto de vista, en las ocasiones en que aumenta la demanda por dinero, en la Argentina por razones estacionales y en los últimos años ha sido muy exitosamente atendido por la importación de recursos desde el resto del mundo a través de créditos de corto plazo. Desde el punto de vista de las empresas que toman directamente crédito en el exterior, la situación, creo yo, tampoco cambia en este momento, pero mirado dinámicamente puede ser más perjudicial. Hasta ahora las empresas tenían la chance de ser mejor calificadas en el caso de que Argentina hiciera las cosas lo suficientemente bien como para aspirar a integrar el grupo de los países del OECD. Desde ese punto de vista, existía por lo tanto la posibilidad de que el costo del crédito para las empresas, así como para los bancos, pudiera disminuir reflejando inmediatamente la mejora de la situación macroeconómica.

Ahora, es obvio que esto no sucede tan automáticamente. Pertenecer o no pertenecer al OECD es una cuestión que incorpora un conjunto de factores diferentes, no solamente la solvencia económica del país y es una cuestión binaria. Sucede o no sucede. En el nuevo esquema, si se adoptaran mecanismos vinculados a calificaciones o a la calificación del riesgo soberano, esto podría generar cierta continuidad y adaptación del tratamiento crediticio al riesgo soberano y al riesgo sobre las empresas argentinas, consistente con la mejora de la solvencia económica del país. Y en este sentido, éstos se favorecerían. Ahora, no sería el caso para las empresas porque para que las empresas puedan gozar de un mejor tratamiento crediticio o de una menor exigencia de capital, el país tendría que estar calificado con mejores notas desde el punto de vista del riesgo soberano.

En el resumen entonces, yo diría que en el cortísimo plazo, la implementación de estas ideas, de estas iniciativas a nivel de la banca internacional no debería ocasionar grandes cambios. Me parece que en la medida que Argentina mejore, la implementación de estas nuevas medidas podría facilitar una mejora del riesgo del crédito, ya que no se trata justamente de una cuestión binaria como es hasta ahora.

Obviamente, la contrapartida de esto es que en el caso de que se implementen las nuevas ideas y en el caso de que Argentina debilite su solvencia financiera, el crédito a la Argentina sería sumamente castigado, más castigado de lo que es actualmente, porque ustedes recuerdan en el cuadro que mostró Christine Cumming, pasaría a requerir un ponderador de 150 cuando actualmente es solamente del 100%.

La segunda cuestión sobre la que quiero reflexionar tiene que ver, no tanto con el costo del crédito argentino a la luz de estas nuevas iniciativas, sino con una recomendación que también hace el Comité de Basilea, que es extender esta metodología a los sistemas financieros locales y a los bancos más pequeños. Hasta ahora, en el marco del acuerdo que se logró en 1981 estas ideas estaban básicamente pensadas e implementadas a nivel de la banca internacional para mejorar la competencia y la estabilidad de estos bancos. Sin embargo, es bastante evidente que lo que es bueno a nivel internacional parece también ser bueno a nivel local y hay una recomendación muy fuerte de extenderlo a los sistemas financieros locales.

Desde ese punto de vista yo creo que Argentina tiene una situación bastante privilegiada, particularmente en el marco de los países emergentes. Si ustedes recuerdan cuál es el tratamiento de la exigencia de capital en el sistema financiero local, van a encontrar enormes similitudes con lo que hoy es la propuesta que está planteando el Comité de Basilea. En la Argentina ya desde hace años se abandonó la exigencia de capital requerida en función de la categoría de banco, de la localización del banco o del número de sucursales para hacer una proporción directa, ponderada por supuesto, de los activos de riesgo y del portafolio que cada entidad mantiene en cada momento del tiempo. En ese sentido, en el esquema argentino la distribución del riesgo y los ponderadores no son tan simples ni tan binarios como lo serían a nivel internacional hasta ahora, sino que de algún modo hay un intento de acercar lo que sería la verdadera ponderación del riesgo con el verdadero riesgo económico subyacente de los portafolios considerando la liquidez, la duración y las garantías que gozan cada uno de los créditos, cada uno de los activos de los bancos. En ese sentido entonces, la primera conclusión que uno puede sacar es que en principio no debería seguirse un impacto muy significativo si es que estas ideas fueran transferidas, fueran aplicadas directamente en el sistema financiero argentino.

Sin embargo yo creo que hay algunas cuestiones que debemos considerar. Por un lado, Argentina por el riesgo macroeconómico que tiene implícito hasta ahora exige a sus

bancos mayores exigencias de capital que las recomendadas internacionalmente. Yo les recuerdo que las recomendaciones internacionales, el 8% de los activos de riesgo en la Argentina se exige el 11,5% de los activos de riesgo.

En segundo lugar, esto es relativamente teórico porque si uno toma en cuenta el resto del tratamiento regulatorio de la actividad bancaria en la Argentina, es bastante evidente que la exigencia de capital es bastante mayor que el 11,5%, no solamente porque los bancos mantienen más capital que lo exigido, sino porque también tendría que considerarse como una quasi exigencia de capital en términos internacionales algunas cuestiones adicionales como por ejemplo la exigencia de provisionar automáticamente o los mismos requisitos mínimos de liquidez. En definitiva son un sustituto imperfecto de un requisito de capital. Hoy por hoy, entonces, en la Argentina el sistema financiero tiene una exigencia de capital que está muy por sobre lo recomendado internacionalmente y los estándares internacionales.

A mi me preocuparía enormemente que para aplicar estos criterios recomendados por el Comité de Basilea se utilice en la Argentina la calificación de riesgo soberano internacional, porque de hecho habría en ese sentido una superposición de exigencia evidente. La mayor exigencia que hoy se le exige a la banca argentina tiene que ver en parte con el mayor riesgo país que recibe Argentina y esto sería a su vez un componente absolutamente crítico de cualquier calificación soberana que se haga y por lo tanto de cualquier nueva exigencia de capital que se establezca sobre esas bases. De ese modo, entonces, mi recomendación sería que si el BCRA decide transitar este camino, ajuste la exigencia de capital actual de tal modo de tener en cuenta que parte de ella está considerada en el riesgo soberano o eventualmente acepte como criterio utilizar los ratings locales que de hecho ajustan por esta diferencia de riesgo soberano.

En segundo lugar, aplicar directamente estas recomendaciones al sistema financiero argentino puede llevar a dos consecuencias indeseables. La primera tiene que ver con la distribución del crédito. El mercado financiero argentino es de hecho un mercado segmentado, donde hay ciertos tomadores de crédito que pueden ir al mercado internacional y desde ese punto de vista pagan el costo internacional más la prima de riesgo país más su costo individual y hay otro mercado que no accede al mercado internacional de crédito. Si esto es cierto y creo que es cierto y tiene que ver básicamente con un problema informativo, con un problema de asimetrías informativas, el riesgo que se corre es que en un marco donde, el sistema financiero no tiene suficiente rentabilidad, hoy por hoy la rentabilidad es muy baja y esto demuestra que las exigencias de capital están en el límite, si se aumentan las exigencias de capital, como aparentemente es el objetivo de estas recomendaciones de Basilea, esto llevaría a un encarecimiento creo yo innecesario en el costo del crédito en aquel mercado que no accede al mercado internacional. A la larga, esto terminaría debilitando los patrimonios de los bancos, la solvencia y convirtiéndose en un segundo problema que podría evitarse. Esto sucede claramente porque en la Argentina las alternativas de acceso al crédito son muy limitadas. Tenemos un mercado de capital que no tiene la profundidad suficiente, que no tiene la madurez suficiente y tenemos también dificultades enormes para progresar rápidamente en solucionar aquellas cuestiones que hoy están impidiendo a muchas empresas buenas conseguir crédito en buenas condiciones.

La segunda consecuencia que tenemos que plantear es que no necesariamente los caminos que se recomiendan en estas iniciativas de Basilea son totalmente aplicables a la Argentina. Si ustedes recuerdan, hay tres grandes caminos: utilizar calificaciones de agencias, utilizar el proceso crediticio interno de cada banco o utilizar los modelos de estimación del riesgo que están tan presentes y están tan desarrollados en otros mercados. Yo creo que en la Argentina, si es que a nivel internacional las calificaciones

de las agencias de calificación han sido en algún modo cuestionadas desde el punto de vista de su eficiencia, de su adecuación, de su oportunidad, me parece que esos comentarios también caben en la Argentina particularmente pensando que aquí esta actividad tiene mucho menos tiempo que en cualquier otro lugar del mundo desarrollado.

En segundo lugar, yo tengo serias dudas de que la utilización de modelos en Argentina haya alcanzado una madurez suficiente como para que sean utilizados como base de la estimación del riesgo de la cartera. Creo que tienen poco tiempo transcurrido, creo que no se ha probado todavía su eficiencia completamente y por lo tanto creo que no sería un modo eficiente de basar en eso la exigencia de capital de un banco.

Y con respecto a los procesos internos, mi sensación es que el sistema argentino está mejorando rápidamente, pero está mejorando. Todavía no creo que haya alcanzado en forma generalizada la calidad suficiente como para establecer sobre esa base cualquier estimación de riesgo de la cartera.

Por último quisiera mencionar que yo creo que la eficiencia de un sistema de esta naturaleza tiene que ver también con cómo se practica la supervisión y cómo se practica la disciplina de mercado. En Argentina, la disciplina de mercado está presente, los bancos tienen que publicar sus balances, el BCRA publica los balances de los bancos, los bancos tienen que emitir deuda en los mercados para que se conozca fehacientemente lo que los mercados piensan de los bancos y por último, hay un sistema de monitoreo, de cross checking del riesgo crediticio de los bancos, que es mandatorio respecto de cómo calificar la exigencia de capital y el provisionamiento cuando dos o más bancos degradan el riesgo crediticio de una compañía. Es decir, en la Argentina de hecho hay disciplina de mercado en este tipo de rubros, quizá todavía queda por ver si hay disciplina de mercado en última instancia. De hecho, en los últimos años los problemas bancarios que han habido han sido exitosamente resueltos, pero también con la enorme contribución del resto de los bancos. Mi sensación es que yo voy a estar por lo menos seguro de que hay disciplina de mercado el día que podamos hacer que también que el otro gran jugador de este mercado, que es el depositante pueda llegar a sufrir las consecuencias de una mala administración de los activos, y yo creo que ese tiempo todavía no ha llegado y que cuando llegue vamos a poder hablar de un sistema mucho más maduro y de una disciplina de mercado que funciona.

Con respecto a la supervisión, la eficiencia de una supervisión tiene que ver con la sencillez, con la simplicidad y la simplicidad normalmente es enemiga de la precisión. En ese sentido yo creo que en la Argentina hay espacio para mejorar la supervisión en la orientación que establece Basilea, pero se corre el enorme riesgo de complicarla tanto que termine siendo impracticable.

Yo creo que estas son las líneas a través de las cuales esta iniciativa podría ser aplicada en la Argentina y estos son los cuidados que el BCRA tendría que tener si es que decide seguir por este camino. Gracias.

FEDERICO STURZENEGGER

Pedro Pou said a couple of minutes ago that no government has the ability of forcing someone to use a particular currency. We actually face the same kind of problem when we have to choose the language. I have to choose whether I am going to speak in Spanish or English, and nobody can force me, so I am going to exercise my right and I am going to choose to speak in Spanish.

Este documento del Comité de Basilea trata de perfeccionar aspectos regulatorios del sector financiero, creo que Mario fue muy preciso en sus implicancias para el sector financiero argentino, así que voy a concentrar mis comentarios en aspectos más generales y conceptuales que están involucrados en las recomendaciones que se hacen. La primera pregunta que me quiero hacer es si este aspecto regulatorio es importante o no, y en qué medida y en qué dimensión, creo que todos sabemos que sí. Yo quisiera comentar un resultado producido por Gerald Caprio, un economista del Banco Mundial, que hace una clasificación de los aspectos regulatorios financieros en una serie de países emergentes, tomando una serie de consideraciones, como son: requisitos de liquidez, la clasificación de los créditos por la evaluación de riesgo, el nivel de foreign ownership, es decir qué porcentaje del sector financiero son dueños bancos extranjeros, las previsiones por liquidez y el nivel de transparencia del sector financiero. Y hacen un ranking de la fortaleza regulatoria de los distintos países. En ese contexto, Argentina sale primero, básicamente rankean estas categorías de 1 a 10, 1 siendo la mejor situación y 10 la peor, Argentina tiene 14 puntos, seguida muy de cerca por Singapur con 15 puntos, Hong Kong con 19 puntos y Chile con 20.

Si mostramos la primera transparencia que está tomada de los resultados de él, lo que vamos a ver es un ranking de estos países y tienen en la última columna, ahí no aparece Argentina primero porque hay otra categoría en el ranking que es la situación macroeconómica del país, y ahí Argentina entonces pierde algunos puntos, pero miren los países que tenemos en la parte inferior, que son los países que tienen la estructura regulatoria más débil del sector financiero: Indonesia, Tailandia, Filipinas, Corea y sabemos que son todos países que han tenido problemas financieros relativamente importantes en los últimos años. Así que perfeccionar los mecanismos de regulación obviamente es muy importante para evitar crisis financieras y por eso la importancia que se le ha dado en Argentina a este punto y la que está encarando el Comité de Basilea.

Cuando ya nos concentramos específicamente en requisitos de capital, hay un segundo punto: si miramos la segunda transparencia, esta está tomada de un documento propio del Comité de Basilea, muestra los requisitos de capital exigidos en varios países y los efectivamente que tienen los países. La primera columna son los requisitos exigidos y la segunda, son los que actualmente tienen los sistemas financieros en esos países y lo que vemos es que, en general, los bancos y los sistemas financieros tienen una capitalización que es substancialmente mayor a la exigida por los requisitos de Basilea, entonces la pregunta que me hago es si estamos trabajando sobre un margen que, en realidad, de alguna manera no está forzando ninguna conducta mayormente prudencial de los bancos que la que naturalmente hubieran tomado. Quizá la respuesta a esta pregunta es que hay algunas entidades financieras que sí están sobre capitalizadas que en el margen probablemente haya otras que no, y es sobre esas sobre las cuales la restricción o la regulación es relativamente efectiva.

En términos de los requisitos de capital, cuando uno los aumenta, básicamente lo que

hace es inducir a otra actitud hacia el riesgo por parte de las entidades financieras, hace que la entidad financiera sea menos amante al riesgo. Creo que este es un punto que obviamente hay un cierto límite, es decir, si uno aumenta y sigue aumentando los requisitos de capital, aumenta el costo de la operatoria bancaria, entonces ciertamente uno no quiere aumentar estos requisitos de capital más allá de un punto, no sé cuál es ese punto límite y creo que eso de alguna manera se descubre justamente con el procedimiento que está usando el Comité de Basilea que es simplemente un período de consultas con los bancos para tratar de identificar cuál es el punto o el nivel óptimo de estos requisitos de capital. Pero este documento en particular lo que trata de hacer es básicamente determinar y medir más apropiadamente el riesgo de la actividad bancaria y creo que hay un concepto de que en tanto y en cuanto el riesgo esté mejor medido, vamos a hacer que los bancos se muevan, al menos marginalmente hacia actividades menos riesgosas. Y en esto también hay un trade-off de alguna manera, en el sentido de que tomar riesgos es una parte importante y hace a la esencia de la actividad bancaria, entonces no queremos imponer reglas que desincentiven excesivamente la toma de riesgo porque justamente las entidades financieras en cualquier economía lo que hacen justamente es una diversificación y un pooling de los riesgos. Entonces, si los forzamos excesivamente a alejarse de posiciones riesgosas de alguna manera estamos reduciendo la eficiencia general del sector financiero. Hay un límite ahí, tampoco sé dónde está, creo que la manera de hacerlo es cómo lo están haciendo con consultas con los bancos para encontrar ese punto.

Yendo concretamente a las características del documento, hay tres aspectos que el documento considera, uno es el nivel y la determinación de los requerimientos mínimos de capital, un cambio o una consolidación del proceso de supervisión y el uso de la disciplina de mercado.

En términos de requisitos de capital, la innovación más grande que se hace es la utilización de las calificadoras de riesgo. Mario ya comentó el impacto para Argentina. Yo creo que conceptualmente está bien la idea, porque es dar más flexibilidad, esta clasificación OECD aparecía excesivamente rígida, hay otro problema específico en el caso de los corporates, los créditos a las corporations, y la experiencia que yo personalmente tengo es la que tuvimos en YPF, que era una compañía que tenía gran presencia internacional, pero sin embargo las calificadoras nos restringían en nuestra clasificación por lo que se llama la doctrina del sovereign ceiling. No podíamos tener, al estar localizados legalmente en Argentina una calificación que superaba a la del gobierno argentino. Mi percepción de la experiencia de YPF es que habría muchos corporates que estarían excesivamente limitados en su calificación y por consiguiente perjudicados los sectores financieros, que tienen un énfasis muy grande en las empresas locales como ilustra el caso de YPF.

Me parece que en la nueva especificación los bancos locales tendrían una desventaja competitiva. En el caso de los bancos, Mario lo comentó, en este momento el crédito bancario a corto plazo tendría un risk weight del 20%, en el caso de Argentina si se usaran las calificadoras sería un 100% y me parece que hay un punto conceptual que quiero hacer y es el siguiente: que en la calificación anterior, cuando el Comité de Basilea acepta que un préstamo de corto plazo llevara un 20% y uno de largo plazo de un no OECD era del 100% estaba aceptando que la maturity de un vencimiento era importante para evaluar el riesgo. Y en la nueva calificación eso se pierde. Me parece que conceptualmente ir a las calificadoras puede tener razonabilidad en términos de aumentar la flexibilidad pero hay ciertos aspectos, como es en particular la madurez de los préstamos que con este nuevo sistema se pierde y tengan que ir encontrando un compromiso, pero me parecía importante.

En ningún lugar del documento encontré quizás lo que es lo más importante para la fragilidad financiera, que lo llaman "currency mismatch" de los sectores financieros y me gustaría saber si están pensando incorporar eso de alguna manera dentro de las recomendaciones.

Sobre el proceso de revisión o supervisión, me parece que las tareas que el documento le asigna al supervisor son totalmente impracticables. Me parece que el nivel de información y el nivel de discrecionalidad que se le da al supervisor no me parece que sean ni las adecuadas ni factible el supervisor de realizar las tareas que se le exigen. En términos de disciplina de mercado, Mario comentó cuánto se ha avanzado en la Argentina en esa dimensión. Acá el punto que me gustaría plantear es qué pasa cuando uno tiene una situación de crisis. Porque en una situación de crisis hay cierta externalidad negativa de la información y entonces en ese caso en realidad tener buena información puede de alguna manera quizás ser perjudicial, entonces si este criterio se aplicaría independientemente de la situación o de una situación de crisis quizás se podría pensar que alguna manera el Comité establezca una cuarentena de información en algunas situaciones particulares.

En síntesis, introducir las calificadoras conceptualmente está bien, pero tiene estos problemas de que necesita ser complementado con otras medidas. Al supervisor se le da demasiada discrecionalidad y el nivel de información en crisis me parece que es un punto que hay que desarrollar más.

P: (Marcus Miller): The last speaker mentioned problems of crisis, I want to ask about the use of external agency ratings in times of crisis. Would this not be destabilizing? Because as in the case of Korea, there was tendency to downgrade the country in December of 1997.

CHRISTINE CUMMING

I think the commenters and the question that we just heard all illustrate the trade-offs that the Basel Committee will have to deal with in the area of the minimum capital requirements, I think both commentators noted the trade-off between accuracy or precision and simplicity, and that is a very a difficult question for me to resolve and one reason for the multitrack approach is to try to solve that problem for different types of banks in an appropriate manner.

But I think that one of the themes that came through both sets of comments is how more thought will need to be given to the impact of the Accord on countries outside of the direct members of the Basel Committee. And it is inevitable that a committee like the Basel Committee will understand and focus more clearly on how rules that they propose will affect their own countries and banks and corporations in the countries, specially when you are dealing with something very complex, like the Basel Capital Accord, and I think the kinds of considerations that were raised this morning are exactly the kind of feedback that the Committee very much needs to hear in order to understand better how to think about the role of sovereign ratings, but also how they filter through the banking and the corporate sector and what impact they will have on financial activity, corporate activity and the overall financial climate in the individual countries.

On the supervisory review process, we also heard about another trade-off there and that is that there is a concern about whether supervisors are up to the task, thinking in a more unstructured way about the capital adequacy of institutions, I might add, I think there is a question whether banking managements, how easily they will be able to think in a more unstructured way. But again the issue is really we live in a world in which things are changing very rapidly, the complexity of the financial activity is increasing, the magnitude and number of risk has changed a lot, and that means that not everything can be fitted nicely into a minimum capital requirement. The supervisory review process should not be viewed as a second capital requirement, but really as a complement and a discussion of sharing of views, sharing of prospective between the supervisor and the financial institution and that maybe something that is really modest and it maybe something that is really complex based on the situation. But let me just mention a kind of thing that can be very useful for banking institutions. We, as supervisors, often get a chance to see what everyone is doing and if you think about problems like real estate or certain kinds of lending, the problem is not that one bank is lending too much to a sector, but that everyone is lending too much to a sector. And banks need to think about what will happen when the cycle starts to come to an end. And that is where the supervisor can provide useful input to banking institutions. Have you really thought about how much risk is there? Is it 100% really enough to cover those loans? Should you be about more ? Where is your cushion?

The third is market discipline and there is no question that the discipline is not perfect. In the Asian crisis, the response of the rating agencies of market participants to the problems that they had seen until very late in the game and the very swift reaction when market participants pull back and revise their expectations. This continues to be a significant problem and one reason why we cannot rely solely on this market discipline by itself, there is however a general theme that one can develop, which is the more information and the better the information the market participants have during the good

times, the easier it will be for them to assess the information during difficult times in a reasonable way and part of the problem in Asia, as I am sure you all know, was that market participants that were paying they weren't demanding enough from the countries to which they were lending money, and the institutions to which they were lending money, so they did not have a very clear picture of how much things were changing in Thailand, in Korea, etc. Had they asked for more information and had more information been provided, I am not saying we would not have had an Asian problem, but it makes it easier for market participants to assess the new negative information in a reasonable way.

Bank Restructuring: The International and Argentine Experience

Chair:

Javier Bolzico, Director (BCRA)

Special Presentation:

Stijn Claessens, World Bank

Discussants:

José Jaime, SEDESA

Eduardo Escasany, Banco de Galicia y Bs. As.

STIJN CLAESSENS

Why do we worry so much about banking crises? What is it that we should be doing? You have heard about the capital requirement part of it and how countries can prevent small banking problems from becoming large systemic banking problems, and I think that is probably the area where in Argentina one still would want to focus in the coming years. It does not matter. While we have seen an increasing number of crises, since the 1970, with large losses, which are significant.

In terms of how many countries have gone into a crisis, this is your map and it is almost always... many countries are in red, meaning there was a systemic crisis, which we define as covering a large part of the financial system, maybe 20-30% or even more of the financial system. That is not to say that there were other countries that had smaller crises and actually many countries have had banking crises, and probably should have banking crisis in the sense that you need once in a while to exit banks and that should not be a surprise to anybody. Nevertheless, when it goes wrong, it can go wrong very poorly and this is the chart to give you the fiscal cost of some banking crises. Here, Argentina in 1980-1982 was very costly, more than 50% of GDP fiscal cost and the recent crisis has not been costly at all. But for many countries, these numbers are staggering and if I were to talk about East Asia, those crises would have cost between 20-30% or even more in the case of Indonesia.

So, managing banking crises is important. For the fiscal reason and also important for the growth reason, because there is a significant impact on growth. Here we compare countries and we distinguish between OECD countries and other countries that have gone through crises and those that have not. The countries that have gone through a crisis grow significantly less fast in the next five years following the crisis. That is even more so the case in no OECD countries, probably because the crises are larger to begin with, but also because it is much more difficult to manage a crisis and a more difficult problem to finance since you have no fiscal resources.

So, banking crises is something one would prevent. Now, how does one do it? We need to know better what gets banks into crisis. Common are the macro, micro and legacy factors. Maybe what is different in what gets systems into crises is that if one has a poor early intervention in the onset of some smaller crises, if one handles that poorly and at least that is the experience in East Asia, one really can trigger a more systemic crisis. So there is an important policy on how one can prevent small crises from spinning over into large crises.

In terms of the underlying factors that cause crises, this is a long list of problems, where we see currency crisis, balance of payment crisis, banking crisis as well as inflation, fiscal deficits, currency depreciation, credit booms. It is a list that we have come to appreciate now nevertheless a country can prevent all these factors. And some are really micro factors. If you see a credit boom going on, a financial system with a raise of credit that exceeds the GDP rate by 2 or 3, it probably means that there was some financialization underlying, more of a micro factor that is causing this macro behavior. In terms of the micro factors, here I am really discussing the same issues as Christine did this morning, it goes back to the pillars for your financial system and if the pillars are weak, you can have a possible crisis at the end. And the pillars have to do with the incentives framework in general, i.e., what are the actors that make banks behave

prudent? Well, those have to be the owners, who sometimes cannot make a profit because the system is very low, there are too many banks, you cannot expect these owners to behave very prudent. When there is poor supervision or a poor legal framework, we do not have the rules we do in good behavior and there can be a limited market oversight, we can induce for behavior on the banking side. What does a poor behavior mean? I think we do not have to go into their but it is taking excess of risk, involving connected lending, it is the typical things that we have unfortunately see in many countries.

As to legacy, some countries have gone through reform processes, while their derivative prices change, some sectors become less profitable. That legacy has to be cleaned up and dealt with overtime, so you have a banking crisis, but it is really triggered by a sector crisis and in some sense some crises in Latin America are definitely those in transition economies were caused by this legacy, prices were changed when the countries reformed.

Now, what is important about these three sources of causes? Macro factors are there, but micro often are the problem. Here I am listing some factors that have been mentioned, cases that we have studied. On balance, maybe both, micro and macro are important factors.

But how does one get from micro and macro to a banking distress problem, moving from an individual bank distress, where we have this deficient management into a systemic bank distress? If you have a large macro shock you can bring the whole system down and that has happened from time to time, for example with inflationary shocks. What we often see is that the micro factors are the roots of a crisis at the individual level, but then at the intervention in these individual bank problems really can make the problem bloom into a systemic crisis. How do you close your banks that are indeed in problem? Do you have a comprehensive program for closure? In the Asian experience we have seen that that is, in some sense, where many of the mistakes are made and there is where you can get liquidity spillover, where the real cause can increase. One third of the problems that you discover afterwards were there before, one third of the problems may have been caused by inaccuracy in the early phase of the crisis when you really did not do all the right policies and the other one third emerges in the aftermath of the crisis, when there is so much uncertainty that people can easily run off with it. It is important to minimize the one third, but it is also important to minimize the two thirds. An important action is not to extend guarantees that easily in the middle of the crisis. There is a lot of mismanagement once banks get involved in once they see that their profitability is not sufficient or once that they understand that they have an implicit or explicit insurance scheme from the government, they can engage first in technical mismanagement in running the bank not as well as they should. But I am moving to issues more of cosmetic mismanagement agreed in your loans and in the end you may be even betting your whole bank with the expectation that to get out of the problem you have to take more risks. These are some examples of how you move from individual bank distress into a larger distress situation and it also can involve the capture of the regulator. When these small problems get there and the regulator has not dealt with them, he often feels he is part of the problem and as a result cannot stand back and enforce the actions that are needed.

Nevertheless, countries run into systemic crises, so how they manage those and how can they better resolve those? So let me talk about the lessons of the resolution parts are in East Asia and I am really talking about Indonesia, Korea and Thailand that have had the largest problems, Malaysia to a lesser degree.

The lessons on resolving systemic crises are not easy to generalize as one may think. It

is particularly difficult in developing countries. There is an interconnection with the macroeconomy. In East Asia, the people capacity was very limited. You have got the issues of sequencing. If you want to fix your banking system, you better be sure that the corporate sector is viable as well, and in Indonesia and Korea many of the problems were related to the corporate sector, it is useful dealing with the banking system first or should one rather wait until the corporate sector improves? Or should there be some other links between the two?

Always trade-offs between short term and long term, easy enough to achieve stability in your financial system, but we know the efficiency cost.

What has played a big role in East Asia, at least is 10 or 20% of non performing loans.

What is the type of distress that we are actually experiencing? It is very different to speak about a real state bubble and real estate distress or talk about corporate distress. Real estate is an easy asset to manage. In the corporate sector, it is much more difficult to manage that. What is the initial condition in terms of your public and private debt stock mean? How is your fiscal situation when you are forced to defer these costs easily on the fiscal side? It does not mean that you can intervene more aggressively in recapitalizing banks. East Asian countries had a better fiscal position but they did not have the same foreign deposits.

Institutional constraints. Obviously comparing South Korea and Indonesia this is a 1000 dollar per capita country, Indonesia, versus 10,000 in Korea.

If you want to learn from East Asia from the banking crisis as a solution, it is useful to distinguish the two phases: the containment phase, which are the first 3-6 months, when you can make many mistakes and the restructuring phase, which by nature is a longer term process, clean-up, improvement. You of course will want to make this first phase work for your second phase, but the problem is that if you make these mistakes in the first phase, you are really limited in terms of what you can do down the long run.

Contain the cause in the early phase would be my key message here and be very careful along providing liquidity support to weak institutions. Do not necessarily suspend or close, it does not mean I am saying do not intervene, but if you have a systemic crisis at your hands, you want to be very careful about how you deal with some weak institutions, think of some contractor ventures that keep the bank open, but that have a much tighter lid on what these operations are. Stop the flow of bad financing and be careful when you say it is a systemic liquidity problem, banks are special, but not as special that market forces should not be allowed to work.

What are these examples of weak policies? Well, we have had them all in East Asia and it is not to say that they are affordable. Definitely too late intervention, places that should have been closed maybe one or two years before, but were allowed to continue.

Continued liquidity support, to large amounts of 10% of GDP in 4 months in the case of Thailand to finance companies. This happened, and has increased the cost enormously. Suspension. In Thailand finance companies were suspended, in Indonesia some banks were suspended and that triggered more subsequent bank failures and problems.

Moving to the more restructuring phase, this are probably common mistakes or events, but if I were to list some of them that would be lack of a vision for the financial sector.

The government should have to start to act as an investor in restructuring the financial sector. You all know half of the financial system in Korea, 60% in Indonesia, 20% in Thailand. Think of it as an investor and get the synergy that you can get as an investor from merging branches.

Insufficient diagnosis of the problem: the size, the causes, it was a continued catch-up game. The institutional tools and framework were basically not there. As a result, there

was no focus on who was going to take the lead.

There is also inconsistent regulations, in the middle of the crisis in Indonesia the capital requirements were increased from 8% to 10% and banks were asked to make increased requirements by the end of the following year. Banks were insolvent to begin with, then they were asked to raise more capital from internal sources when the rest of the economy was plummeting. So, it was an inconsistent policy and disruptive to the resolution.

How to prevent a bank distress from becoming a banking crisis? In many ways it is how you develop a good financial sector will prevent the banking crisis from becoming a system crisis. So, improve the framework, improve the incentives, and apply some limits on monetary risk. Specific policies in terms of preventing bank crisis is do not forebear, use your public resources very carefully and the trend more recently is adopt early structured intervention mechanisms that help you deal with some of these weak banks.

The framework, I think the four pillars, three of which Christine has mentioned, the owners need capital, but they also need maybe a liability as a manager of the bank. For the supervisors, you need to have adequate pay, the discrepancies between bank supervisors salaries and market salaries are often so large that the temptation to engage in other activities for the supervisor gets quite significant.

And maybe this is a small pillar for smaller countries, it is to think of better diversification.

Not to forebear is always an easy thing to say, but there are explicit policies that you should really move away from. Any kind of forbearance can be very costly. If you do engage in forbearance, be very careful. What is it you want to do? Is it consistent? Do you have a willingness, if it does not work, to close? And let the markets work. Big banks are disciplined.

In the case of Argentina, you have used public resources very efficiently, I should say. And also in a kind of shank basis, make it available, but ask private sector to put in some of their own money. If your restructure, you typically will privatize. Privatization is unfortunately a much more complicated process. Do not ignore the intramanagement issues during the restructuring and tried to privatize the banks. Korea said that they would sell two of their bigger banks, that is still going on, and in the meantime one wonders who is managing the bank.

Intervene in weak institutions, allocate the losses to the extent one can to equity, is impossible to depositors as well.

Here the last thing is to seek private contributions, and you have used it here quite usefully ;by putting up some resources you can have the private sector do some of the due diligence in the selecting of those banks that are still worth saving. You may make mistakes and with all safeguards there have been some banks that are privatized here that will go busted even though you think they were safe. But at least by having the private sector put the capital, you do not have the government to make choices all that well.

In the longer term, stability things I think it is important to develop, complementary savings instruments, so to diversify. The separation of the different functions has also become a more general trend where let's say in Japan the restructuring is separated from the supervisory function to avoid somebody complex that you would otherwise see and that way you can build on the recent trends in resolution across the globe, which has become much more explicit limits on forbearance that are given to the supervisory authority.

Make the resolution process rapid and simple. And develop clear responsibilities of

your resolution and here I would say when it comes in terms of a systemic crisis that the Ministry of Finance who eventually has to share the burden of this, could be involved as well.

Intervening in good times, not just bad times. This is something difficult, not just to say it in this environment today. But nevertheless if you can, adjusted capital requirements are been used and lastly, one can reduce interbank payment risk and reduce the whole issue of systemic risk significantly is allowing you to move ahead.

In conclusion, on resolving systemic crises, it may be hard to draw general conclusions, it is so country-specific. In terms of the individual banking distress resolution, I think there is a clear model out there that is trying to be applied in various countries, of course it would have to be adapted to emerging markets. Early on tackling of the problems with a structured approach, clear responsibilities that can help you prevent a much larger crisis from occurring. Thank you.

JOSE JAIME

Indudablemente una de las habilidades que tiene que tener el presidente de una sociedad es saber captar cuáles son las intenciones y sugerencias de sus principales accionistas privados, así que tratando de ser hábil, seré breve.

La disertación del Sr. Claessens ha contribuido a subrayar el aumento de la frecuencia de las crisis a partir de los años 70, la importancia de su magnitud, su impacto en el crecimiento económico y su propagación de un país a otro. Yo quisiera subrayar también que estos últimos aspectos, en el sentido de que a semejanza de lo que ocurría durante la vigencia del sistema del patrón oro, estas crisis financieras son hoy día una de las causas más frecuentes en la interrupción de procesos de estabilidad con crecimiento, ya que al tomarse más consciencia por parte de los gobernantes de la importancia de una sana política fiscal y de un prudente manejo de la moneda, las políticas económicas de características extravagantes, irregulares o desordenadas son cada vez menos frecuentes. Por otro lado, el incremento y perfeccionamiento de los medios de comunicación ha hecho que las restricciones a los movimientos de bienes y capitales estén mucho más cerca del rango de libertad que se observaba en plena vigencia del sistema patrón oro a fines del siglo pasado que la que existía durante la mitad de este siglo que ahora finaliza.

También se han escuchado consideraciones causales acerca de la explicación de por qué los sistemas financieros pueden entrar en crisis y ha quedado en claro que las causas más que tales en sí mismas son factores desencadenantes de diversas fuentes de turbulencia que conducen a un único resultado, que es la denominada crisis sistémica, si no se acotan con la debida anticipación. Estos son resultados de la liberación del sistema financiero, del incremento de la integración económica mundial y de la aparición de problemas que surgen con la desregulación.

Obviamente, aquí hay que dejar en claro que si bien estos problemas podríamos discutir o no que hacen que cuando se produce la crisis tenga más difusión, de ninguna manera una actitud anti-crisis está en la vuelta a la represión de la actividad financiera, en la vuelta a una economía cerrada o en la regulación del crédito. Todos nosotros hemos escuchado el denominado “moral hazard” como principal elemento que conduce a malas prácticas de los banqueros y también muchas veces se lo ha vinculado exageradamente a distintos sistemas de garantías, pero creo que la experiencia nuestra es más que suficiente para saber que no hay mejor aliciente al “moral hazard” que una tasa de interés regulada y una política de créditos colectiva.

En la disertación del Sr. Claessens ha quedado en claro que la verdadera respuesta a estos problemas es una tarea compleja, que se puede manifestar a través de un requisito necesario pero no suficiente, que es una buena política macroeconómica y un conjunto de sanas prácticas en materia de posiciones prudenciales. En este tema quisiera poner énfasis en dos aspectos. El primero insertado en la actual normativa argentina y el segundo en las tendencias que se aprecian en el campo internacional.

Respecto a la actual normativa argentina podríamos manifestar que antes que el bastidor de los denominados “core principles” a los que estamos más atados que a los principios generales de Basilea, estuviera delineado, estamos hablando de París abril de 1997, el BCRA ya los había puesto en práctica. Ello permitió a nuestro país sobrellevar con un muy bajo costo el impacto que en las economías emergentes y fundamentalmente en las latinoamericanas provocó la crisis de 1995. Pero esa normativa prudencial, y como consecuencia de esa crisis, se vio enriquecida por normas adicionales y por la creación del Fondo de Garantía de Depósitos, cuya administración le fue confiada al propio

sistema financiero a través de Seguro de Depósitos S.A., que precisamente en el día de hoy cumple 4 años de vida y cuyo desempeño ha permitido entre varias cosas que el FMI reviera una posición establecida en 1997 cuando decía que no era conveniente que los banqueros manejaran un fondo de garantía.

En la última publicación de junio de este año, que se adelantó en el Simposio que nosotros realizáramos en abril, esto quedó perfectamente en claro. Ese simposio fue una jornada de discusión entre el BCRA, los banqueros, las autoridades de SEDESA y un distinguido grupo de participantes del exterior, como ser funcionarios del FED estadounidense, el Banco Mundial y el FMI. En realidad ahí se pudieron extraer siete aspectos concordantes que hacen a todo lo que acabamos de ver y que en realidad lo hemos llevado a la práctica y se está tratando de perfeccionar más sobre todo en el rapport entre SEDESA y el BCRA. La primera es que un sistema de garantía es una condición necesaria aunque no suficiente para un sistema sano. Segundo, que la garantía es un sistema de protección al depositante, de ninguna manera una protección al mal banquero. Tercero, que el tema de riesgo moral, que ha estado quizás sobrevaluado cuando se lo antepone a un sistema de garantías y cuando se adopta un sistema en forma explícita, no ilimitado y con prima basada en el riesgo, el problema es que el “moral hazard” queda significativamente reducido. El cuarto fue la enorme importancia de una buena supervisión que va evolucionando desde una rutina de auditoría hacia una tarea de evaluación del riesgo global, como queda incorporado hoy en los “core principles” de Basilea. Quinta, la coincidencia acerca de los requisitos básicos para la instalación de un buen régimen de protección de depósitos y el nexo entre un sistema financiero sano y el desenvolvimiento normal de la economía de cualquier país. Sexta, la necesidad de una acción rápida sujeta a reglas más que al aspecto discrecional en la resolución de los problemas bancarios y que está perfectamente inscripto en el Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act del año 91, que es la consecuencia de las enseñanzas que la crisis de la última parte de la década del 80 sobre savings and loans y los bancos dejó en los Estados Unidos. Y la última coincidencia fue cómo constatar que la inexistencia de sistemas explícitos de garantía en algunos países del Sudeste de Asia complicó innecesariamente el problema de sus crisis bancarias, mientras que los otros países y otros países de alto grado de desarrollo con sistemas de garantía limitada y explícita hayan experimentado a veces la desaparición de la mitad de sus entidades sin que tal proceso haya tenido un altísimo costo.

Ahora, indudablemente que acá hay un aspecto muy importante y es que como conforme a lo referido al Sr. Claessens y a las futuras tendencias, tendríamos que tener en cuenta las nuevas recomendaciones o el blueprint que se está haciendo en Basilea, es decir, uniendo lo que ha dicho el expositor.

Tenemos que recordar que el Comité de Basilea fue en realidad creado en el 80, y no fue creado por problemas de países emergentes, sino por un gravísimo problema bancario que existió en uno de los países que siempre se lo considera un paradigma del manejo monetario, o sea que acá se demuestra que puede haber un perfecto manejo monetario, pero un débil marco en materia de superintendencia y los problemas no se evitan. Y en este sentido hay un elemento de mucha importancia y es que es relativo a la rentabilidad del sistema en sí mismo. Toda tarea de regulación, toda tarea de marco regulatorio prudencial entraña obviamente un costo. En economía no hay beneficios sin costos, lo sabemos todos. Ahora hay que ver cuál es el límite entre costo y beneficio. Precisamente, el tan mentado sistema neocelandés, el cual reduce notablemente la labor de superintendencia no ha sido basado como muchas veces se cree en un concepto de banca libre, sino en un deseo de reducir los costos, que una exagerada proliferación de normas provocó a los bancos, según lo estatuyó con toda claridad el gobernador del

Banco de Reservas de Nueva Zelanda haciendo incluso mención a algunos trabajos del propio board del FED.

Vale decir que lo que estamos en este momento en presencia es de una serie de elementos sobre cómo contener las crisis, que creo que la Argentina en ese sentido ha dado un excelente paso. Estamos en un elemento de otro ajuste mayor en materia de marco de supervisión que tiene hasta algunos aspectos de auto-regulación, pero queda planteada una pregunta de mucha importancia en este sentido, ¿qué pretendemos que ya a nivel más que sectorial, a nivel económico general, dé un sistema financiero determinado al país? ¿Que sea el mejor vehículo del sistema de pagos, que contribuya a través del crédito al desenvolvimiento de la actividad económica, que coadyuve a crear un mercado de capitales en sentido lato, es decir, ayudando a crear también un mercado de valores? Creo que la consideración de todos estos aspectos que hacen precisamente a cómo reestructurar un sistema después de una crisis están mucho más del lado del campo del Lic. Escasany que del mío. Gracias.

EDUARDO ESCASANY

A lo largo de su excelente presentación, el Sr. Claessens analiza la experiencia internacional respecto de las crisis bancarias, si existe la posibilidad de evitarlas y cuáles son en su parecer las mejores prácticas para resolverlas. Como contribución al mismo quisiera hacer algunas reflexiones sobre la experiencia de nuestro país en cuanto a la forma en que se desataron y enfrentaron las últimas crisis bancarias y algunas consideraciones sobre la forma en que se podría mejorar la eficiencia futura del proceso de reestructuración del sistema financiero argentino.

En cuanto a la experiencia argentina, sabemos que en los últimos 25 años, ésta ha sido sumamente aleccionadora dado que su sistema financiero atravesó distintos contextos macroeconómicos y regulatorios. Así hemos pasado de la garantía irrestricta y gratuita de los depósitos a fines de la década de los 70 a la eliminación casi total de los institutos de prevención de situaciones de crisis durante los primeros años de los 90. Asimismo, la economía pasó de ser cerrada con una infinidad de regulaciones, importante participación del sector público en la producción de bienes y servicios, déficit fiscal crónico y alta inflación a ser en la actualidad una economía abierta, desregulada y consistente en sus principales políticas macroeconómicas, lo que implicó que durante los últimos años la Argentina sea uno de los países de menor inflación en el mundo.

A lo largo de este período pueden identificarse tres crisis del sistema financiero argentino, la del 80-82, la de 1989, llamada Plan Bonex y finalmente la ocurrida en 1995 por el efecto Tequila. Claramente las dos primeras crisis tuvieron su origen en políticas macroeconómicas inconsistentes junto con un sistema financiero débil tanto en sus aspectos de solvencia como en los que hacen al marco regulatorio y de supervisión. El trabajo del Dr. Claessens muestra a la crisis bancaria del 80-82 como la de más alto costo en términos de PBI. La principal causa de esta crisis fue la política macroeconómica e inconsistente aplicada en el período previo. Fundamentalmente la inconsistencia de la política fiscal y cambiarla, tipo de cambio fijo con creciente déficit fiscal y endeudamiento externo con altas tasas de interés. A este conocido marco explosivo en la situación macroeconómica se le sumó un marco regulatorio del sistema financiero también explosivo. Garantía irrestricta de los depósitos junto a una total libertad de ingreso al sistema y una muy débil supervisión de las entidades. La conjunción de estos elementos potenció el problema de riesgo moral, pues cada participante tenía en claro de que en caso de incurrir en pérdidas, éstas serían cubiertas por el gobierno a partir de un marco regulatorio que promovió una estructura de incentivos inadecuada para los bancos. Como resultado de esta deficiente asignación de factores, las consecuencias fiscales de la crisis perduraron durante varios años.

La crisis de 1989 surgió también por una clara inconsistencia macroeconómica, elevado déficit fiscal financiado compulsivamente por el sistema financiero con tasas de interés nominales crecientes que trataban de compensar tasas de inflación también crecientes y el recurrente riesgo de devaluación. La transmisión del problema del déficit del sector público al sector financiero fue de tal magnitud que la relación M3-PBI se redujo al 13% o incluso menos, con la consiguiente generación de problemas en el sector.

A diferencia de la crisis de los 80, la crisis del 95 se produjo en un contexto macroeconómico diferente en donde a pesar de cierto deterioro de algunas variables, no se apreciaba una inconsistencia considerable de la política macroeconómica. No obstante, la Argentina se vio inmersa en una fuerte restricción en su financiamiento que desnudó algunas falencias en el diseño de su sistema financiero. Con esto quiero decir que, si bien pareciera que la restricción de crédito internacional era inevitable, la crisis

de liquidez de 1995 hubiera sido menos profunda de haber contado con un sistema financiero en condiciones distintas a las vigentes en ese momento, dada la ausencia total de institutos preventivos de crisis sistémicas. Los cambios regulatorios introducidos posteriormente y la forma en que el sistema atravesó la crisis asiática, rusa y brasileña ratifica lo expresado.

Caminos para la consolidación del sistema financiero. De esta amplia experiencia argentina se desprenden cuáles son los elementos que reducen la probabilidad de crisis en los sistemas financieros. En primer lugar, y claramente el más importante, es el compromiso de las autoridades con políticas macroeconómicas consistentes en lo fiscal y monetario. Asimismo, se deben adoptar medidas que promuevan el ahorro interno. Para esto es fundamental conjugar la autoridad fiscal con el desarrollo de los inversores institucionales. Esto último es de significativa importancia para reducir la volatilidad del sistema y la vulnerabilidad de la economía respecto de la evolución del mercado internacional de capitales.

En segundo lugar, en cuanto a los aspectos de diseño del sistema financiero, ha quedado claro que las autoridades monetarias no pueden estar ausentes y deben asumir la responsabilidad de prevenir situaciones de crisis, para lo cual se debe desarrollar un marco regulatorio acorde con estándares internacionales y resguardando los aspectos de “moral hazard”, la vigencia de institutos de prevención de crisis, como son la garantía de los depósitos y la existencia de un prestamista de última instancia. Esto es así porque resulta evidente que es mucho menos costoso evitar las crisis que administrarlas. El caso argentino lo ha demostrado cuando se compara el Tequila con las crisis internacionales de los últimos 2 años.

En cuanto al diseño del sistema financiero quisiera destacar algunas cuestiones que me parecen fundamentales en la experiencia argentina. La posibilidad de administrar un sistema bimonetario de captación de depósitos ha sido una característica poco destacada del sistema financiero argentino que, a mi entender, ha sido de significativa importancia para prevenir crisis sistémicas. Recurrentemente en las últimas crisis los depositantes han dolarizado sus posiciones sin que se afectara la liquidez del sistema. En otras circunstancias las dudas sobre el sostenimiento del tipo de cambio derivan indefectiblemente en crisis de liquidez sistémicas por fuga de la moneda doméstica. La existencia de un prestamista creíble de última instancia es también según la experiencia argentina otro instituto que reduce las posibilidades de que ocurra una crisis y también limita los efectos contagio cuando ésta se produce. La supervisión bancaria adquiere una importancia vital a los efectos de evitar que los problemas en una entidad disparen problemas sistémicos. Esta supervisión debe ser complementada mediante la implementación directa y decidida de los organismos de control, forzando la capitalización o incentivando las fusiones y/o adquisiciones ante las primeras señales de peligro en una entidad. Es decir, sus funciones deben desarrollarse dentro de un equilibrio tal que si bien no impida la caída de un banco, tenga estándares prudenciales que le permita evitar que la crisis que afecta a determinadas instituciones no se expanda al resto del sistema. Sobre el particular, uno de los avances más importantes de los últimos tiempos en cuanto a la resolución de crisis puntuales por parte de las autoridades monetarias fue la aplicación del art. 35 bis de la Ley de Entidades Financieras, por el cual se lo autoriza en el caso de presentarse problemas en una entidad se proceda a la enajenación ordenada de sus principales activos y pasivos prácticamente en forma instantánea, distribuyéndolos entre otras entidades del sistema. Este procedimiento, complementado con la participación del encargado de la administración de los fondos del seguro de depósitos, SEDESA, no como un organismo sólo de devolución de fondos de bancos quebrados, sino proactivamente permitiendo

que los fondos de los depositantes sean administrados por otros bancos, ha sido utilizado con marcado éxito en los últimos tiempos y, sin duda, ha evitado que crisis de bancos individuales produjeran un efecto contagio sobre el resto.

Si bien la Argentina ha debido padecer recurrentes crisis en su sector financiero, las normas regulatorias adoptadas con posterioridad al Tequila han permitido enfrentar las crisis del 97, 98 y 99 desde una perspectiva diferente a las históricas. Hoy el sistema financiero se ha convertido en un dique de contención de las mismas, reduciendo sus efectos sobre el resto de la economía.

No obstante, hacia adelante quisiera hacer algunas consideraciones que entiendo deberán tenerse en cuenta para poder continuar por este camino. En primer lugar, una consideración macroeconómica. Hoy Argentina atraviesa por una situación de aguda recesión, caída en los términos de intercambio y altas tasas de interés, las que han sido destacadas en el trabajo como las condiciones macroeconómicas más citadas como causas de crisis bancarias. Yo comparto esta visión y en consecuencia, resulta indispensable que con independencia de la coyuntura electoral, se logren rápidamente acuerdos que permitan rápidamente devolver la confianza de los inversores y reducir la tasa de riesgo país. En segundo lugar, debo destacar que el desarrollo de un sistema financiero con la solvencia y liquidez que hoy tiene la Argentina genera importantes costos a las entidades. Estos costos, según sean las condiciones de mercado se transfieren a los usuarios de los servicios financieros, presionan sobre la rentabilidad de los bancos y generan que las entidades locales queden fuera de la competencia ante empresas no alcanzadas por las regulaciones y/o bancos del exterior.

En los últimos años, si bien el sistema financiero argentino se destacó por su solvencia y liquidez, nunca superó una rentabilidad promedio del 6% anual sobre su patrimonio neto. Esto no solamente afecta la posibilidad de que el sistema acompañe el crecimiento de la economía, sino que en algún momento puede impedir la absorción de los bancos con problemas por el resto de las entidades que componen el sistema. Por lo tanto, adquiere significativa importancia el análisis continuo del costo-beneficio que las autoridades monetarias deben realizar a los efectos de evitar el encarecimiento de los servicios y/o que las entidades locales queden fuera de competencia respecto de las del exterior, entendiendo por entidades locales todas las entidades privadas, extranjeras que operan en Argentina.

En tal sentido, la norma que quizás más efecto tiene sobre la rentabilidad de las entidades sea la referida a los requerimientos de capitales mínimos en exceso de lo recomendado por el Comité de Basilea, que obliga a los bancos locales a una mayor capitalización en comparación con bancos internacionales, reduciendo su rendimiento sobre el capital. Esto es así porque afecta la base misma de un sistema financiero desarrollado que es precisamente el apalancamiento. El desarrollo de un programa contingente de pases con títulos públicos ha sido importante para financiar en caso de crisis sistémica la necesaria participación del BCRA como proveedor último de liquidez. Sin embargo, durante las últimas crisis ha quedado demostrado que su instrumentación ha generado ciertas consecuencias opuestas a los objetivos buscados. En primer lugar, el programa de formar parte de la exposición global de los bancos participantes ha quitado financiamiento con otros destinos, lo que se potencia en el caso de reversión de flujo de capitales, cuando existen más probabilidades de utilización de estos fondos contingentes. En segundo lugar, la realización de pases con títulos públicos potencia la caída de los precios de los mismos, en la medida en que los bancos participantes quieran reducir su exposición en el país. Con esto no quiero decir que la red de seguridad no tenga muchas consecuencias favorables y creo que las tiene, simplemente estoy marcando algunas de las deficiencias que tiene y por eso es que creo

que la red de seguridad debiera ser complementada con la participación de los organismos multilaterales de crédito, que es donde claramente podrían cumplir una función que favorecería a países como la Argentina. Por último, quiero hacer una mención a la cambiante realidad del mercado argentino en los últimos tiempos, especialmente por la importante participación que ha alcanzado la banca extranjera que llega casi al 50% de los depósitos. Es cierto que se ha reducido el riesgo sistémico dada la envergadura internacional de los principales bancos que se han incorporado al mercado local. También es cierto que el proceso de toma de decisiones se ha modificado y en algunos casos significativamente. Esto ha provocado que en general se haya perdido agilidad en el proceso de administración de situaciones críticas, como son las derivadas de la reestructuración de entidades, en donde necesariamente se requiere de la participación de los principales bancos. Esto se hizo evidente en ocasión de las últimas operaciones de salvataje de bancos, donde en algunos casos los bancos extranjeros demoran la toma de decisiones a la espera de la conformidad de sus casas matrices. Parecería entonces necesario que todos los bancos expliciten al BCRA su esquema de toma de decisiones, no sólo para situaciones normales, sino que, muy especialmente, para el caso de situaciones de riesgo para los propios bancos o para el sistema.

De esta manera, el BCRA podrá completar los elementos de juicio necesarios para una adecuada valorización de la capacidad con que cuenta para la administración de las crisis en general y de la capacidad de management de cada entidad en particular.
Gracias.

STIJN CLAESSENS

I think the commentators highlighted some of the points that Argentina has done in recent years and it reflects in that sense part of the global best practice. I want to finish with a few thoughts. I think that the global volatility is there to remain and the task of all countries will be to strengthen their financial system, to deal with that volatility, regardless of whether or not you liberalize your financial system, I think you cannot do it wrong. But I think that you will have to manage your micro as well as your macro much more better and the financial sector strengthening will be important. And I think you cannot avoid going beyond best practice on a global sense and having some limits on the financial institutions imposed in terms of the risk that they can take since you are still having more exposure.

I think the focus of both commentaries on how to move beyond the crisis management in terms of more general financial sector development is of course very applicable, since you are having much more stable system, but I would not ignore the interaction between crisis management and financial sector development. I think at least from what I have seen in East Asia, in part the bank did not deliver the service, there was not efficiency, no diversification of services, because they knew that they had support from the government always there, because the framework was not very sufficient. So, there is a big interaction between how your system develops and how do you as a regulator, as a government deal with weak institutions, and as a consequence crisis management will help you create a better financial system.

2: Monetary and Financial policy

Panel: International Financial Architecture

Chair:

Martín Lagos, Deputy Governor BCRA

Panelists:

Nouriel Roubini, United States Treasury

Miguel Kiguel, Economic Ministry of Argentina

Guillermo Perry, World Bank

Chris Canavan, Goldman Sachs

MARTIN LAGOS

Esta parte de la conferencia está dentro del título general “La política monetaria y financiera”. A la mañana nos concentrarnos en temas de regulación bancaria y supervisión bancaria. Y la tercera parte es “La política económica”. Dentro de la política monetaria y financiera tenemos un primer panel sobre el tema general “La arquitectura financiera internacional”, un tema sumamente amplio. Creo que el mundo desde el final de los acuerdos de Bretton Woods allá por 1971 ha estado tratando de mejorar las instituciones que regulan el comercio mundial y las finanzas, siempre en la búsqueda de mecanismos, información, facilidades, acuerdos que tiendan a atenuar los efectos de las crisis de las cuales obviamente nunca van a desaparecer, pero sí se puede tratar de atenuar sus efectos. Desde el comienzo de la crisis en Asia en 1997 y con más razón con su agravamiento en 1998 y luego la crisis rusa y el grave impacto que provocó esta crisis en la liquidez mundial, se puso de manifiesto una cierta ansiedad por evaluar críticamente las instituciones existentes, el FMI, el G7, el funcionamiento de los mecanismos nacionales de supervisión, el resultado mayor o menor que habían dado los criterios de Basilea, es decir ha habido todo un movimiento hacia la crítica de las instituciones existentes, el sistema de tipos de cambios fluctuantes que siguió al abandono de Bretton Woods, también la evaluación de las experiencias de la Unión Monetaria Europea y en los casos particulares de países como Argentina y Hong Kong que tenían cajas de conversión, el análisis de estas experiencias.

Pero obviamente se ha acelerado la búsqueda de nuevos acuerdos que permitan anticipar, prever y eventualmente resolver las crisis en los mercados de capitales y financieros que se vayan produciendo en adelante. En este panel tenemos la presencia de Guillermo Perry, que es economista jefe del Banco Mundial para América Latina, tenemos a Miguel Kiguel, que es Subsecretario de Financiamiento del gobierno argentino y jefe de asesores del Ministro de Economía y al Sr. Nouriel Roubini que es senior advisor del departamento del tesoro de los Estados Unidos.

GUILLERMO PERRY

En primer lugar permítanme felicitar a la Universidad Di Tella, al Banco Central, a LACEA y a Guillermo Calvo por la iniciativa del seminario técnico que tuvimos los tres días anteriores y esta conferencia pública sobre política económica y agradecerle la invitación a intercambiar ideas sobre este tema. Bajo esta rúbrica de la Arquitectura Financiera Internacional se han incluido tanto temas propiamente internacionales de institucionalidad internacional como temas de política doméstica frente a los problemas del sistema financiero internacional. Y yo me voy a referir un poco a ambos.

Quiero también señalar que, a mi juicio, hay dos grandes riesgos en lo que está sucediendo con esta discusión. Uno, quizá el mayor es que parece que va a pasar muy poco en aquellos aspectos en que sería importante que sucediera más, sobre todo en materia de tener un prestamista de última instancia a nivel internacional, ante la volatilidad de los flujos de capital y el otro es que de golpe tengamos mucho de algo que no sea muy conveniente y es que hay varias propuestas que si no se desarrollan bien pueden limitar mucho los flujos de capital a los países emergentes e incluso aumentar la volatilidad.

Las propuestas se han agrupado en cuatro clasificaciones grandes: transparencia y estándares, temas de provisión y manejo de liquidez, temas de participación del sector privado en la mitigación y solución de las crisis y la discusión sobre los regímenes cambiarios.

Sobre el primer tema tengo poco que decir, nadie puede estar en contra de la transparencia. Es bueno que haya más y mejor información. Los esfuerzos por hacer estándares mínimos uniformes son complejos como lo vimos esta mañana, pero son útiles. Pienso que en particular hay un aspecto de las propuestas en discusión en Basilea que es útil, el actual acuerdo de Basilea tiene un sesgo a favor de la deuda bancaria a corto plazo y creo que no es malo quitar ese tipo de sesgos, pero en general este tipo de medidas que se están discutiendo en transparencia y estándares van a mejorar en algo el funcionamiento de los sistemas, pero no lo van a cambiar fundamentalmente, no van a cambiar el carácter básico de alta volatilidad de los flujos de capital a las economías emergentes que hemos observado desde hace ya un tiempo. Tuvimos un período de auge a finales de los 70, una sequía muy fuerte durante varios años de los 80, luego un auge grande a principios de los 90 hasta la crisis mexicana. Ahí hubo un período de sequía para todos los países, volvió a haber un auge, vino el ataque frustrado al dólar de Hong Kong y hubo un período de sequía de 3 meses para todos los países, un nuevo ciclo de auge y vino Rusia y unos meses de sequía para todos y ahora hay una recuperación un poco insegura de los mercados y esta característica de volatilidad hay razones por las cuales se da, yo no voy a entrar en eso, pero estoy convencido de que se van a mantener. Entonces, ese es el tema fundamental y si ese es el tema fundamental para los países en desarrollo, entonces el problema central es el problema de la liquidez, porque un país puede hacer todo bien en su política macroeconómica impecable, tener buenas instituciones en el sector financiero, buenas regulaciones, pero se puede ver abocado a situaciones de sequía en los mercados internacionales de capitales que se prolonguen 3 o 6 meses y en los cuales la liquidez tiene un premio muy alto.

A mi juicio es evidente que como el problema es fundamentalmente sistémico, la solución debería ser sistémica y por lo tanto deberíamos tener un prestamista de última instancia. Ahora, el problema es que no lo tenemos. El FMI está muy lejos de ser eso. Solamente algunas características, no le presta a los bancos, como es un prestamista de última instancia, le presta a algunos de sus clientes, que son gobiernos. Tiene poca capacidad de regulación, a diferencia de los bancos centrales que hacen del prestamista

de última instancia a nivel nacional. No tiene procedimientos diferentes para los problemas de liquidez y los problemas de insolvencia y es la misma entidad que trata a unos y a otros. Tiene muy pocos recursos para su tarea, sobre todo ante el tamaño de los reversos de los flujos de capital y no tiene acceso automático. Entonces realmente está muy lejos de ser un prestamista de última instancia. Algunas de las propuestas van en dirección de mejorar los dos últimos aspectos. Me parece que la propuesta más importante que salió del Tesoro de EE.UU. fue el de la línea de crédito contingente, desafortunadamente la reglamentación de la línea ni la hace automática ni la hace suficientemente atractiva. Es de esperar que ese tema se revise para que realmente pueda cumplir el papel que se quiso que tuviera.

De todas maneras, aún si se mejora no va a ser suficiente, en términos de recursos parece claro, y eso lleva a los demás aspectos de la agenda o a los que no están. Uno de ellos es el papel de las otras instituciones financieras, Banco Mundial, los bancos como el BID, los bancos regionales siempre han tenido que venir a complementar los recursos del FMI en los momentos de sequía de los mercados internacionales o en momentos de crisis. Y lo seguirán haciendo, pero nadie está pensando cómo lo deben seguir haciendo en ningún foro, ni el G7, ni el G20 o el G31 he visto yo una discusión de cómo se puede institucionalizar en una forma razonable la respuesta complementaria de estas entidades y de acuerdo con su propio mandato a este problema.

Otro complemento parcial son las líneas contingentes con el sector privado, como la que Argentina hizo la línea de repo o como la línea de crédito que hizo con los bancos, que son cosas muy diferentes, que pueden cumplir un papel útil, pero tienen también algunos problemas. Hay una discusión de hasta dónde si los bancos privados tienen estrategias de exposure o de hedge nacionales o regionales, por el hecho de estar participando en estas líneas van a disminuir otros exposures directos al sector público o privado en el mismo país o en la región. Entonces, la efectividad de la línea no es de un 100%, probablemente tampoco es de 0, y es una materia empírica determinar qué tanto es. Y pienso que las instituciones financieras internacionales tienen un papel en apoyar el funcionamiento de estas líneas, porque hay problemas de mercado para que funcionen bien, como lo hemos conjuntamente el BID y el Banco Mundial, con la línea de repo de Argentina.

Y en vista de que no va a haber una solución final a este problema de liquidez, pues la política doméstica, los países también tienen que afrontar el problema de liquidez en su política doméstica. Hay básicamente cuatro acciones posibles: 1) tener reservas muy altas como las tienen los países que tienen el sistema de convertibilidad, como Argentina o Hong Kong, 2) tener controles de capital, como lo tienen Chile o Colombia, sobre todo cuando son requisitos de reservas de encaje a los flujos de corto plazo que cumplen el doble papel de desestimular el endeudamiento de corto plazo y de aumentar las reservas y por eso mejoran la relación de reservas a deuda de corto plazo que es la relación de liquidez que importa. Otro mecanismo son los requisitos de liquidez en moneda extranjera como el que ha adoptado Argentina, de un 20% sobre los depósitos totales que se tienen que hacer en moneda extranjera y son remunerados y está el manejo de la deuda pública con un criterio de manejo de liquidez más que de manejo de costos o donde el manejo de liquidez tiene un premio alto, como lo ha venido haciendo Argentina.

Todos estos sistemas ayudan, todos son limitados, todos tienen un costo, sería mejor que este problema fuera resuelto a nivel global, pero de todas maneras mientras no está resuelto hay que usar alguna mezcla de estos instrumentos. Pienso que lo que ha hecho Argentina en tres de estos campos explica muy bien por qué pasa durante todo este período de turbulencia sin mayor nerviosismo de los mercados, sin perder depósitos, sin

traslados masivos de depósitos de pesos a dólares a diferencia de lo que pasó en el año 95. Creo que es una lección muy importante para el resto de los países.

El tercer tema de participación del sector privado también es una consecuencia del hecho de que no se quiere tener un prestamista de última instancia a nivel internacional porque entonces obviamente va a haber más problemas y va a ser necesario ver cómo se distribuyen los costos y cómo participa el sector privado. El énfasis en esto es claramente una consecuencia de no aceptar plenamente la necesidad de un prestamista de última instancia.

Me voy a referir al tema de la cláusula de acción colectiva en los bonos. Creo que siendo algo razonable como un posible instrumento general en los mercados de bonos internacionales, el problema que ha tenido la propuesta inicial es que se propuso que fuera sólo para bonos soberanos de mercados emergentes y eso obviamente creaba una clase de activos diferente que se discriminaba de entrada que la regulación en muchos países se iba a discriminar y los países latinoamericanos con toda razón han dicho “si este mecanismo es bueno, entonces los líderes del sistema deberían comenzar a aplicarlo, los países industrializados” apenas se dice eso los bancos centrales de algunos países con alta deuda pública como los italianos dicen que de ninguna manera están dispuestos a considerarlo.

De todas maneras esto sería mucho mejor que lo que está sucediendo con soluciones expost de reestructuración de bonos como lo que se intentó hacer en Pakistán o lo que está como una espada de Damocles con los bonos Brady de Ecuador en el caso de que el Club de París insista en eso.

Quiero dejar algunas consideraciones sobre el tema de los sistemas cambiarlos. Pienso que ese debate va a seguir durante mucho tiempo, por buenas razones, porque es que tanto la evidencia como los argumentos teóricos no son conclusivos a favor de un régimen en toda circunstancia y porque la economía política no es trivial. Los estudios que hay la mayoría tienen un problema muy serio de la manera como agrupan los regímenes, es arbitraria la clasificación, porque hay muchos regímenes. El segundo problema que casi todos tienen es un sesgo de sobreviviente. Los sistemas de cambio fijo que han resultado insostenibles y han obligado a los países a tener que flotar son clasificados los países por el régimen final como flexible y obviamente esos análisis sesgan todos los resultados en contra de los regímenes flexibles. Y el tercer problema es que como el movimiento de tipo fijo a flexible y a flotante es bastante reciente, son muy pocos los países emergentes que han tenido suficiente experiencia con regímenes flotantes como para tener conclusiones fijas. Los tipos de cambio fijo tienden a tener menor volatilidad de inflación y los de cambio flexible tienden a tener menor volatilidad de la actividad económica real. Parece haber un trade-off ahí. Ese trade-off depende de los factores estructurales y condiciones iniciales de cada país, el balance es diferente para cada país, los más importantes son el grado de apertura, la dolarización de hecho que tenga la economía, los temas de credibilidad.

Es una manera de darle una señal clara al sector privado de que si toma riesgos cambiarlos no cubiertos, no va a tener un bailing out, que no hay garantía sobre sus riesgos cambiarlos por parte del gobierno y que no le provea a los especuladores con un target, con “a one way bet”. La experiencia relativamente buena que ha tenido México y Perú con el sistema, los problemas que han tenido Colombia y Chile con las bandas que creo que los van a llevar a flotar más adelante y la experiencia inicialmente exitosa de Brasil creo que los va a llevar a continuar por un tiempo en esos regímenes. Creo que ninguno de ellos va a conservar la dolarización en adición a esto porque valoran tener un prestamista de última instancia que tenga pocas limitaciones.

Por el contrario pienso que en Argentina la devaluación no es una opción en absoluto.

Creo que las condiciones de alta dolarización en Argentina no solamente de los depósitos, de los activos, que es de más de 50%, sino especialmente de los pasivos empresariales hace que una devaluación sería extraordinariamente costosa, llevaría a unas quiebras generalizadas y a una recesión más profunda, o para evitarlo tendría que haber una expansión monetaria que volvería a épocas de alta inflación y además tendría un costo enorme. Se ha invertido mucho en la credibilidad del régimen, de manera que yo francamente creo que esa no es una opción y no logro entender por qué hay un premio en el mercado en la tasa de interés en pesos. Hay una parte que refleja un cierto temor en esta materia.

Pienso, sin embargo, que la dolarización unilateral le reportaría unas ventajas netas muy pequeñas a la Argentina como para incurrir en los costos de transacción política que implica un cambio de régimen. Por el contrario, un acuerdo monetario con los EE.UU., como los que se han venido proponiendo a nivel informal sería de mucho interés, pero con el mismo argumento que doy por el cual creo que la dolarización unilateral no es interesante para Argentina, salvo en una situación de crisis, me parece que es difícil pensar que en los EE.UU. las ventajas muy pequeñas que pueda tener allí por acuerdo bilateral lleven a incurrir en los costos políticos para adoptarlos y por lo tanto lo veo poco probable en el corto plazo. Otra cosa diferente es que en el mediano plazo, acuerdos monetarios con un grupo mayor de países puedan ser de interés mutuo. Para América Latina hay razones clarísimas para disminuir los costos de capital, para bajar los costos de transacción para los flujos de comercio e inversión y para evitar mismatches de monedas y de madurez, los argumentos que Guillermo Calvo y el otro expositor han estado dando.

Creo que a largo plazo es evidente que para la mayoría de los países sería interesante una unión hemisférica o sub-hemisférica monetaria alrededor de una moneda dura y que también podría ser interesante para EE.UU. Es un tema de largo plazo y que requiere obviamente profundizar la liberación comercial, cierta convergencia de políticas macroeconómicas, ciertas regulaciones, etc.

Y por tanto, me parece que en la agenda de políticas este tema no es una prioridad grande. Ese es quizá mi mayor problema con el debate de la dolarización. En la agenda en el caso Argentina hay temas como la consolidación fiscal, la reforma del mercado laboral, la profundización financiera, que son temas que bien sea que se continúe con la convertibilidad o que fuera posible hacer un acuerdo monetario con EE.UU. en el corto plazo serían fundamentales y son los temas más prioritarios de la agenda y lo mismo pasa en los demás países. Gracias.

MIGUEL KIGUEL

Es para mí un honor estar nuevamente acá en el BCRA y en una conferencia auspiciada por la Universidad Di Tella, en días como hoy uno rememora los momentos académicos.

Creo que es un tema particularmente interesante el de la nueva arquitectura internacional, un tema en el cual realmente no he dedicado mucho de mi tiempo a pensar, pero tal vez es una ventaja porque uno puede mirar el tema con una mente un poco más limpia, no contaminada con las discusiones de a diario.

Me voy a concentrar en tres temas. Primero un poco qué es lo que la nueva arquitectura financiera internacional trata de resolver, segundo un poco cómo se está resolviendo, algunos temas por lo menos y tercero, cómo lo veo yo en relación con la Argentina. ¿Qué es lo que se trata de resolver? Problemas de crisis de deuda, eso parece ser así, pero uno encuentra que lo que hemos visto a lo largo de estos años y todo se quiere resolver con la nueva arquitectura financiera internacional son crisis de balanza de pagos, crisis bancarias, crisis propiamente deuda, crisis de deuda interna, crisis de deuda externa, tenemos muchos problemas aquí. Creo que son problemas de distinta naturaleza y no estoy convencido de que si uno tiene problemas de distinta naturaleza tiene que tener un instrumento que sea apropiado para todo. Ese es uno de los problemas que veo en toda la discusión, por ej. poner en el mismo grupo a Corea y a Rusia o a México después del Tequila y a Pakistán, me parece que es totalmente equivocado, que hay distintos instrumentos y que son temas distintos.

Primero veo que hay problemas de países que solamente tienen un problema de liquidez. Los países son totalmente solventes, las cuentas fiscales cierran a largo plazo, tienen sus cuentas ordenadas, el sistema bancario está bien y el mercado se cierra por obra de la naturaleza, porque hubo una crisis en alguna nube en Marte, se cierran. Y como resultado de eso, el país no tiene acceso al financiamiento y creo que eso es muy distinto de un país que tiene un déficit fiscal del 10% del producto, tiene toda su deuda a corto plazo, no tiene acceso al crédito internacional y que solamente se financia porque espera algún bail out mágico del FMI, que es un poco lo que era Rusia antes del default. Creo que son dos mundos distintos, un mundo de países que están haciendo las cosas bien y cosas externas y otros que están haciendo las cosas mal, que son insolventes y que la gente sigue apostando a ellos porque piensa que alguien los va a rescatar. Y me parece que no puede ser la misma arquitectura financiera internacional para los dos, ni los instrumentos son los mismos, ni los problemas son los mismos, ni el compromiso de los organismos multilaterales tiene que ser el mismo, tiene que ser bien distinto.

Entonces, para un problema de solvencia, que un inversor pague todas las consecuencias y si tiene que ir a través de un largo proceso de re-scheduling similares a los que hubo en el pasado, que así vaya. Creo que no deberíamos estar tremendamente preocupados si un inversor hizo una apuesta de que lo van a rescatar y al final no lo rescatan, porque realmente es lo que uno quiere, pero si no pasa es porque eso da buenas señales para que en el futuro haga sus inversiones bien.

Hay otros casos que son los problemas de liquidez donde para mí la respuesta tiene que ser distinta. Cuando hay un problema de liquidez y es razonable y el país es solvente y existe una circunstancia externa al país que lo lleva a que ese país por razones de mercado no pueda afrontar su compromiso a corto plazo, es razonable que el país obtenga liquidez. Lo razonable sería que los mercados sigan abiertos, pero acá estamos hablando de una situación extraña donde los mercados desaparecen. Y hemos visto desgraciadamente que esas situaciones extrañas existen, no son teorías que hace la

Universidad Di Tella, sino que son teorías que existen, uno los ve que hay veces que uno trata de ir al mercado y no hay caso, y no hay tasa ni plazo. Entonces ahí es donde aparece para mí el rol del prestamista de última instancia, que en un mundo como el que tenemos hoy y dadas las instituciones que existen tiene un nombre: Fondo Monetario Internacional, porque no hay otro y no creo que tenga sentido crear otro, sino que tenemos que reforzar lo que existe. En el Fondo dicen: Bueno, pero nosotros somos los que hacemos bailing out. Vamos, ponemos la plata y el inversor se la llevó". Si ese país entra en una situación extrema, si el mercado se cierra y el FMI pone la plata, obviamente lo hace para pagarle a los tenedores de bonos. El Fondo no puso la plata antes, la pusieron los tenedores de bonos, ¿está haciendo bailing out o no? Yo creo que si el país es solvente y claramente es un tema de liquidez, no hay ningún bailing out, es un tema de proveer liquidez y si uno sabe que es un fenómeno transitorio que en su momento se va a resolver, eventualmente el Fondo recupera su plata, el país mantiene el acceso de crédito y volvemos a una situación normal.

La pregunta es ¿esto es malo que el Fondo haga este tipo de rescate a países con problemas de liquidez? En mi opinión, no, es lo que tiene que hacer, es lo que hacen los bancos centrales con los bancos en situaciones sistémicas: proveen liquidez y eso asegura que el sistema funcione siempre y cuando uno tenga los incentivos, controlados los problemas de moral hazard y realmente tenga un buen diagnóstico acerca de si el problema es de liquidez y de solvencia. Que es cierto, no siempre es fácil hacer un buen diagnóstico, pero si uno lo puede realmente tener, en muchos casos uno lo puede hacer, me parece muy razonable que el Fondo funcione de esta forma y las "Contingent Credit Lines" (CCL), que es el nuevo instrumento que ha creado el FMI para resolver estos problemas me parece el adecuado. El problema es que ese instrumento se creó pero no existe, porque estamos esperando que el Fondo diga quién es elegible, quién no, cómo se va a usar y que utilizar ese instrumento no sea un signo de que uno está enfermo, que sea para gente que está sana, que el Fondo reconoce que está sana, pero que a pesar de ello está sujeto a estos vaivenes del mundo de la financiación internacional, o sea es parte de estos países para los cuales los mercados a veces desaparecen.

Entonces me parece que un tema más para explorar es que realmente se active el CCL, que el Fondo haga un esfuerzo para decir qué países califican para esto y abrirla, porque si no es haber hecho el esfuerzo de crearla para que no se use, me parece un despropósito. Ese me parece un tema importante.

Después está el tema de los nuevos instrumentos, de nuevos tipos de bonos extendibles. El tema este me parece que es más para problemas de solvencia, no de liquidez. Si el país tiene que usar el majority clause y tiene que entrar a ver cómo lidera un default, es porque el país está quebrado o porque lo forzaron de alguna forma a quebrar. No tenemos que tratar temas que tienen que tratar particularmente con liquidez con temas que tienen que ver con solvencia y con manejo de quiebras. Creo que son temas distintos. Los dos son importantes, pero no creo que haya que ponerlos en la misma bolsa. Mi primera impresión es que estamos mezclando peras y manzanas en este tema y que si el tema es de liquidez podemos pensar en instrumentos para problemas de liquidez, o sea un instrumento que en caso de no pago se pueda extender automáticamente por uno, dos años, pero esos son instrumentos con opciones, son otro tipo de cosas, son instrumentos que se pueden diseñar para estas circunstancias y son viables, pero no tienen nada que ver con manejo de qué pasa en el caso de que un país entre en default.

En resumidas cuentas creo que a los efectos de la naturaleza del problema, tenemos que decidir si es liquidez o solvencia, y si el problema realmente es de liquidez, tenemos que

buscar que el mundo tenga liquidez apropiada, que existan los canales, que estén accesibles para los países que lo necesiten, que no estén disponibles para cualquiera, pero que cuando estén disponibles se puedan usar y que queremos instrumentos que estemos dispuestos a hacerlos funcionar, no como la CCL que está por ahora de adorno nomás.

Déjenme hablar un poquito de Argentina ahora y de cómo veo yo el tema de cómo Argentina ha podido manejarse en este momento de crisis financiera. Y acá creo que tenemos que aceptar que hace más de dos años que estamos sufriendo de una o de otra manera una situación de crisis permanente internacional, empezando con Tailandia, que fue un mini-shock, pasando después las de Asia, después Rusia, después la devaluación en Brasil, long term capital, etc. Hemos tenido una situación internacional financiera compleja que todavía para los países emergentes no ha terminado. Desearíamos que termine rápido pero a todo esto le agregamos el problema de computación del año 2000, y creo que eso tiende a prolongar la vuelta a la liquidez normal de los mercados financieros internacionales. Pero ¿qué ha hecho Argentina en todo este período? Yo creo que ha hecho políticas que están en línea con lo que la arquitectura financiera internacional dice. ¿Qué dice la primera? Tengamos políticas preventivas. El país lo primero que tiene que hacer para prevenir crisis es tener políticas preventivas y buenas políticas domésticas. De hecho, las hemos tenido. Acá estoy justo en la casa, el Banco Central, que ha sido un líder internacional en establecer preventivas y políticas regulatorias prudenciales. No vale la pena que repita todas, pero digamos el requisito de capital, el requisito de liquidez han sido fundamentales para asegurar que Argentina hoy tenga un sistema financiero sólido, muy líquido y con suficientes reservas internacionales.

La parte fiscal. Las cuentas fiscales, la verdad es que dada la situación que estamos viviendo, yo creo que es difícil que podrían estar mejor. Este año a pesar de haber tenido una caída en el Producto que para fin de año va a ser del orden del 3%, de haber tenido deflación en precios, con lo cual el producto nominal va a caer más todavía, el déficit fiscal va a aumentar de aproximadamente 4 mil millones el año pasado a 5.100 este año. No estamos hablando de un descalabro fiscal, de un desmanejo de las cuentas fiscales. Tenemos un deterioro que dada la situación del país creo que ha sido bastante menor. Si no se hubieran hecho los esfuerzos que se han hecho para contener el gasto, el desequilibrio podría ser bastante más grande del que vamos a terminar, o sea que ha habido una política fiscal, un esfuerzo muy grande por controlar las cuentas fiscales y se viene haciendo a través de todos estos años, el gasto primario está prácticamente constante desde el año 96 en la Argentina. Eso es un esfuerzo grande.

En términos de deuda, seguimos teniendo casi toda nuestra deuda a largo plazo con vencimientos bien estructurados y poca concentración de vencimientos. A nivel de políticas preventivas, a nivel fiscal, bancario, monetario, yo diría que se han hecho los deberes.

También yo veo que Argentina no tiene un problema de solvencia, bajo supuestos razonables de que Argentina crezca a tasas del 3 o 4%, no razonables sino conservadores diría yo, por los próximos años, y que Argentina cumpla con la ley de convertibilidad fiscal que seguramente el Senado va a pasar la semana que viene, la deuda producto va a empezar a caer, o sea esto que hemos venido viendo creciendo estos años va a caer nuevamente y Argentina debería, en el próximo pase de gobierno, en el 2003, tener una deuda producto no mayor del 36%. O sea que yo no tengo ninguna duda de que Argentina como país hoy es solvente y si sigue haciendo las cosas bien va a seguir siendo solvente. No veo debilidades importantes.

Argentina ha hecho los deberes, ha utilizado políticas preventivas, ha mostrado

solventia y gracias a eso creo que Argentina no ha sido castigada más de lo que fue. Porque si hubiera dudas acerca de alguno de estos factores, yo creo que el castigo para Argentina hubiera sido realmente serio.

Algunas reflexiones finales. ¿Qué más se puede esperar con respecto a mejorar el sistema financiero internacional? Un tema del que se ha hablado mucho es el tema de la transparencia, transparencia en dar números, en dar información, etc. Yo creo que eso de por sí es bueno. El problema es cuando hay algunos países que son transparentes y otros que no lo son, porque al final parece que los transparentes son castigados. Hay países que no ponen toda su deuda en la deuda pública, que la tienen escondida, hay algún fideicomiso bancario y el mercado se las perdona. Hasta dicen “qué bien que está ese país y qué mal que está Argentina”, lo cual a mí me hace dudar de que el mercado realmente esté reconociéndole a la transparencia que tiene, esté recompensando, yo no lo veo en la práctica. De hecho, a veces ser un poquito oscuro ayuda. Es malo que lo diga, pero me parece que es lo que veo.

En cuanto al rol de los organismos internacionales, aquí hay un tema que para mí es importante, que es el tema de las garantías que se podrían dar. Se habla mucho de compartir el peso del financiamiento en un momento de crisis entre las multilaterales y el sector privado y una forma obvia para hacerlo es que los organismos multilaterales fundamentalmente el BID y el Banco Mundial den garantías a los gobiernos. Esto les permitiría a los gobiernos tener un mejor acceso al mercado de capitales y acceder en momentos que de otra forma no podrían. Este es un instrumento que todavía está en discusión, no se ha utilizado y me parece que este es el momento de nuevamente mostrar que si hay voluntad se use ese instrumento y creo que podría ser muy útil para los países emergentes.

En conclusión, pienso que para poder avanzar en todo el sistema de la discusión de la nueva arquitectura financiera internacional, creo que tenemos que ser un poquito más precisos y distinguir distintos instrumentos para distintos tipos de crisis. En caso de liquidez, yo creo que el Fondo tiene que generar nuevos instrumentos y usarlos y mostrar que realmente está dispuesto a jugarse por los países que están haciendo las cosas bien y yendo hacia adelante también considero que hay nuevos instrumentos que se pueden explorar tipo garantías, que vale la pena utilizarlos en la nueva arquitectura financiera internacional.

NOURIEL ROUBINI

Thanks very much for the invitation to talk today here.

We have been asked to talk about the broad issue of the international financial architecture and there are many elements to it, so I do not think I will be able to cover all of them. I can list what I think the main components are. There is a question of transparency, both on the side of debtor countries and also in the side of international financial institutions. There is a broad question of what is the sustainable and sensible exchange of regime for emerging markets economies. There is a question of how we can help emerging market economies to put in place policies that are needed to prosper in the global capital market, so this has to do with having sound and well supervised financial systems, having sound policies to deal with capital flows, for example. Other element of this architecture is how we can induce a stronger focus on risk on the part of creditors and investors in the advanced industrial economies, so there must be room also for stronger regulations in prudential provisions in lender and creditor countries.

And the other element I think it is very important in this financial architecture is the question of how we can put in place a more effective system of crisis response, so this has to do both on the role the official sector can play in terms of financial support for countries that are in crisis and what is the potential role the private sector in creditors could play, the issue of private sector involvement daily in our burden sharing and I would like to say something about that.

Before we get to the policy responses, it is useful to briefly talk a bit about the causes of the crises, because the cause of the crisis tells something about what the policy response should be. I think there is a general consensus when we look at Asia, Brazil and Russia, there was a combination of three different factors that were at play. There were some policy weaknesses in some of these emerging market economies. These policy weaknesses in Asia had to do with the weaknesses of the financial sector and charter borrowing, while in other countries like Russia and Brazil there were very large fiscal deficits, some more traditional macro weaknesses.

The second element as cause of the crisis is that there was poor risk assessment of creditors and investors in industrial countries, so having good assessment and management is also important. The former Treasury Secretary used to say that for every bad borrower there is also a bad lender, and that is true, that is the side of regulations being stronger and better in industrial economies.

A third role was played by these factors having to do with self-fulfilling losses of confidences, leading to maybe panics, so certainly even if the crisis was triggered originally by fundamental factors, there was this element and the debate comes on having liquidity crisis and having also the need for an international lender of last resort. And I would say something about that issue as well.

So, what is the kind of correct response to a crisis? There is a good prevention and resolution. The first thing that we could agree is if there are some policy weaknesses the country should do partial adjustment; structural, for example in the financial system if those weaknesses are macroeconomic traditional one, if there are excessive budget deficits, and so on.

The second thing that is important is that the official sector should also play a role, and the official sector is playing a role through various forms of financing, through IMF, multilateral banks and so on. So if this country is doing this policy adjustment reform, the IMF, the World Bank and so on should support it and there are a whole set of mechanisms, traditional standby, supplementary reserve facilities.

I think the third element in addition to what the countries and what the official sector can do is also the role of the private sector, and private investors should appropriately continue to crisis prevention and crisis resolution. On the crisis prevention side, things like having private contingency credit lines may help, having better risk assessment and management can also help, and on the crisis resolution side, this usually becomes the highly controversial question of bailing in the private sector, having appropriate private sector involvement.

Now, people often ask why we need private sector involvement, why do we need burden sharing. I think there are essentially three important reasons that one can present. The first one is that effectively there are not enough official resources, even the external financial gap of these countries, the resources are available but they will never be enough to fill up that type of gap, so somebody else will have also to contribute. The second thing that is important what we stress: if there are bad borrowers, there are also bad lenders. Then we should make sure that creditors properly assess and manage the risks ex ante, and that relates to my third point that is that we should avoid creditors' moral hazard, we should avoid this situation in which potentially creditors might believe and have expectations that they are going to be bailed out whenever a country goes into a crisis.

So, I think that on the issue that there should be some degree of private sector involvement in crisis prevention resolution, there is no disagreement even if there is some debate on which is the nature of this kind of participation.

Let me talk a little about the issue of liquidity crisis and the need for an international lender last resort, because I think that is a very difficult and complex one. The idea essentially comes from the fact that you may be in a situation which there is self-fulfilling liquidity crisis in which suddenly in a country banks and creditors decide not to roll over their loans even if the country is sound, and then the country can have a financial crisis and go bankrupt. And usually people make the analogy to the case of bank runs or bank panics in a closed economy. We know on the basis of economic theory that you can have a situation with a sound bank, suddenly everybody rushes to the door to get their money out and the bank collapses, even if there is nothing fundamentally wrong. Now, in an open economy the problem is even more complicated, because in a closed economy the Central Bank can always create money, offer liquidity and try to avoid this panic. But people say in an open economy the amount of foreign reserves that the country has is limited and therefore, once you run out of the reserves, you cannot avoid this financial crisis. So if the country does not have enough reserves, then some international institution, an international lender of last resort should be able and willing to provide this type of support to avoid this kind of generalized liquidity panic. Now, how do you solve this issue of bank runs, and bank panics in a closed economy? The solutions are in a closed economy to have banks having access to the discount window of the Central Bank, the Central Bank safety net and having deposit insurance so that depositors do not panic. However, we also know that as soon as you introduce this kind of discount window and the safety net, then we have the problem of moral hazard. Depositors, if they are insured, they do not care where they put their money, on one side, and lenders as long as they borrow money, it is somebody else's money and they do not have their own capital at stake, they are going to have incentives to make loans that are pretty lousy. So, there is a serious moral hazard question as soon as you create this lender of last resort in a closed economy.

Now, what is the solution in a closed economy? The solution is that the Bank, as Central Bank should also do other things. If it introduces this kind of support, should impose some capital adequacy standard, so people put at stake their own capital rather

than just other people's capital, is the first thing. There should be a properly priced deposit insurance scheme, incentive compatible, and there should be good prudential supervision in the regulation of the bank so to avoid these kind of incentives to take gambles that are not justified.

When a crisis however occurs and the banks go into a crisis, there is a systemic banking crisis, the Central Bank has also many other powers in a closed economy. It can intervene on these weak banks, can take them over, can merge them with other stronger banks and it can even close them down. You see right away that there is a difference between a closed economy with banks and an open economy with countries.

Another point it is important to make when you talk about international lender of last resort is that while in theory the possibility of bank runs, is a possibility in reality when you look at the literature on causes of banking crises, self-fulfilling bank runs are at the bottom of the list. There was a presentation this morning by Mr. Claessens listing all the causes of banking crises and there may be two episodes in which a bank run was crucial. What comes out from this literature is that usually when you have a banking crisis, it is not out of nowhere that people panic and rushes to the door, but there are structural fundamental weaknesses in the banks, poor revision, poor regulation, having a poorly enforced capital adequacy standards, having a poorly designed deposit insurance scheme, having directed lending in which the government interferes, with credit, connected lending to firms owned by banks and direct the money to their own firms, poor lending practices. So, usually when a banking crisis occurs, there are significant fundamental weaknesses and I would say that also when currency crisis and financial crisis in a country occur usually there are also policy weaknesses that do not just come out of nowhere.

Let's think about it now in terms of an open economy, what can we do? Conceptually, we can think about the possibility of liquidity crisis that are purely self-fulfilling and for the need for an international lender of last resort. But we should keep in mind three things. First, that poor fundamentals maybe causing this crisis in countries, so there is a whole continuum. The extreme case in which there is a liquidity problem maybe the exception while there is a whole range of countries that even without being insolvent may have significant fundamental weaknesses. The second thing is that as soon as you introduce an international lender of last resort, you have a serious moral hazard problem. If any country, regardless of their fundamental will have access to this passivity, then everybody would have an incentive to borrow like crazy, do silly things and creditors will have no incentive to see where they are lending to on the private side. And the third element that is important is of course the international financial institution that would be providing this liquidity that does not have the same power over the countries that the Central Bank has over its own banks. It would be totally farfetched and silly to think about a country being taken over and closed down by a financial institution, and so the type of power and influence is very different.

So, in reality we need to find a trade-off between the need to avoid liquidity and to minimize its moral hazard that might be deriving from the existence of an international lender of last resort. The solution proposed is to have a contingent facility that is designed exactly to support countries that ex ante are deemed to be sound and have strong fundamentals but that might be subject to some form of financial contagion for other reasons.

I agree with the argument that maybe the resources that are available right now are not huge; they might increase in the future, but so far the situation is that many countries have suggested the interest in this new facility that has been implemented. No one has formally yet applied for it, so the constraint right now is not in terms of ability of raise

funds. There is a facility right now that in a small scale looks like a lender of last resort and we hope and we think that there are several countries in the world that have very sound fundamentals, that might be subject to shocks because of contagion and these countries should have access to this kind of facility. I'd like to say a few more words about this issue of bailing and private sector involvement, because as I said before there are some good reasons why essentially this is a good idea. We believe that finding appropriate ways to involve private credits in crisis resolution is a key element in building a more effective system of crisis response. We know that there is some concern among emerging markets that this force involves the private sector with little reduction in the finance available to emerging markets. But we also have to remember that what is critical in the term of the market access is not the policy that the G7 are adopting, but rather the policies that are putting into place by emerging markets themselves. The key terms for a country risk and access to capital are things like the capital commitment to sound macroeconomical structural policies; the consistency of its exchange rate policy is a macropolicy, its ability to put into place appropriate prudential regulation of its financial institutions and its willingness to adopt sound and debt management policies, especially for public debt. So, we think that if success with architecture forms including these efforts to bail in the private credits when appropriate, it will lead to market being able to differentiate between countries.

Now, when we think about this private sector involvement, what the G7 have done during their new framework on private sector involvement is to outline a set of principles and there is a trade-off between these different principles. The first principle is that essentially the policies that have been adopted by the official sector should not undermine the obligation of countries to meet their debts in full and on time. So that should be a rule, countries should be trying to do their best efforts to pay the creditors in time and in full. The second principle, and here there is a trade-off, is the creditors: lending should bear the consequences of the risk that they take and not to be protected by adverse outcomes by the official sector. So there should not be any systematic expectation that creditors are going to be bailed out. And as you see there is a kind of a need to strike a right balance between one side, the need of countries to pay in full, and on the other hand, on the fact that if you have very high sovereign spreads on a country, that means that markets expect that maybe some country in exceptional circumstances is not going to be able to pay in full and in time and creditors should assess that risk in advance and should realize they cannot be bailed out.

Another important principle is that whenever there is a crisis, when you reduce the net debt payment to the countries made to the private sector, this can potentially contribute to meeting the country's immediate financing need. So, there should be some burden sharing there. And when we expose this principle we also realize that this has to be balanced against the impact that this measure can have on a country access and the ability to attract country capital flows, and also we should also worry about the potential impact on other countries that this can have through contagion, for example, and on the system.

Other principles I think are also important, the first one is that no category of private creditors, bond holders included, should be considered inherently privileged or superior to other similar situated groups of creditors, so when both are material, claims of bond holders should not be viewed as the senior to claim banks. I think that is important because, relative to the 1980's, a large ongoing fraction of private lending to emerging markets is taking the form of bonds and the final aim of our process is that the aim of crisis management should be a corporative negotiated solution whenever possible. So, these are the broad principles. You know you cannot have a rule for every situation

and the approach that is going to be taken is a case by case approach, depending on the country situation, its ability to pay, the feasibility of voluntary negotiated solutions. So, for example in the case of Korea, there was a bank panic, no one of the creditor banks wanted to roll over their loans and putting them together in a room and negotiate over a few days, a concerted roll over of these loans was able to essentially calm down the situation. These short term loans were converted into medium term loans, so that was a form of concerted roll over and worthwhile in the case of Korea. In the case of Brazil, concerted forcing banks to do that were not necessary. The new government came out with a meaningful economic adjustment program and because there was some concern that banks might not be rolling over their credit lines or their interbank lines a sound program was enough to drive into a successful situation. So, I do not think you can have a general rule about what you are going to be doing, each case is going to be a different one and we should carefully consider what the consequences are, but the basic idea of private sector involvement is a sensible one. Thank you.

P: I agree with the notion that the empirical relevance of the self-fulfilling crisis models seems to be in question, given what has happened. I can easily think of other frictions that may justify, the need for having a lender of last resort, which are financial frictions in nature which can generate a liquidity crisis, excess volatility in asset prices and capital flows.

NOURIEL ROUBINI

My answer is that I do not exclude the possibility of self-fulfilling crisis, but what I was just saying was that you have to distinguish for moral hazard purposes ex ante between countries that have very weak fundamentals, and in those cases if a crisis occurs, the World Bank and so on have the traditional conditionality. You say: I am going to dean you up but you have to do certain things, adjust your policies, do operational and financial restructures, and so on. So if there are poor fundamentals that lead to a crisis, then you use traditional financing. If, however, there are situations where there is a totally sound economy, which is under pressure because of international financial contagion, then there is a facility that has been designed, the contingency credit line. There is plenty of money available there, but so far no countries applied, so I see that as being a small form of what could be an international crisis also.

Panel: Dollarization

Chair:

Pedro Pou, Governor BCRA

Panelists:

Pablo Guidotti, Economic Ministry of Argentina

Ricardo Hausmann, Interamerican Development
Bank

Michael Gavin, Warburg Dillon Read

Harvy Roseblum, Federal Reserve Bank of
Dallas

PEDRO POU

El próximo panel es sobre un tema que, como dije esta mañana, ha sido motivo de mucha ocupación en el BCRA, el tema de la dolarización y contamos con un panel excelente de prestigiosos economistas internacionales.

RICARDO HAUSMANN

Es para mí un placer estar de regreso en Buenos Aires y aquí en el Banco para hablar de este tema tan importante.

América Latina se ha pasado más de una década haciendo muchísimas reformas. Hemos hecho la apertura comercial, la reforma de la seguridad social, hemos liberado internamente puertos, aeropuertos, teléfonos, petróleo, etc. Y aquí estamos. Entonces es muy fácil que uno venga de la banca multilateral y diga que hace falta un poco más de consolidación fiscal, un poco más de reforma laboral. Creo que tenemos que hacer una parada aquí y preguntamos si es más de lo mismo lo que hace falta o si hay un problema en la forma en que hemos concebido nuestra inserción internacional.

Yo creo que eso es la razón por la cual el tema de la dolarización ha tenido la importancia y la discusión que ha tenido. Creo que el hecho de que América Latina esté en una crisis tan difícil como la que está en este año, en la cual el único país de la región que va a tener una tasa de crecimiento positiva va a ser Bolivia y Perú, y la de Perú va a ser pequeña, que hasta Chile quizás tenga tasa de crecimiento negativa, que Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú, Chile, Argentina, Uruguay, Brasil, todos tengan una tasa de crecimiento fuertemente negativa este año no se debe a que no hayamos hecho suficientes reformas estructurales. Se debe a que estamos mal integrados al resto del mundo. Y la pregunta es entonces qué hay de malo en el resto del mundo. La teoría dominante dice que lo que hay malo en el mundo es riesgo moral, que el riesgo moral se debe a que los gobiernos rescatan a los bancos, el FMI rescata a los gobiernos y que eso representa una distorsión fundamental en los mercados financieros y que esa es la razón por la cual se generan las crisis. Yo creo que el riesgo moral existe, creo que no tiene nada que ver con las razones fundamentales que nos afectan y que todas las recomendaciones que se han hecho para evitar los problemas de riesgo moral, América Latina ya las ha tomado, evitar endeudarse a corto plazo, mantenerse líquidamente bien, tener altos requerimientos de capital sobre el sistema bancario, todo eso es una agenda que ya es la que aprendimos si se quiere después del Tequila, pero a pesar de todas esas últimas reformas, estamos en problemas. Por eso yo creo que el problema está en otra parte y creo que el problema tiene que ver con un concepto que a mi me gusta llamar “el pecado original”. El pecado original es una característica que tiene una moneda nacional en dos dimensiones: una, que no sirve para endeudarse en el resto del mundo en esa moneda, uno no puede endeudarse en pesos en el exterior, y dos, que no sirve para endeudarse a largo plazo en esa moneda. Cuando uno tiene una moneda con esas características en el mundo de hoy uno tiene serios problemas y no se trata de si el régimen de cambio es fijo o flotante. Con esas características todos los regímenes cambiarios van a funcionar muy mal. Y la razón es muy sencilla. En primer lugar, como somos países prometedores y tenemos un gran futuro y aún más después de haber hecho todas estas reformas, entonces bueno, la gente quiere invertir, pero para financiar la inversión o la tiene que financiar en dólares o a corto plazo. Si la financia en dólares, se le genera un descalce cambiario. Si la financia a corto plazo, se le genera un descalce de plazos. Y estos dos descalces van a hacer la vida imposible porque entre ellos dos interactúan.

Si se presenta un shock externo y el gobierno deja que se deprecie la moneda, saltan los que tienen el descalce cambiarlo. Si el gobierno sale a defender la moneda, vendiendo reservas, subiendo las tasas y restringiendo la liquidez interna, saltan los que tienen el

descalce de plazos. Entonces eso genera esta fragilidad fundamental en nuestro sistema financiero e impiden que nosotros mantengamos nuestras economías en cierto proceso de estabilidad.

Yo quería responder algunas de los puntos que más se discuten en tomo a este debate y que mi buen amigo Guillermo Perry bien estuvo en puntualizados. Primero está la proposición de que si América Latina flotase, debería enfrentar mejor los shocks externos de una manera menos deflacionaria. Yo debo decir que a mí me sorprende lo deflacionario que ha sido el ajuste de los países que flotan en América Latina, o sea en Chile, Perú, Colombia, mencionaría también México, pero a diferencia de Argentina tiene un vecino distinto. Lo interesante es que en todos esos países las tasas de interés las subieron mucho más de lo que subieron en Argentina y se generó en todos esos países, en medio del shock externo un crunch de liquidez, una subida enorme de las tasas de interés, una contracción del sistema financiero, una política monetaria cíclica. Nosotros tenemos amplísima evidencia en que las devaluaciones o las depreciaciones son contractivas en América Latina y creo que esta nueva experiencia de haber absorbido estos shocks con flexibilidad cambiaria en los países que mencioné dan más evidencia en el sentido de que las depreciaciones han sido contractivas.

Quisiera decir que vengo de Australia y allí la flotación funciona maravillosamente bien. Ellos cuando se les deterioran los términos de intercambio, deprecian la moneda. Pero hay un detalle que nunca se menciona, y es que Australia no tiene pecado original. La deuda externa de Australia está en dólares australianos, entonces cuando ellos reciben un shock negativo y deprecian la moneda, pues los acreedores de ellos en el resto del mundo perdieron. Pero cuando nosotros depreciamos la moneda con el mismo stock de deuda externa del 40% del PBI, pues a nosotros el efecto sobre los balances funciona muy distinto. Por eso es que yo creo que la flotación no nos va a llevar a permitir una mejor absorción de los shocks externos.

En segundo lugar está la idea de que si uno se pone a flotar, la gente se va a cubrir en los riesgos cambiarios, o sea que la gente no se cubre en los riesgos cambiarios porque no le da la gana. La gente no hace *hedging* de su riesgo cambiario porque como el gobierno los está protegiendo, entonces para qué. Eso supone que si les diese la gana de cubrirse existiría el mercado para hacerlo. Y yo sencillamente quisiera mostrarles que el mercado no existe y no podría existir en el agregado porque un país que no se puede endeudar en el exterior en su propia moneda es un país que no se puede cubrir porque es lo mismo. Si usted se endeuda en dólares y después compra un *hegde*, es lo mismo que si se hubiese endeudado en pesos. Entonces si un fabricante de camperas argentinas está endeudándose con el Chase, ¿qué espera el Chase, que él entre que compra el cuero y hace la campera vaya de paso y se compre un *hedge*? Para eso que el Chase le ofrezca el préstamo en pesos y que sea el Chase el que haga la operación de *hedging*. Si ese recaudo no existe, por algo será. Si ustedes agarran los datos del BIS, yo quiero que me enseñen qué país emergente se endeuda en su propia moneda para países con tipo de cambio fijo o países con tipo de cambio flexible. Así que la idea de que la flotación va a promover un *hedging* creo que es una idea un poco cuestionable, pero la idea de ponerse a flotar para obligar a la gente a que haga *hedge*, yo creo que es una idea realmente sorprendente y lo que más me parece importante es que creo que la flotación entonces va a llevar a un menor financiamiento externo. O nos financiaremos más a corto plazo, que va a haber menos disposición a financiarse en el exterior y menos crecimiento. Finalmente está el tema del prestamista de última instancia. América Latina ha demostrado científicamente al resto del mundo que el prestamista de última instancia no está basado en que el gobierno tenga la capacidad de imprimir dinero. Eso lo mostró Argentina en el 82, eso lo mostró Venezuela en el 94 y este año Ecuador. El prestamista

de última instancia depende de la capacidad del gobierno de tener recursos reales o de tener la posibilidad de endeudarse en medio de la crisis. Si usted sale como macho en medio de una crisis bancaria a decir que usted va a imprimir dinero para salvar a los bancos y usted no es capaz de emitir bonos para retirar ese dinero o endeudarse en el exterior, mire, arde Troya y yo sobre eso les puedo mostrar las cicatrices de la guerra de varios lugares. Así que esa idea de que el prestamista de última instancia es algo que uno compra teniendo su propia moneda es una idea bastante cuestionable.

Quisiera también decir que si la noción de que uno flota no tienen que preocuparse los especuladores es también cuestionable. Fíjense lo que pasa. Un banco central cuando flota, la gente no sabe cuál va a ser la tasa de inflación, entonces uno flota y anuncia una tasa de inflación, eso es lo que llaman *inflation targeting*. Los especuladores saben que el Banco Central tiene un *inflation target* y saben que hay una cierta relación entre el *inflation target* y cuánto puede dejar depreciar la moneda. Después de que la dejó depreciar 10%, como hizo México después del golpe de Rusia, se le dispara la inflación, se pasó de su meta monetaria y a la próxima tiene que subir las tasas de interés a un nivel descomunal como las subió México que las tenía en 17% y pasaron a 45% durante un buen tiempo, durante el segundo semestre del 98. Creo que la flotación le asegura una buena rentabilidad, un buen nivel de vida a los especuladores. Creo que una de las ventajas de la dolarización en ese sentido es que los saca del mercado, porque podrán ir a especular pero en otros territorios, ya nosotros no seremos una fuente de ingresos para ellos.

Finalmente está el tema de la profundidad del sistema financiero. Si nosotros flotamos, ¿qué vamos a hacer? Vamos a apreciar nuestra moneda en las buenas y vamos a dejar depreciar nuestra moneda en las malas. Quiere decir que a nuestros residentes que tengan ahorros en moneda nacional, en las buenas cuando lo que ellos quieren hacer es ahorrar, pues sus ahorros valdrán más y en las malas, cuando lo que quieren hacer es usar sus ahorros, éstos valdrán menos. Entonces, en ese contexto tener instrumentos de moneda nacional no va a tener sentido y eso explica la dolarización de facto de la gente porque asegura sus ahorros respecto a las fluctuaciones del mercado cambiario que tienen la correlación equivocada, contraria a su proceso de ingreso. Por eso es que yo creo que si nosotros vamos en dirección de la flotación, nos vamos a quedar no solamente con una mayor dificultad de atraer fondos del exterior, sino que nos vamos a quedar con una mayor dificultad de intermediar fondos entre residentes, fondos que van a estar siendo ahorrados en dólares y vamos a quedarnos con este problema del pecado original y de la dualidad de monedas y de la fragilidad financiera por mucho tiempo, de modo que yo diría que hace falta hacer más reformas estructurales, hace falta hacer más consolidación fiscal, hace falta hacer más reforma laboral, pero yo creo que en este momento, como esas reformas son complementarias de un buen régimen monetario, en este momento la rentabilidad de moverse en dirección de un régimen monetario que garantiza una mayor estabilidad es probablemente donde esté la mayor tasa de retorno al próximo proyecto de inversión en reforma. Gracias.

MICHAEL GAVIN

This issue of the optimal exchange rate regime with some academic with some sense of humor must have named the debate. It has been along with us for a long time and I think it is like a Rorschach test, which is that psychological test where they hold up an ink block and the psychiatrist asks you to describe what you see and if you see a horse's head you are probably OK, but if you see your mother screaming at you, then you need a couple of sessions a week. It is like that in the sense that much of the discussion probably tells you more about the person who is taking the test than about the objective reality that lies behind the test. So what I am going to do this afternoon is tell you about my neurosis, not trying to be particularly balanced in the 10 minutes I still have left. There are really two issues involved in the debate, I think they are both relevant for Argentina, one is whether or not a country, and let's think strictly about Latin America, ought to move from a flexible exchange regime to a fixed exchange regime, which means something either very close to a currency board in today's world. And there the key issue really is the loss of monetary control that is implied by that move. That move is 90% of the story, the next 10% is important, and that is the move from a credibly fixed exchange rate regime to full dollarization. That is not only giving up monetary control, but also giving up the domestic money so that some foreign money, the dollar, is actually used not only as a means of payment but actually in day to day transactions. My own view is that monetary autonomy in Latin America is a quite limited value when countries need it most, which is to say when they are hit by external shocks as the Latin American countries always are. Why? There are two reasons of different importance for different countries of the region. First, is that all of Latin America is partially dollarized. This is the original sin that Ricardo was talking about. Sometimes this partial dollarization is really quite complete. Think about Peru, for example where, like Argentina, most of the banking system operates in dollar, dollar deposits, dollar lending and movements in the exchange are quite destabilizing for the financial system. But even in countries where that are not -where the banking system is fully or partly dollarized- the external debt is predominantly dollar based and that means that sharp movements in the exchange rate can be quite destabilizing financially. Second, in most countries of the region there is quite a strong link between the exchange rate and the price level. When unemployment is 14%, the unbalance is expected. On average, there is in most of Latin America a pretty close link between the exchange rate and prices and that means that when the exchange rate comes under pressure, Central Banks have to defend it. Chile, Colombia, Peru, Mexico, all of those countries did not fiercely defend in the middle and the second half of last year against the tax on the currencies just because they were all making the same mistake, they were doing it because if they had not, the currency would have lowered in a major way and would have led to important difficulties, so the Central Banks I talked to think, in the financial system and it would also have made their inflation targets explicit or implicit impossible to reach. Indeed, Mexico defended only partially and missed its inflation target by a long way and they faced a very difficult situation in January of last year, where it had lost a tremendous amount of its credibility in the public, and it is much harder to upgrade a monetary policy when one has lost credibility than when one has it. Why is it so expensive to defend flexible exchange? Well, because under flexible exchange rates, investors know that the Central Bank will defend this week, but what about this week? There is nothing to prevent the Central Bank from simply throwing its

hands up and changing its mind as, by the way, all of those central banks ultimately did when the consequences of the sky rates they had imposed became clear.

So, in my view, the benefits of exchange rate flexibility are far outweighing by the cost in those crucial instances where monetary autonomy would seem to be most valuable.

Let me move on briefly to the question of moving from currency board regime to full dollarization, which is one of the key debates I think under way here. And I would like to raise three panaceas and two legitimate issues that ought to be seriously considered before a country moves from a currency board to full dollarization. The first issue is the objection that one hears from other wise intelligent commentators that dollarization is no panacea. I would not even have raised this issue if I had not just read a commentary by one of the academic community's more noted economist who startled the world with his discovery that the Argentine experience shows us that currency boards are no panacea and so I scratched my head and said "of course not, there are any panaceas". It is tempting and it is very often said that Argentina is in a recession because it has fixed exchange rates and it cannot adjust. I would argue that Colombia is in an even deeper recession than Argentina because it has flexible exchange rates and therefore had to their interest rates to raise something like 35% real for a substantial part of the third quarter of last year and that is the same thing about Chile. But the truth is that both of those statements are kind of wrong. The region is in recession, because it got hit by the biggest trade shock that it has had in over 20 years and the international financial markets went into a spasm of contraction because of the consequences of the Russian default. And neither a currency board nor either a monetary union or certainly flexible exchange rates will make it painless to adjust to the shocks.

The second is the assertion that dollarization would require US involvement in the supervision of a local financial system. Where do people get these ideas? But this was someone from one of the more eminent universities in the region. It is simply not true; it makes no sense to say a thing like that. We have the example of Panama, where for some 50 years the economy has been fully dollarized, there is no US involvement in the supervision of the Panamanian banking system. And the same is true for Argentina and Mexico and the countries that might dollarize.

Third, it is not true that a dollarized economy cannot have a lender of last resort, whether be located in the deposit insurance agency or the central bank. It just means that the country has to set aside the resources required to finance holdings of excess foreign currency reserves as Argentina does now. That does not even mean that being a lender of last resort is more expensive, it only means that the expense is explicit. I would argue that it is a good thing, not a bad one, especially if it makes central banks a little bit more discriminating in their use of lender of last resort facilities.

Two real issues. The first issue is the seigniorage. That is a real issue. In order to purchase the US dollar currency, it would be required to retire the Argentine pesos that are now circulating in the Argentine currency. The Central Bank would have to spend the roughly 15 billion dollars of their reserves that are required and after it has spent those reserves, buy the paper dollars to replace the peso paper that is out there, they would lose some 750 million dollars worth of revenue. Not a huge number but an important number and there is an important fairness issue involved here. It does not cost the US anything to print the dollars that would be supplying to Argentina. It is very hard to understand why the US, one of the most developed countries of the world, earning revenue from Argentina. I think there is a solution to this because I really think there would be very little resistance to a solution, some mechanism with which to transfer the foregoing seigniorage to countries like Argentina that decide to dollarize. As Dr. Pou mentioned, I have heard that in the Senate there would be real interest in submitting

legislation that would make it possible to reimburse countries like Argentina. This is something that is easily manageable; I think that the US Treasury continual and very explicit silence on the issue of seniorage must speak volumes.

The last issue is the one I think that Argentines ought to think about hard before they make the decision to dollarize and that is the option value of eliminating their currency. The value of dollarization is exactly that, investors, domestic and foreign, stop worrying about unwinding of the currency board which could result in a potential uncontrolled devaluation and some sort of a collapse. That is the value. But the other side of the pre-commitment coin is the loss of an option that could under some circumstances in the future be valuable. So, for example you thought that the US might some day in a not too distant future go on some hyperinflationary bench and be the wrong currency to peg to. Then, you want to think twice, before you pay the price of dollarization eliminating that option. If you think that the Brazilian Real might some day be an equally stable unit of value to the US dollar, so that monetary union with Brazil might look more attractive, certainly it would match the countries trade patterns much better than you might want to dollarize now. Short of that issue I think there are really no important issues that stand in the way of dollarization in Argentina or, for that matter, in the rest of the region. Thank you.

HARVEY ROSENBLUM

Thank you. It is nice to be back in Buenos Aires. Mike and Ricardo have already made much many of the remarks that I was going to make, so I'll try to be brief.

Let me state at the outset that it would be presumptuous of me to come here and recommend what I think is good for Argentina. Ultimately the decision is Argentina's as to what they want their currency arrangements to be and that decision has to be based not only on the economics of the decision, but the politics as well. Just as it was done in Europe for the Euro, it is really politics that drove that decision even more so than the economics. I arrived here on Sunday early in the morning and after unpacking went to San Telmo to have some lunch and look around the market and the place where I went to have lunch had a sign by the cash register which I did not notice at first, but somebody pointed out to me, but as soon as I opened up my menu it became very apparent to me what the politics of the situation are. The sign said "*No aceptamos dólares*". The owner of that restaurant did not accept dollars and for whatever reasons of political persuasion, the economics was not going to drive his decision even though he is operating in an area which is full of tourists. So having thought about that side of the equation, I think we need to keep that in mind as a very important underlying consideration.

In my country, we have a saying "If you do not know where you are going, any road will get you there" and this has to do with the economic goals that a country wants to pursue. If your goal is clearly understood and agreed upon by most of your citizens and by most of the politicians who are elected by those citizens, then the choice of what kind of currency arrangement you have becomes a little easier. If your goal is to have sustainable economic growth, increase your standard of living, to adopt technologies that are not cutting edge, modern technologies, to have free trade, then you are going to need stable money, you are going to need honest money, you are going to need price stability. Once you are clear on those goals, your options become a much clear and what kind of a currency you want to have. If your goal is staying in the economic road, to have a standard of living and all the things that go with an open market economy, then dollarization is one of the roads, or one of the means to get you there.

There is another saying, which is "there is no motivation to get you to make a decision like having no other choice'. Argentina a few years ago, when they adopted the currency board, I think had no other choice. Their objective then was to gain credibility for their money supply and that was about the only way they could do it and do it quickly. When you have a legacy of hyperinflation that you have to overcome in a hurry, then currency boards or dollarization then becomes one of the very narrow ranges of choice that you have.

And this leads me to my next question of if Argentina would dollarize now or next year or the year following. Is the sequence in which you go through, the various changes that you have to go through; is it really all that important? As Mike pointed out, there are a lot of issues that is contained with dollarization, but if you are going to have dollarization and if you expect it to work, again, it is not going to be a panacea, it is going to be part of a broader solution. There are other structural forms that have to be in place with it, you have to have enforceable property rights, general accepted accounting principles, the goal here of course is a stable currency, and then you must have a government which is able to develop a reputation for behaving in responsible manner. A

disciplined fiscal policy or a fiscal regime enables discipline monetary environment in order to get there.

Now, the real question is can you have dollarization first and then build all those other things later or you have to have them first? My own feeling is that it just does not matter. Any step you make that is a step in the right direction that enhances the credibility of your regime is a good place to start and start there and bring the other things along with it. If they come later, which is the opposite of what they did in Europe with the Euro, so be it as long as they come along later. But if those other things come along first and you wait fifty years to have a common currency, that would also be steps in the right direction, but I do not think we should try to get our sequencing just perfect, we ought to do the things that can be done and just get them done.

Which leads me to my ultimate conclusion is that trying to get the sequencing right is kind of distorting things because it is allowing the goal of perfection to be the enemy in something that is good. Would I rather have perfection than good? Yes, but I am never going to get there. One thing I learnt when I first studying economics is that there is no such thing as a free lunch. When I stop and think about dollarization or currency boards, currency board is a dollarization like, dollarization is a currency board plus, I think that the cause involved in doing it, once you work through what I would call things of second order of importance, like seigniorage, this is as close to a free lunch, that one is going to have, given all the trade-offs involved. Would dollarization repeat international volatility? No. Will dollarization repeal the business cycle? No. Will dollarization bring about permanent prosperity? No. Will dollarization solve the difficulty of getting the country's citizens to pay taxes? No. These are other important things that have to be dealt with. But at the extent of having a credible currency it is a necessary condition for sustainable economic growth and higher standards of living and I think dollarization is a step in the right direction and one that ought to be considered carefully and considered soon.

ERNESTO TALVI

Buenas tardes, es un placer estar aquí con mis amigos de la Argentina, tratando de pensar en estos temas de las crisis desde el lugar de los hechos y sin necesidad de efectos especiales.

Voy a presentar algunas perspectivas sobre el tema dolarización, deflación y devaluación, que surgen de un trabajo reciente que hicimos en el BID y para ello me gustaría empezar por leer una simple frase que surge de un paper de Guillermo Calvo, que dice que aunque los críticos de la dolarización no han levantado el fantasma de la deflación, creo que ésta es probablemente la mayor amenaza para una economía que opte por la dolarización". Me parece interesante que enfoquemos un poco la atención en este problema de los ajustes deflacionarios porque en realidad esto va al corazón mismo de lo que implica resignar la política monetaria, yo creo que hay una evidencia ya a esta altura casi masiva de que como instrumento de manejo de la demanda agregada, la política monetaria ha sido poco efectiva y quizás hasta perniciosa en los países emergentes. Pero aún así, aunque uno crea eso a pie juntillas, uno está resignando, cuando resigna la moneda nacional, la capacidad de imprimir dinero y eso implica resignar una función mucho más básica que manejar o gestionar la demanda agregada que es la capacidad de determinar el nivel de precios y, por ende, la capacidad eventualmente de combatir ajustes deflacionarios severos.

Por ende, lo primero que quisiera hacer es que nos pongamos de acuerdo en qué es un ajuste deflacionario por oposición a lo que sería un ajuste devaluatorio, que es la alternativa que ofrezco en esta perspectiva para analizar lo que sería tener capacidad de manejar la política monetaria. Supongamos que por algunos de los motivos que se han mencionado, por un shock a los términos de intercambio, o quizás el más grande de la historia reciente o por un repliegue dramático en los flujos de capital hacia la región, hay necesidad de que el país deprecie su tipo real de cambio de equilibrio. Por ende, aunque uno crea que eso es en parte responsable por lo que a uno le pasa internamente, el proceso de ajuste interno y la manera como este se va a materializar es también importante para determinar probablemente el grado de profundidad y el grado de duración que va a tener ese proceso. Entonces, si esto lo definimos como el tipo real de cambio, q , como el cociente entre el precio de los bienes transables en relación a los no transables, una depreciación real implica una suba en q , o sea que el tipo real de cambio tiene que depreciarse, el q tiene que subir. Ahora, q puede subir de dos maneras. Esto es algo que a veces nos olvidamos, que eliminar la moneda nacional no implica eliminar los precios relativos. El precio relativo o el tipo real de cambio puede subir sea porque suba el tipo de cambio nominal aquí representado por e , a igualdad de otras condiciones, o sea que los precios externos en dólares queden constantes y los precios domésticos queden constantes, sea que los 'precios domésticos bajen y el tipo de cambio nominal quede constante. Al primero de los ajustes, cuando el tipo real de cambio se deprecia por la vía de un cambio en el tipo nominal y los precios domésticos quedan constantes, le llamamos un ajuste devaluatorio. Cuando el tipo nominal queda constante y el ajuste viene por la caída de los precios y costos domésticos, le estamos llamando un ajuste deflacionario.

Y un ejemplo reciente es la Argentina, después de la crisis ruso-brasileña, lo que vemos es una fuerte desaceleración de la tasa de inflación que, a partir de febrero del 99 y en períodos de 12 meses, entramos en una fase de inflación negativa. Algo similar está pasando en Uruguay, que tiene un ajuste deflacionario severo aún cuando Uruguay no tiene un compromiso cambiario de la firmeza que tiene Argentina, porque tiene una

banda cambiaria de una amplitud de 3-3,5% que podría en principio usar para dejar de depreciar el tipo de cambio, cosa que no está haciendo. Y esta deflación interna de precios está viniendo acompañada por una recesión que, para mi sorpresa cuando armé esta gráfica, es todavía, si se agregan los dos últimos meses, menos severa en términos de profundidad que la del Tequila, esto no quiere decir que no pueda serlo, pero en principio la visión tradicional de estos ajustes deflacionarios es decir lo siguiente: si los precios de los bienes no transables son inflexibles a la baja, o sea si para que los costos internos en dólares bajen hay que pasar por una recesión muy prolongada y profunda, sería mucho mejor hacer este ajuste de manera rápida, a través de un cambio en el tipo nominal de cambio.

Y de hecho eso está detrás de lo que yo voy a llamar la “falsa oposición” a la que se nos incita a pensar. Si Argentina no tuviera este corsé tan fuerte de un dólar - un peso, este ajuste deflacionario podría evitarse y por ende la recesión podría ser mucho menos severa y mucho menos profunda de lo que sería en otras circunstancias. Y esa es la oposición, un ajuste menos doloroso frente a un ajuste deflacionario más doloroso, y cuando uno se lo pone a pensar en esos términos, dice “por qué este aferramiento dogmático a este tipo de sistemas que nos llevan a ajustes más dolorosos de lo que sería necesario?”, tanto en países que tienen mucho que perder por eliminar compromisos muy firmes como en países, como Uruguay, donde en principio no tienen tanto para perder porque el compromiso no es tan firme.

Entonces, yo lo que quiero es introducir otra dimensión del problema que me parece muy interesante y es por qué a un gobierno podría querer eventualmente usar o dejar de usar un ajuste devaluatorio, no por consideraciones de mercado laboral, sino por consideraciones de tipo financiero. Y en este sentido me parece interesante pasar por dos o tres ejemplos. Imaginen una empresa que vende bienes no transables y que el valor presente descontado de los flujos de ingresos futuros implica que el valor de sus activos es igual a 100 medido en dólares y que la empresa está financiada íntegramente por capital. Supongamos ahora que tenemos un shock a los términos de intercambio o un repliegue de los flujos de capital que lo obliga a que en equilibrio el tipo real de cambio se tiene que depreciar, lo que quiere decir que el precio de los bienes no transables tiene que caer. Y supongamos que tiene que caer a la mitad. Hay dos maneras de hacer el ajuste. La primera es decir, devaluamos la moneda un 100%, eso implica que el precio de los transables va a subir y el precio de los no transables va a quedar constante, el precio relativo va a caer a la mitad, por ende el valor de los activos va a caer a la mitad y en esta economía, que está íntegramente financiada por capital, el capital también cae a la mitad. Y aquí termina el ejercicio. Ahora, si el ajuste fuera deflacionario o sea que hubieran bajado el precio de los no transables, el ejercicio es idéntico, no hay nada que cambie en esta economía. En una economía donde la estructura financiera es tal que los activos se financian con capital, el Banco Central mirando este problema estaría totalmente indiferente ante un ajuste de precios relativos que venga vía devaluación o vía deflación.

Ahora vayamos a un ejemplo en el que cambia la estructura financiera de la empresa y en lugar de financiar estos activos, que les recuerdo el valor presente descontado del precio de los bienes no transables, 50 están financiados con pasivos en moneda doméstica y 50 con capital. Veamos qué pasa si ante un shock optamos por el ajuste devaluatorio que, como reduce el precio relativo de los no transables a la mitad, reduce el valor de los activos igual que en el ejemplo anterior. Pero, como la deuda está en moneda doméstica y ahora el dólar sube digamos de 1 a 2, también diluye el valor en dólares de las deudas en pesos. Y por ende el capital lo reduce a la mitad de lo que es en la situación inicial. O sea que el ajuste devaluatorio reproduce la misma solución que

tenemos en la economía donde todo está financiado por capital. Al devaluar, estamos en cierto sentido transformando lo que inicialmente era un crédito nominal en equity, en acciones, y por eso es que producimos este efecto. Sin embargo, si en lugar de optar por un ajuste de precios relativos vía devaluación, optáramos por la vía de la deflación y dejáramos el tipo de cambio constante, los activos caerían a la mitad, pero como el tipo de cambio no cambia y las deudas están en moneda doméstica medidas en dólares, las deudas quedan en la misma magnitud y entonces un ajuste deflacionario que pone los precios relativos en el mismo lugar que los pondría un ajuste aleatorio, quiebra financieramente a la empresa. Ergo, si uno mira esto, el Banco Central podría decir “si yo este ajuste de precios relativos de equilibrio que tengo que procesar lo hago por la vía de la devaluación, impido que las empresas entren en apremios financieros, en quiebras generalizadas y en el caso que opte por un ajuste deflacionario, me pasa justamente eso”. Quiere decir que si la estructura de pasivos está en moneda nacional, hay un sesgo pro-devaluacionista para ajustar precios relativos porque estamos presuponiendo que si el ajuste deflacionario lleva a las empresas a la bancarrota, ese proceso es costoso y el Banco Central va a querer evitarlo. Y quizás por esto dice “yo no estoy dispuesto a prestar en una moneda en la que eventualmente cuando llegue el momento el Banco Central va a decidir licuarme, entonces puede ser que los pasivos en lugar de ser en pesos sean en dólares. Entonces el ajuste devaluatorio quiebra instantáneamente a las empresas porque los activos bajan a la mitad pero los pasivos, como son en dólares, no cambian su valuación por la devaluación.

Entonces, en principio uno concluiría que la dolarización de los pasivos le quita este sesgo pro-devaluacionista para procesar ajustes deflacionarios al Banco Central. Y es ahora entonces que para terminar quiero reinsertar el tema de los precios rígidos y ver cómo a la luz de este análisis cambia completamente la óptica. Supongamos ahora que efectivamente hay ciertas rigideces de precios y que ante un determinado shock que requiere un ajuste de precios relativos, el ajuste devaluatorio implica un ajuste instantáneo de esos precios mientras que el ajuste deflacionario implica un ajuste lento de esos precios. ¿Qué quiere decir en estos términos? Que el ajuste devaluatorio implica efectos rápidos y repentinos sobre los balances de las empresas y un ajuste deflacionario implica que estos efectos pueden ir incorporándose en los balances pero con tiempo, lo que puede darle espacio a la renegociación ordenada de estos contratos. O sea que acreedores y deudores se sienten bilateralmente a renegociar contratos que en las condiciones originales probablemente no van a poder pagarse. Y si yo veo lo que está pasando y me cuentan los banqueros en Uruguay es exactamente eso lo que está pasando después de este shock, se están sentando con cada uno de sus clientes tratando de repactar las condiciones en las cuales los créditos se van a pagar en un proceso aparentemente ordenado. Lo que una devaluación haría en este contexto es provocar un efecto tan virulento y rápido sobre los balances de las empresas y crear un estado de incertidumbre tal, porque después de la devaluación ya no se sabe con esta estructura de pasivos en qué situación de solvencia ha quedado no solamente la empresa afectada sino aquellas que están vinculadas con ellas que todo este proceso de renegociación prolija y ordenada podría colapsar y eventualmente hacer que el ajuste fuera aún más contractivo de lo que se pretende evitar con la devaluación. Entonces, para concluir, en estas perspectivas las rigideces de precios son una ventaja, no una desventaja, porque le dan tiempo al sistema financiero a acreedores y deudores para reacomodar la situación a las nuevas circunstancias. Creo que desde la perspectiva argentina y de la uruguaya, que son economías donde los pasivos están aptísimamente dolarizados, en cierto sentido es una falsa oposición decir que nuestra verdadera opción es tener un ajuste deflacionario, severo para que los precios y costos en dólares se compriman internamente a costa de

tener una recesión mucho más prolongada y profunda de lo que sería necesario. Y que si optáramos por un ajuste devaluatorio, pondríamos a los precios relativos rápidamente allí donde tienen que estar y nos evitaríamos pasar por ese proceso traumático. Creo que la verdadera opción cuando uno incorpora esta dimensión financiera no es entre más vale ser rico y sano que pobre y enfermo, es entre algo malo y algo peor. O pasamos por un ajuste deflacionario, severo sí, pero financieramente ordenado, que eventualmente nos deje bien posicionados para que cuando la tormenta pase, local e internacional, podamos despegar con fuerza, o un ajuste devaluatorio potencialmente caótico desde el punto de vista financiero y muy probablemente mucho más contractivo que el ajuste deflacionario que estamos procesando actualmente.

GUILLERMO PERRY

Un comentario sobre lo que acaba de presentar Ernesto y Ricardo. Ernesto tiene toda la razón y por eso yo decía que las economías altamente dolarizadas el balance claramente va hacia tipo de cambio fijo y superfijo, no hay la menor duda de eso. Dos comentarios a Ricardo. El primero: Ricardo, me parece que uno no puede exagerar las cosas, llegar a decir que si un país da una garantía de tipo de cambio fijo eso no va a tener ningún efecto sobre los descalces cambiarios de los agentes económicos es una barbaridad. Obviamente si un país tiene una tasa de cambio fijo por mucho tiempo y da una garantía implícita o explícita sobre eso como lo veíamos en el seminario, la gente se va a endeudar mucho más en moneda extranjera porque es más barato y porque el riesgo cambiario que está involucrada en la mayor tasa en pesos se lo están garantizando que no lo va a cubrir. Entonces va a tener mucho más riesgo en moneda extranjera. Y en teoría sería increíble que un incentivo de esos no operara de alguna manera, entonces no es porque vaya a haber menos exposición cambiaria que un sistema flotante puede ayudar en ese sentido, pero finalmente es una cosa empírica, pero realmente sería sorprendente que lo que Ricardo sugiere fuera cierto.

Lo segundo es que yo sería mucho más cuidadoso también en afirmar tan olímpicamente que el ajuste en Argentina ha sido mucho menos deflacionario que en México o que en Perú. Creo que de nuevo eso es materia empírica, podemos mirar qué es lo que ha pasado durante este período y obviamente habría que relacionarlo con el tamaño de los choques relativos que los distintos países tuvieron. Pero en términos generales creo que no es bueno vender exageradamente los argumentos. Yo recuerdo un debate hace muchos años entre Samuelson y Friedman donde Samuelson le dijo al final a Friedman que lo impresionaban sus argumentos, pero lo impresionaba más la fuerza de sus convicciones. Y uno de los pecados que hemos cometido las entidades multilaterales en el pasado es vender ilusiones, es decir que hay unos cambios, abrir la economía y eso basta, ya después de eso dos o tres cosas y el desarrollo viene. Entonces tenemos que tener cuidado de tampoco sobrevender eventuales bondades de un régimen. Yo estoy convencido de que a largo plazo tener monedas fuertes obviamente es mejor que tener monedas débiles. Si la mejor manera de tener una moneda fuerte son acuerdos monetarios con los EE.UU., por supuesto que eso será conveniente para la mayoría de nosotros. Vamos a ver cuánto tiempo toma ese tipo de solución.

RICARDO HAUSMANN

En primer lugar, sobre el punto de si el hecho de que un gobierno dé garantía el tipo de cambio no llevaría a que hayan más posiciones *unhedged*. En primer lugar, cuando un gobierno da garantía del tipo de cambio, entonces disminuye los riesgos de una posición *unhedged*, pero también disminuye el precio de cubrirse. Entonces por eso es que uno encuentra que un país que da garantías como Argentina o Hong Kong, hay un mercado a futuro para cubrirse del riesgo argentino y del riesgo de Hong Kong. O sea que aquí están cambiando dos cosas al mismo tiempo, está cambiando el incentivo para cubrirse y el costo del seguro para cubrirse. Y uno lo que encuentra en teorías de seguro es que a medida que uno aumenta los riesgos, el costo del seguro aumenta más que proporcionalmente porque uno a mayor riesgo deja una proporción más descalzada, o sea la flotación podría llevar a más *hedging*, pero a una proporción más grande de los riesgos descalzados. Y este es un punto que lo hace Joe Stiglitz en un paper reciente. Con respecto a si una economía que flota llevaría a menos endeudamiento en dólares, si fuera ese el caso, ese sería un gran drama porque ese es el caso de Bolivia y Perú. Son dos economías altamente dolarizadas, el 70-80% de los depósitos están en dólares, entonces si eso lo que quiere decir es que entonces todo el mundo en esa economía necesita endeudarse menos, eso tiene costos de desarrollo gigantescos y entonces la pregunta es, bueno si los costos de desarrollo gigantesco que genera el hecho de que uno genera un desestímulo explícito a la intermediación financiera, si estos costos valen la pena. Yo creo que cuando digo que el problema no es el régimen cambiario, el problema es el pecado original y que de ahí viene la naturaleza de nuestro ajuste deflacionario, lo digo en el mismo sentido que lo dijo Michael Gabin, pero quisiera hacer la conexión. América Latina recibió un shock transitorio a los términos de intercambio. Lo que uno esperaría ver cuando una economía recibe un shock transitorio a los términos de intercambio es que aumenta su déficit en cuenta corriente, porque como le cayeron las exportaciones, le aumenta el déficit en cuenta corriente y se financian. Y si uno va a Australia, Australia recibió un shock a los términos de intercambio, más o menos de la misma magnitud que los que recibieron varios de los países de América Latina. Ellos bajaron las tasas de interés, dejaron que la moneda se depreciara y puede generar un boom de crédito en el mercado de crédito de consumo hipotecario y demás con la bajada de las tasas y la economía siguió creciendo y el déficit en cuenta corriente pasó de 4 puntos del PBI a 7 y viva Australia.

¿Qué ha pasado en América Latina? Los países recibieron un shock a sus términos de intercambio, en una forma de integrarse financieramente al resto del mundo tal, que la caída de las exportaciones tuvo que ser acompañada de una caída aún más brutal de las importaciones de una gran contracción del déficit en cuenta corriente y una disminución del acceso de los movimientos de capital. Entonces, eso es lo que hace el ajuste tan contractivo en América Latina. Es su precaria integración internacional la que hace el ajuste contractivo. Por eso lo que vamos a encontrar no es que el ajuste en Colombia fue más o menos contractivo que en Argentina. No. Lo que vamos a encontrar es que en Colombia, en Chile, en Perú, en Argentina, todos recibieron un shock a sus términos de intercambio y lo tuvieron que absorber con una disminución de su déficit en cuenta corriente, una disminución de su acceso al capital y ahí está la razón por la cual el crecimiento del producto en América Latina es tan volátil. Por eso yo creo que tenemos que pensar seriamente en cómo es que nos vamos a articular al resto del mundo en esta economía globalizada. Yo no creo, como lo dijeron otros, que esta sea una panacea,

pero sí me parece que es un tema que requiere una discusión mucho más seria en el sentido de que toca los temas de soberanía, de identidad nacional que van con una moneda propia y tenemos que entender mucho mejor por qué los países de Italia, España, Portugal, Irlanda, etc. han decidido que les parece una maravilla intercambiar una moneda soberana por una moneda común. Y ahí creo que hay muchos empleos que están en juicio y es una decisión que podemos tomar el tiempo que nos tomemos en discutirla, pero en el ínterin hay una cantidad de gente que anda sufriendo, entonces démonos tiempo para analizarlo, pero sepamos que hay otra gente ahí afuera esperando.

3: Economic Policy

Rules and Discretion in Democratic Emerging Countries

Chair:

Aquiles Almansi, Director BCRA

Special Presentation:

Prof. Alan Drazen, University of Maryland

ALAN DRAZEN

First I want to thank both the Central Bank and the Di Tella University for inviting me and giving me the opportunity to think about a number of issues which have been on my mind. The title is different in part because of thinking about these issues. Now when I look at the original title of Rules and Discretion in Emerging Democracies, I could paraphrase Bill Clinton and say “Well, it all depends what you mean by and”, and I think here what you mean by and is rules versus discretion, and the reason why I changed the topic is I do not think the interest in conflict especially applied to monetary policies is rules versus discretion, because I think we all realize the crucial importance of constraining too much discretion in monetary policy. So I am going to argue that the tension is somewhere else. I will talk in the end about emerging democracies.

The conflict or the tension that I want to talk about is what the paper argues about the fundamental conflict in the Central Bank independence in democracy, and this is the conflict between making policy responsive to the popular will, which is fundamental to democracy and insulating policy from the popular will, which is seen as essential some degree of insulation to the monetary policy. That is the conflict I want to talk about and let me give you a guideline in these five points of what I am going to talk about. First I want to argue that this is a general problem in a democracy, it is not only monetary policy, it is in other policies as well as in fiscal policy. Number two: I am going to argue that because this tension between insulation from the popular will and responsiveness to the popular will, because it is inherited in democracy, democracy found institutions to address the problem. Point number three, I want to argue that even though it is in many sorts of policies there is something special about monetary policy, and I want to investigate what that is, and I am going to argue that is the ability to agree on a long run policy due to the nature of the conflict of interest. The fourth point I am going to argue maybe a little new, at least to economists, is I am going to talk about constitutionalism and I am going to explain in detail that constitutionalism is a key concept in understanding the relationship between Central Bank independence, or other monetary arrangements that constrain government and democracy, and then number five is about dollarization and I am going to argue in contrast to what some people has argued that dollarization is really fully consistent with democracy, once one understands constitutionalism. Some people have argued that dollarization removes control of policy from the domestic government, there is no responsiveness to domestic pressure, it is very undemocratic. I want to argue that that is not the case. I am going to talk about the politics of this issue. I am not going to talk about the economics of dollarization, which I think it was well covered by the last panel.

Let’s talk about the first point, namely the generality of the question. As I said, many policies are subject to this conflict between responsiveness and insulation and moreover in modern democracies, most, if not all policies are chosen by institutions with some degree of independence, that is some degree of insulation from popular pressures. It is not simply monetary policy.

Now in talking about what we mean by insulation independence I want to talk about a number of points. First of all, I think one has to distinguish when independence in choosing the broad outlines of policy and independence in more operational decisions about how to implement these objectives or these goals. The first is called “goal independence”, meaning the Central Bank sets its own goals and it is generally argued that the Central Bank should not be independent in that way. This means that once the

society has decided on certain general goals, the Central Bank has the control over these instruments, the freedom to use them and the freedom not to be easily reversed. Some people argue that we really want to give the Central Bank *goal independence*, but I think that things like independence central banking and conservative central banking is really a form of instrument independence.

The other thing I want to point out more about democracies and central banks, is that one should not equate democratic control with “unfiltered expressions” of popular will; representing the democracy and delegation of norm in modern democracies we do not have a direct democracy. Hence, the question when we say we want democratic control that does not automatically say that sort of democratic control.

We can now talk about the issue of what it is that makes monetary policy different. Because I think there does seem to be a difference in the independence of institutions from monetary policy and the institutions, let's say, for fiscal policy making, we talk about an independent monetary authority, insulated from popular pressures. We do not similarly talk about independent fiscal authority, so I think the first question before we can talk about dollarization is to get some idea of why that is the case. More exactly I want to talk about two issues: 1) what is the case for the independence monetary authority, that I think most people in this room know and 2) to look at the question of how does the case of independent monetary authority differ from the case of independence fiscal authority.

I could do no better than to bring a quote from a recent book by Allan Blinder, which summarizes experiences as vice-chairman of the FED. The point he made is that politicians in democratic and non democratic countries are not known for either patience or long time horizons nor is the mass media or the public. Moreover, these groups do not have an understanding of the long legs of monetary policy. So his argument is that for the politicians that make monetary policy on a day to day basis, the temptation to reach for short term gains at the expense of the future (that is to inflate too much today and the cost coming later) would be very high to resist. Knowing this temptation, what governments do is depoliticize monetary policy, in this case by putting it in the hands of technocrats and insulation from the hurly-burly of politics, from all the day to day political pressures. That, I think, summarizes the case, but let me rephrase it in the next slide. Another way to put what Blinder is saying is that monetary policy is like an investment. But is an investment with two specific characteristics. First, it is an investment whose gestation period, whose time to fruition is longer than politicians time horizons and number two, it is an investment whose technology is not well understood by politicians of the public. Those two things put together means it is an especially subject to abuse. And I would argue that the case that Blinder is making for an independent monetary authority is in my terminology an empirical case, empirical in the sense we have seen that monetary policy works better, that we get better outcomes when monetary policies are put in the hands of an independent authority. The problem comes up when we say “Well, is it only monetary policy?” and I think the response that you would make is “many other types of policy are investments that have the same characteristics”. Think for a moment about this in the paper which many of you have gotten copies of. If you think about transfer policy, Blinder's quote could easily apply to transfer policy. The effects of transfers, some of the negative effects happen in time horizons longer than politicians, and the technology is easily subject to abuse. So, having made the case where independent monetary authority, we can then ask how this does differ from the case of an independent fiscal authority. What exactly is different between monetary policy and fiscal policy or to put it more exactly between monetary policy and certain types of fiscal policy? Let me give three answers to which I

reject. Argument number 1, which one sometimes hear is that monetary policy and fiscal policy are not different, we should have an independent fiscal authority as well. If you think about it in this country, in any country, there would not be support for an independent fiscal authority with the same degree of independence as the currency board. There really are differences between the monetary policy and some other types of economic policies. So, point number one is that they are not the same.

What, then, is the difference? Well, the second argument which I think is correct, but incomplete is that technology of monetary policy makes it especially subject to abuse, because it is so easy to expand the money supply to get the short run gains and the cost only comes later. Because it is so easy to abuse, it is more necessary to insulate monetary policy than fiscal policy from popular pressures. So far, all of that is correct; we say there is this incentive to abuse monetary policy. Does it simply come from the technology? Well, the problem is that technology is partially politically determined. The ease of expanding the money supply represents in part the politically determined institutional structure for making policy changes. We could design transfer policies, some sort of fiscal policy, so it would be easy to change fiscal policy as it is to change monetary policy, with the same temptation of short run gains. So it is true that the technology of monetary policy makes it an especially subject to abuse, but that technology is partially politically determined.

The difference really lies elsewhere. What I want to argue is not simply the temptation to inflate in the short run, but is this temptation combined with the ability of different interest groups to agree on what monetary policy that is not short sighted would look like. And I am going to explain this by giving a number of examples. It is the second aspect, is the ease of agreeing, of concurring, on this interested monetary policy that is special? If policy makers were able to show the constraints themselves, to choose monetary policy for the common good, I think there would be agreement on certain basic aspects. On the problem of inflationary bias: if we agree to constrain ourselves on what to do in the medium and long run, policy aimed at zero inflation with no attempt to manipulate real variables, and there would be an agreement on how to implement this policy. Because of this characteristic on the ability to agree on what a long run policy would look like, societies are willing to turn monetary policy over to an independent authority. But they are less willing to turn over to certain aspects of fiscal policy because of the impossibility of agreeing on these long term goals. And let me explain why there is this impossibility by giving a point of contrast. Consider setting the structure of tax rates or the distribution of transfer payments. Suppose that it could choose to constrain itself to long run tax and transfer policy, ask yourself the following question: Would there be agreement on the structure of taxes or transfer similar to the agreement on long run monetary policy? The answer is simple, it is definitely not. Why? Because tax and transfer policy has even long run study state policy as distributional implications, which would make it impossible to agree. That is to say there is a clear conflict of interests between who bears the burden of taxation and who gets the transfer payments that makes it impossible to agree on what good long run transfer policy is.

This is what it makes tax transfer policy different than monetary policy and it is crucial in understanding this if one wants to understand the political status of the independent monetary authorities. If we cannot agree on who is going to get the transfer payments in the long run, because it is a clear distributional issue, we are not going to turn this over to an independent authority.

I can summarize this saying that the conflict of interest in fiscal policy or at least in tax transfer policy is both a cross time conflict; there is an investment aspect in monetary

policy, but also a cross space conflict, across groups of very divergent interests, even in long run equilibrium. Whereas I would argue that the principle conflict of interest in monetary policy is across time, being far more agreement on optimal policy in a long run equilibrium. Incidentally, someone asked me before if I was going to talk about the credibility of monetary policy. Let me just point out that in a sense without using the word, this discussion is about the credibility of policy; the credibility of anti-inflationary policy in the face of political pressures.

I think I can better explain this notion of conflict of interests by saying when would monetary policy have a more distributional aspect. There are cases where monetary policy has a distributional aspect, but there are central banks that steer clear of those distributional aspects. In the US, for example, the Central Bank has chosen specifically does not want to have certain powers, let's say in more micro setting interest rates, because it knows that those powers will lead it into the territory of distributional conflict, and once the central bank enters into the area of distributional conflict, it runs a great danger of losing its independence. To give another example of the same phenomena, specially with elections coming up here, one phenomenon that has been noticed in the US business cycle, there is a political business cycle, but the political business cycle is much more subtle than many arguments have it, that the FED is independent in the US, the President does not control monetary policy, but during an election year, the FED tries to lay low, to not affect interest rates, so it is not seen as taking sides. Why? Because if the Central Bank is seen as taking sides, is seen as entering a distributional issue it would run the danger of losing its independence. In contrast, if you think of central banks, and you could think of specific examples here in Latin America, central banks that had intervened in micro issues, they have run into difficulties of how much independence they have.

I will give you another counterexample. I talked about transfer policy, one that has distributional conflict and hence we do not give over to an independent authority. One fiscal policy that is very much like monetary policy is the question of fiscal deficits in unbalanced government budgets. And here I think the analogy to monetary policy is quite exact, there are several dimensions, there is a temptation to increase government spending and finance it by a debt. The short run benefits are high, the current cost is low. The strong intertemporal aspects of this decision and the intertemporal aspects of the cost of this spending only come much later. Society realizes that there are short run gains and long run costs, hence there is more of an agreement to forego the short run temptation, more of an agreement to say let's constrain fiscal policy ex ante so that we do not run continual deficits. That is what budget restrictions are all about. One thinks about the discussion here about the fiscal convertibility law. That is, in a sense, an independent fiscal authority, more exactly an ex ante constraint on the fiscal authority, because we all agree on what the cost would be if we allow fiscal policy to be subject to this temptation. So here is a case with unbalanced budgets where the intertemporal dimension is especially strong, and that is why we are willing to constrain fiscal policy. Having observed the cost of politicizing these policies, monetary policy, and deficit policy, what we want to do is to remove this from everyday political pressures. We do not want decisions subject to daily legislators struggle about what the money growth rate will be and the political pressures that turning this over today politics would employ. The reason I want to stress this point is that it brings me to my next point, which is quite important, that it means that the correct framework for understanding this is what one call constitutionalism, a key aspect of which is removing decisions from everyday political pressures.

So let me talk a bit about what we mean by constitutionalism and its application on monetary policy. Constitutional laws have four main characteristics: 1) they restrict the government use of authority, that is obvious in the case of restricting monetary policy; 2) they set out the basic process of policy-making; 3) they treat issues that are more fundamental than others, which seems to have little to do with monetary policy, but I will say in the end it has a lot to do with dollarization and 4) they have more stringent amendment procedures. All four of these things are important, but especially number 4, which will help us to understand central bank independence and ultimately, dollarization. Constitutionalism does not necessarily mean laws written in a document called The Constitution.

Stringent amendment procedures induce the expectation that law will not be changed whenever circumstances make it very tempting. A literal application of this idea means that we set up a legal framework, that laws cannot be reversed by ordinary legislative process or electoral procedures. They need a more complicated procedure. More generally, constitutionalism stringing member procedures refers to mechanisms the society chooses to make it difficult to undo decisions or mechanisms the society chooses to insulate decisions or decision-making bodies from this temptation, this short run temptation to change decisions. The society decides from moving issues from the public debate, making clear ex ante that certain policies are not options.

Once you can decide on a policy in a constitution, such as term limits, you do not need revision of that and then we can apply stringent amendment procedures very literally. Sometimes we can decide on a policy once and for all, as in monetary policy, so what we do is remove the decision making procedure from political pressures and this gets to the second constitutional characteristic: how policy is to be made.

Once we understand that this tension between responsiveness in insulation is inherent in democracy, that democracy finds ways to address this tension and that constitutionalism, making it constitutional is a key way that we do it when we see that central bank independence is in no way inconsistent with democratic principles. The nature of monetary policy is a decision to remove it from short sighted political pressures in exactly the way that we constitutionalize other decisions as well. Having made the decision to constitutionalize monetary policy and insulate it, the question simply becomes what is the best way to do that. Given that, let me finish up the discussion with the topic that was the subject of the last panel, dollarization. As I said before, I am going to talk more about the political aspect of dollarization, not only because the last panel said so well the economic arguments, but simply because that is more the question. Which is the conflict, if there is any, between dollarization and democracy? Dollarization or a currency board are simply strong forms of commitment to price stability of fixed exchange rates and it is a specially strong form of commitment as specially stringent amendment procedures. They are clear examples of constitutionalism. They are not inconsistent with democracy; they are what democracy is all about. If we make the decision to dollarize in a democratic way, then that decision to move day to day policy from political pressures from these temptations is fully consistent. The argument that removing policy from domestic control or from domestic sovereignty, meaning the formal ability of a country to choose policy on its own rather than under the instruction or based on what another country is doing, the argument that is undemocratic just misses the whole point. Both in terms of the tensions that are inherent in democracy and in terms of the solutions we find to these tensions, solutions such as constitutionalism. And, in that sense, I am not going to talk about the economic basis, but the political basis.

Let me talk about finally two other issues. Having talked about the conceptual basis for

dollarization, let's talk about a more practical issue, should a dollarization law formally be put into the Constitution? I have talked about before the fact that constitutional laws need not be in a written document called The Constitution, but let's address that issue now. What is the benefit of putting something in a Constitution per se? If I take stringent amendment procedures in the very literal sense, it means that laws that are in Constitution are more difficult to undo. If the currency board law is not part of the Constitution, it means that it is going to be easier to undo that if it were part of the Constitution, simply by the nature of that decision. And it is very important to induce the expectation of a law that will not be undone; one can do this very formally. A more subtle argument is that constitutional laws treat issues that are more fundamental than others. We think of freedom of speech, freedom of religion, and so forth, these issues that are naturally in the Constitution. Where does that live dollarization? There is nothing fundamental about fixed exchange rates or about the dollar as fundamental as free speech. So, this last characteristic seems out of place, and I want to argue that there is a connection. Let me talk about issues such as freedom of speech more generally. When a law is seen as treating a fundamental issue, this perception strengthens the expectation that the law will not quickly be changed. If as a society have decided that freedom of speech is a fundamental issue, that perception in itself means that the law has certain permanence. So, there is a close connection between the view that the law is fundamental and the view that is permanent. In freedom of speech, the law is regulating a basic right. This, by definition means that we expect the law to be permanent. Some laws, by their very nature appear to be permanent. Other laws are not so obviously fundamental and here is where the bottom line comes.

There are a number of aspects in the US Constitution that do not seem fundamental laws. There is a clause in the Constitution that States cannot issue paper money. There are other things that maybe we now look at as fundamental, but certainly when the Constitution was written there were not seen as fundamental rights. By putting them in the bill of rights, the fathers of the Constitution sent the message that these really are fundamental rights and in that sense, things that do not seem fundamental can be given much more permanence by writing them in the document. I am not making the argument that one should or should not but I am making the argument of what you would get out of doing that.

The argument is made in democracies that insulation in some part of policy making from popular pressure is a problem if you are trying to build up democracy. It is a problem because if you make policy unresponsive to the public will, that in itself weakens the commitment to democracy. If you are in an emerging democracy, you say "we are going to have an independent central bank; we will have a currency board". Some other view that weakens to democracy in an emerging democracy and it is used as an argument against it in itself. I want to argue that that is incorrect and I think there are three problems with this argument. Problem number 1 is what we saw before, what I have argued the whole time is that insulation policy is not only consistent with democracy, but it is an essential part of the democratic process. Point number 2, that has to do especially with emerging democracies, is that if we look at well established democracies, independent policy authorities that are not easily corruptible as the political side, independent policy characterize democracies, so the creation of such bodies rather than undermine the democratic process, the creation of independent policy authorities should help cement the democratic process. This probably applies much more to the creation of an independent central bank and making sure that is very independent than the dollarization. But then we can get to the third issue, the argument

that there is something in an emerging democracy extreme independence the central bank is inconsistent with democracy. I think the focus is just misplaced. Because if you look at democracies that are emerging there are many more problematic institutions, much more problematic than the central bank, political parties, fair elections, bureaucracy, corruptibility, etc. These are much more important institutions that need to be cemented in democracy. Singling out the central bank just makes little sense when one realizes what the other institutions are. In fact what I would argue is that singling out the central bank and saying it is inconsistent in an emerging democracy is a form of demagoguery always meant to earn easy political points or appeal to popular sentiments or to divert a tension from more important issues. If, for example, the most important issue is the independence and the democratic nature of the bureaucracy and the undemocratic elements, let's say in the bureaucracy do not want to be democratized, it is very easy for them to say: "No, the real issue is the central bank," not because it is because diverts attention. So what I would argue is the bottom-line even in emerging democracies, there is no conflict whatsoever between the principles of democracy and the principles of independence.

Let me finish off by a point that I made at the very beginning. I have heard the argument that emerging democracies should have central bank independence, should have highly accountable central banks, and should have a whole list of things without any thought that there is any contradiction. I think accountability is very important but one of the point of this talk is that at least on the very basic level, one has to think about the issues that accountability is not automatically consistent with independence, because the central bank is too accountable I cannot be independent, and the whole point of this talk is to put things in better perspective in terms of how one can think about the tension between responsiveness versus independence and insulation. Thank you.

P: I have one question and one point. The question is on page 3, where you define your objectives as being one of defending instrument independence of the central bank, not policy independence. But much what you went on to say seem much more like the goals of monetary policy that should be set in the penalty of the political system. I would just remind you and others that, after all, Argentine now is on a dollar standard, where the dollar was on the goal standard in the 1930's and America has returned to the goal standard of the 1930s, but nevertheless it turned out to be sensible at that time in the middle of the depression to leave the goal standard and Roosevelt devalued the dollar by 69% in 1933 and repudiated the goal clause in most of the debts in United States, long term debts, both public and private, and that seems to have been an advantageous move by the US itself. I feel there is a danger in what you are saying in trying to make in gold these ideas as if never would be sensible to any society ever to change these rules. Yet, we have examples of the US itself, having decided radically to change this exchange rate regime in a depression.

ALAN DRAZEN: I think I can make clear the distinction by giving the example of dollarization. Dollarization is going to mean that Argentinean inflation and US inflation, the decision to whether dollarize knowing that dollarization is a goal, the decision to dollarize is not a decision that should be made by the central bank itself. It is a decision that should be made by the society as a whole. Since that sense, the central bank should

have goal independence that they should decide whether to dollarize. Once that goal decision has been made, then you remove monetary policy from pressures and anything that needs to be done to make sure that dollarization is carried through is an instrument issue that is designed by the central bank. The society as a whole and not simply the central bank can decide to undo that decision if circumstances warrant, but that is the whole idea of constitutionalism. A country can decide to undo dollarization, but undoing dollarization is an extremely costly thing to do and hence it is not impossible to do, but we are given the message that it is going to be credible to undo it.

P : You talk of dollarization as if it was just a rule, but indeed it is not only that, it is given in other country some degree of power on the country that dollarizes, so it is a little different. I wonder if you have something to say about that.

ALAN DRAZEN: I guess the short answer is I do not have a lot to say in the following sense. Yes, it looks very different because it looks like we are totally turning over sovereignty to another country. Here I get back to what I would say is the empirical argument. A country would choose dollarization if empirically it seems that other methods do not work and do not achieve the aims that they want. If it seems that other methods do not work, then that is a decision. Now, it is true that it looks very different, because it looks that we are giving out sovereignty, but also in other decisions that we make are also giving up a degree of sovereignty, the difference is that it is not as apparent. The loss of sovereignty looks very great when I am going to argue that it is much less the difference between that and other loss of sovereignty, much less than it is apparent in first.

P: I have a question about goal independence and instrument independence. I think there is no disagreement whatsoever about goal independence, other institutions like Congress sets given targets as to equalize our inflation rate to the US rate. Actually, our Constitution says that is the role of the Congress to set the value of our currency and an intelligent reading of that provision precisely it will make sense to make that. I wonder a little bit about instrument independence, particularly in the context of the issue of rules versus discretion. One thing is independence to choose among different rules, a totally different thing is independence if you are in a fundamentally discretionary world, where the people in charge of the independent institution have a very large latitude to make decisions, and my impression is that the more latitude you have to make those decisions, the more discretion there is in that independent institution, the less likely it is that that independence is not going to be challenged about the normally changing definitions of accountability that you are going to expect in the society.

ALAN DRAZEN: The choice of whether to give rules or discretion also affect the degree to which the institution that you set up is challenged...

P: Or does it mean instrument choice really? One thing is to say let us take a constant monetary growth rule or a rule that relates monetary growth to the cycles of the moon or anything and that is obviously an example of a rule but a totally different thing is if we are in power to basically whatever we want with very specific situations. In that case,

my feeling is that that type of independence will be challenged and is not very consistent with democracy in any sense.

ALAN DRAZEN: Partially it gets back to the point I made at the very beginning about not talking about rules versus discretion is, I think, in many countries, especially here, you have to make the decision that giving full discretion is not a good way to run monetary policy. And in that sense the question is not, at least in my mind, is not one of rules versus discretion. Another reason why I chose not to talk about rules versus discretion, maybe I should talk about rules and discretion, is you can have an independent body which has little discretion or an independent body which has a good deal of discretion. The question that I am more interested in is the question of what is the role of independence per se, not being second best. In that sense, I would guess the argument go either way; an independent body that follows a rule maybe second best a lot. An independent body that has a lot of discretion can be second best a lot because every policy decision is going to be reexamined. It is in that sense that I want to steer clear of the issue of rules and discretion because I do not think that is the real issue when we come to central bank independence.

P : What should an independent central bank do when the goal that is given is not necessary reasonable. For example, in the context of an inflation targeting, the target is to increase inflation in order to accommodate fiscal policy for example or any other type of short term interest the government may have.

ALAN DRAZEN: Suppose the central bank is given a goal, but it is an unreasonable goal, either in the sense that the central bank cannot possibly achieve it, or it is not economically feasible, and so on. I think this gets into a difficult issue, once again it is not simply an issue of central bank per se. You could look at any policy, any government body and say what should that government body do if it is given an unreasonable goal. And the short answer, I think one has to go back a step and say if the goal itself is unreasonable, then that should be a subject of great discussion. My answer seems fairly obvious, I may have missed something.

P : The recent question you answered takes me to a point in which human being is imperfect by nature then in some cases I understand central bank independence as an instrument to achieve a goal which is monetary stability. And this has been sustained by evidence. When central banks were not independent, most of the nations that followed this road fell in high inflation and lot of monetary instability. Of course, finding the precise measure of independence, the precise measure of the goals, the reasonability of the goals and the instruments, it will take time and it is a process of trying, finding in some cases minor adjustments or they must be necessary. It would be too much to ask you to give a precise definition forever of rules that will never change.

ALAN DRAZEN: I think your question and the other question are related. I may have made it sound too simple to say 'independence is fully consistent with democracy and hence there is no problem', because both questions say 'the whole process of finding

how much independence, of finding what goals are achievable, what goals are correct is not a simple process. But I think another way to extend what I am saying is certainly not a simple process, but it means that that process is a process of trial and error that is going to take a long period of time, but that does not affect that is not an easy process and that does not mean therefore we should get rid of central bank independence and constantly revised what the bank is doing in every single dimension. But I agree, finding what the goals are, finding how to do them is not a simple process. I would argue that the whole debate over dollarization is exactly an example of what you are talking about, because before going into dollarization, we want to debate very carefully whether this is a good way to achieve price stability and only then, after informed democratic debate, can we actually go into.

Final Panel: Argentine Economic Policy

Chair:

Guillermo Calvo, UTDT & University of Maryland

Jorge Remes Lenicov, Partido Justicialista

Ricardo López Murphy, FIEL

José Luis Machinea, Partido de la Alianza

Adolfo Sturzenegger, Partido Acción por la
República

AQUILES ALMANSI

Lo que queremos hacer en este panel es identificar este análisis de los diferentes jefes económicos de los partidos políticos y el independiente del grupo, López Murphy, sobre dónde estamos en este momento y poder identificar también aspectos centrales de política económica en particular. Hemos pedido a los expositores que se refieran a reglas de política económica, hay necesidad de políticas activas e identificarlas lo más precisamente posible.

JORGE REMES LENICOV

Muchas gracias. Está claro que la Argentina está pasando por una etapa de recesión muy fuerte, que tenemos un aumento del riesgo país generado por el crecimiento del déficit fiscal y por el aumento de la relación deuda externa - exportaciones y que tenemos un aumento de la pobreza y un desmejoramiento de la distribución del ingreso.

Por el lado de lo positivo, es una década que ha permitido el cambio de nuestra organización económica, que ha crecido, hemos estabilizado precios, hemos conseguido reglas mucho más estables de las que teníamos antes, menores límites para la discrecionalidad y también como hecho positivo uno se enfrenta a un mundo que aparentemente está mejorando para nuestros intereses, en términos de lo que es la evolución del dólar, o la reactivación de la economía europea o Asia Pacífico o el aumento de algunas commodities.

Al tema de la recesión hay que adicionarle el de la transición política, que yo entiendo la alternancia, la terminación de un mandato de diez años genera incertidumbre.

También los reclamos que día a día nosotros vemos en las calles, ya sea en las provincias o distintos sectores que bregan por situaciones puntuales. Sin embargo, yo creo que a eso hay que adicionarle también la parte positiva y es que la Argentina en estos diez años yo creo que sin darnos cuenta hemos ido sufriendo un positivo cambio cultural, donde poco a poco fuimos logrando consensos sobre estos lineamientos de la economía. Y esto no es un tema menor.

Y también que la propia organización económica hace que las posibilidades de un gran derrape en un proceso de transición sean infinitamente menores a los que tuvimos en la década pasada. Más allá de los deseos de algunos. Pero si uno analiza lo que ha pasado en el Congreso de la Nación y también acá más allá de algunas cuestiones puntuales, por primera vez en el Congreso hace dos o tres meses se votó una reducción de gastos en plena campaña electoral y hace 15 días se aprobó una ley que propone llegar al equilibrio fiscal. Y yo creo que eso es un elemento a tomar como hecho positivo.

Cierto es que la Argentina termina el siglo, termina el año, termina el mandato presidencial y más allá de los temas de la coyuntura, hay tres problemas centrales en términos de mediano plazo y en términos estructurales. Uno es todo lo que se refiere al sector público, que alguien puede llamar solvencia del Estado, pero que va más allá. El segundo tema es la competitividad y el tercero, la distribución de los ingresos.

Está claro también que no hay una medida única que pueda resolver todo esto y muchas de ellas cuando uno las contrasta con las restricciones suenan como contradictorias y rápidamente aparecen conflictos objetivos. No hay una medida salvadora como uno hubiera pensado en las décadas pasadas, que alguien decía "si devaluamos pasa tal o cual cosa". Hoy en día todos sabemos que no hay milagros en economía, eso es parte de nuestro aprendizaje y que uno requiere un programa integral y que tenga en cuenta lo sistémico que es la resolución de estos problemas. Y en ese sentido, Guillermo Calvo hablaba de la posibilidad de las reglas y de las políticas activas. A mi no me cabe la menor duda de que la Argentina requiere profundizar la institucionalidad, requiere tener reglas estables, pero también requiere políticas activas. Los equilibrios macroeconómicos son fundamentales, son necesarios, pero no suficientes para resolver algunos problemas. Uno debe reconocer que existen fallas de mercado y que el mercado es un muy buen asignador de recursos, pero en materia distributiva algo hay que hacer y también algo hay que hacer cuando aparecen fallas en relación a las Pymes o a las

exportaciones.

Entonces yo decía que había tres problemas estructurales, uno era todo lo que hace al Estado, el segundo la competitividad y el tercero, la distribución.

¿Qué es el tema del Estado, el tema de la solvencia y por qué digo que es algo que va más allá de la solvencia? Yo creo que en lo que hace a la cuestión del Estado y creo que es una deuda pendiente que nosotros tenemos en todo este cambio que hicimos en la década de los 80, que hay que mantener y hay que respetar como a la convertibilidad, las privatizaciones, las desregulaciones, la independencia del Central, etc., yo diría que acá para con el Estado hay dos tipos de cuestiones. Una es de carácter legislativo y otra de gestión, de ejecución. Lo que hace al carácter legislativo hay dos leyes muy claras que son necesarias y que hacen a la consistencia del futuro, a las reglas del futuro. Uno tiene que ver con la ley de solvencia fiscal que yo presenté en Diputados y es muy probable que se trate la semana que viene en el Senado. Y esta ley más allá de proponer el equilibrio fiscal, que es un hecho inédito en lo que hace al manejo del parlamento y más allá de las cosas que nosotros sabemos del por qué hay que tener equilibrio fiscal a futuro, y de plantear un fondo anticíclico, yo quiero hacer referencia a dos temas que no he visto mayor discusión y están contemplados en la ley y que son fundamentales también para generar previsibilidad hacia futuro. Uno es que en esa ley se vuelve a establecer y a plantear la necesidad de volver a discutir la reforma del Estado, una reforma que hicimos en la primera etapa y que quedó inconclusa, y dentro de esa ley se habla de cómo deben ser los organismos descentralizados, se habla del control para el gasto social de organizaciones no gubernamentales como cooperadoras, cooperativas, etc., se habla de la posibilidad de contar con contratos programa que en muchos países del mundo funcionan muy bien, a través de metas, objetivos, premios y castigos, corresponsales, etc. y se habla del control de calidad del gasto, que es un criterio nuevo en términos de lo que nosotros venimos haciendo desde el punto de vista contable. Y el otro ingrediente fundamental que se incorpora en la ley es todo lo que hace a la transparencia. Dentro de la ley se señala que los contratos que firma el Estado, los órdenes de pago, la planta de personal, si una persona es buen o mal contribuyente, los avales, los subsidios, todo eso debe estar explicitado y debe ser de libre conocimiento de todos y esto hace precisamente a las normas y al buen funcionamiento.

No solamente macro sino también micro dentro del Estado.

Lo segundo se refiere a la relación nacional con las provincias. Esto también es una regla muy clara. La última ley que hemos sacado sobre este tema es del año 88 y tenía serios inconvenientes. Yo diría que la última ley que tenía criterios más o menos lógicos fue la que se hizo en el año 73, pero convengamos en que esto es central para poder hacer política tributaria, para lograr mayor eficiencia en el gasto público, para que las provincias asuman su responsabilidad, y no es poca cosa lo que estamos hablando. El 50% del gasto argentino está en manos de las provincias de la Nación.

Y el segundo grupo de temas que hacen al Estado y que yo diría que se habla relativamente poco también es al control de la evasión y a la mejora del gasto. Y acá no se necesitan muchas leyes, prácticamente no se necesitan leyes. Es gestión, pero también en esto la Argentina es impresentable. Nosotros podemos presentarnos ante el mundo y ante nosotros mismos con buenos indicadores macroeconómicos y financieros, más allá de esta crisis. No nos podemos presentar cuando hablamos de nuestro nivel de evasión o de la altísima ineficiencia del gasto público cuando lo medimos en términos cuantitativos. Y en ese sentido yo creo que en materia de evasión cuando uno analiza todo el proceso desde que sale la ley, la normativa que interpreta esa ley, cómo se cobra, cómo se fiscaliza, cómo se va a la justicia, ahí tenemos problemas. Tenemos leyes que cambian permanentemente, no hay estabilidad en nuestra proposición tributaria, la

normativa que entiende esa ley es bastante engorrosa y también va cambiando, la manera de cobrar deja huecos en la medida en que las transacciones no pasan por el banco o que la DGI no tiene capacidad de acción ejecutiva directa en ser administrativa, cuando se fiscaliza aplicamos poca inteligencia en el cruce de información y la justicia es excesivamente lenta, con lo cual tenemos inconvenientes.

A mi modo de ver lo que está haciendo Silvani estratégicamente está bien planteado. Uno tiene que incorporar recursos humanos calificados, tiene que hacer una rigidez de procesos, pero en términos de visión, yo creo que está bien eso y que obviamente los resultados no son inmediatos. Pasa otro tanto con el gasto. Seguramente todos están diciendo hay que bajar el gasto o reasignar el gasto o congelar el gasto. Yo tengo en claro que se puede reasignar, tengo en claro que se puede contener, no tengo tan en claro cuánto se puede bajar, yo creo que siempre hay espacio para bajar, pero no caigamos en facilismos, no creamos que es apretar un botón y uno logra mayor recaudación o logra una baja de gasto público o eficiencia de gasto público. La tarea por hacer en la Argentina del futuro es diferente a la tarea que tuvimos que hacer entre el año 89 y 94-95, esa fue una tarea de shock, donde a través de una ley nosotros tuvimos resultados inmediatos. Una vez dijimos un peso un dólar, otro día dijimos el Banco Central es independiente, otro día dijimos privatizamos y rápidamente se hacían las cosas. Lo que nos queda por hacer es una tarea de mucho más gradualismo, que obviamente requiere otro tipo de consensos y requiere otro tipo de ingeniería institucional y de capacidad política para hacerlo. Nosotros no podemos decir por una ley, a partir de mañana la universidad enseña lo que tiene que enseñar y a partir de mañana todos los contribuyentes pagan sus impuestos como corresponde. Entonces en materia de gasto, yo creo que hay muchísimo por hacer, pero sepamos que implica sí o sí un acuerdo con las provincias, porque buena parte del gasto social está metido en las provincias, implica un cambio organizacional, implica incorporar recursos humanos calificados. Creo que hay espacios para hacer muchísimas cosas, pero no pequemos en ese sentido de un facilismo, porque estamos en un momento en que tenemos que ganar consenso. Si nosotros nos movemos por los extremos, es muy difícil llegar a los puntos intermedios y posibles.

Yo recuerdo cuando discutíamos la ley de solvencia fiscal, muchos decían “es muy suave”. No es muy suave. Es lo posible, no es lo óptimo. Si cumplimos eso es muchísimo mejor que no cumplir ninguna regla. Vale esa reflexión para el gasto.

RICARDO LOPEZ MURPHY

Voy a tratar de ser bien lacónico en las expresiones. Creo que el número de gente que hay acá nos informa sobre la gravedad de la crisis. Este tema se ha hecho muy interesante por la crisis que estamos teniendo. La crisis nos ha desbordado en varios sentidos: por la magnitud que ha tenido, la duración que exhibe y la dificultad de salida que se percibe. Esa circunstancia a mi criterio ha generado un alto grado de incertidumbre tanto en las familias como en las empresas como en la opinión pública. En el sector privado, familias y empresas tenemos el problema simultáneo de cómo ajustarse a un shock muy fuerte que hemos recibido del exterior y a una debilidad de reacción de la propia sociedad y el gobierno ante el mismo y el fenómeno deflacionario que, siendo muy intenso, incentiva a postergar decisiones. Ese fenómeno ha actuado acumulativamente en la crisis. En segundo lugar, esa incertidumbre ha estado abastecida por declaraciones, o si ustedes quieren, aclaraciones posteriores, que han generado dudas sobre cuáles son las reglas de juego en la Argentina y cuáles son las reglas de juego sobre cuestiones extraordinariamente básicas en la sociedad capitalista, de una sociedad organizada bajo el derecho de propiedad.

En tercer lugar, tenemos incertidumbre por un problema más profundo que los otros dos, más profundo que el shock y la deflación, más profundo que las declaraciones y las aclaraciones. Tenemos un problema de gobernabilidad que se expresa en varias dimensiones. Primero, en la magnitud del programa a emprender. Nosotros necesitamos un programa importante. Se expresa en la dificultad de obtener mayorías operativas para generar decisiones parlamentarias. En un régimen institucional eso es imprescindible. Lo voy a poner de una manera explícita. ¿Cómo hacer el ajuste que Argentina tiene que hacer sin devaluar? Esa es la pregunta que nos formulamos nosotros y que se formulan los mercados dentro y fuera del país. Esa pregunta de gobernabilidad, ¿cómo hacer el ajuste a una economía que tiene desbalances notorios, en su financiamiento, en su déficit, en su desempleo? es la pregunta relevante y esa pregunta requiere básicamente capacidad de gobierno, mayorías, programa apropiado y convicción de cómo hacerlo sin recurrir a mecanismos que no podemos recurrir, no viene al caso explicar por qué. En este tema de gobernabilidad yo no estoy hablando de algo hipotético que va a ocurrir. Estoy hablando de algo que está ocurriendo. Nosotros hemos tenido el ajuste de abril, gran parte de él se perdió por discusiones en las calles sobre cómo tenía que ser el ajuste. En segundo lugar, todos sabemos que el ajuste de abril era inapropiado para la magnitud del problema que enfrentamos. El presupuesto fue hecho con hipótesis de 4,8 de crecimiento, 1,2 de inflación, o sea un 6% de producto nominal más y vamos a tener probablemente un 7% de producto nominal menos. Si el ajuste ese se arregla con mil millones de dólares en un gasto de más de 50 mil millones de dólares, me parece que no requiere más precisiones.

El Parlamento ha postergado el vencimiento de un impuesto que a mí no me gusta, bajo presión y bajo chantaje de los camioneros, es decir, los actos de patoterismo cambian las estructuras tributarias de Argentina. Más aún para que no nos alejemos y para ponerle a esto todo el nexo que tiene que tener. El Ministro de Economía se niega a firmar las iniciativas presidenciales y afortunadamente, más me hubiera gustado que no firmara la reforma laboral del año pasado, pero más allá de eso el Parlamento tiene enormes dificultades para pasar la ley de convertibilidad fiscal, ha demorado enormemente. Nos cuesta enormemente aprobar reglas de mínimo sentido común. Ese es el problema de

governabilidad. No sólo lo tenemos hoy, lo tenemos hacia adelante, porque estamos viviendo un momento que no puede seguir. El status que nos lleva a una crisis. En ese sentido el gran problema de Argentina y lo que tiene que resolver el próximo programa requiere un ajuste fiscal que por los problemas de competitividad y de desempleo tiene que ser hecho sobre el gasto, tiene que ser hecho con inmediatez, con energía y no puede ser desafiante. Ese programa requiere un shock desregulatorio y que haga lo que no hicimos en la década del 90 y lo tenemos que hacer en un plazo sumamente breve, porque tenemos que vencer un problema de credibilidad. No tenemos mucho tiempo, tenemos que formar un gobierno con mayorías operativas, no lo hemos podido hacer ahora. La clave de la economía argentina es resolver sus debilidades institucionales. Es claro que la Argentina en la década del 90 hizo cosas que no va a poder hacer en la próxima década y sobre eso hay que armar el programa. En la década del 90 tuvimos un crecimiento excepcional del gasto público, divorciado del potencial de la economía, de lo que los contribuyentes argentinos están dispuestos a pagar, de los problemas que objetivamente enfrentamos. Hemos acumulado mucha deuda pública, hemos tenido un uso excepcional del ahorro externo en relación a la inversión neta de Argentina, entonces no es de extrañar que tengamos fragilidad. Acá estornuda una persona en el mundo y nosotros tenemos pulmonía. Hacia adelante tenemos que corregir, tenemos que fortalecer nuestro ahorro interno, eso significa esencialmente en el mundo fortalecer el ahorro fiscal. Tenemos muy poca flexibilidad y tenemos que corregirla y la gran pregunta que uno se hace es ¿quién se va a hacer cargo de hacer eso en semanas? Ese es el problema que yo veo en el corto plazo y el problema que tenemos que responder. Confío en que tengamos la lucidez, la inteligencia en el pasado, hemos superado circunstancias extremadamente difíciles y las hemos sabido hacer fortaleciendo nuestro sistema institucional. Quizás tengamos desafíos más fuertes de lo que estamos pensando.

Finalmente, una aclaración: yo no soy independiente, yo tengo compromiso en esta sociedad. Yo tengo afectos y gustos, simplemente fui invitado a hablar como economista profesional de una Fundación que hace investigaciones sobre políticas públicas y que ha contribuido a este debate y en ese rol vine aquí.

JOSE LUIS MACHINEA

Buenas tardes, yo tengo la desventaja de hablar después de Ricardo, que levanta el ambiente. Pero en todo caso los problemas de la economía argentina, yo creo que son conocidos, ya fueron mencionados, está el tema de la recesión, la cuestión fiscal asociada, el tema de la competitividad, el tema del desempleo y la pobreza, yo diría que son los tres temas relevantes. Es claro que la economía argentina ha sufrido un shock externo de magnitud, este shock externo se ha dado en un contexto de una economía vulnerable y de ahí las palabras de Ricardo que cuando alguien se resfría en el mundo, nosotros nos agarramos una pulmonía. Fíjense que nuestro shock en parte era consecuencia del shock de Brasil, una economía que va a tener una caída del Producto del orden del 1% y nosotros algo parecido al 4%, es decir que hay algo más que el shock externo sin duda. De cualquier manera es claro que hemos recibido un shock externo y hay indicadores precisos de esto en términos de lo que ha pasado con los precios relativos, los precios de la exportación en la Argentina cayeron 11% el año pasado, van a caer 11% de vuelta este año, en promedio y ha habido la apreciación del dólar que todos conocemos.

La primera pregunta es si este shock externo es transitorio o es permanente. Si uno pensara que este shock es transitorio, y en la medida que los mercados de capitales fueran perfectos, uno diría que uno puede con una caída en la demanda, suavizar este shock. Uno consigue financiamiento, de alguna manera suaviza el ciclo. La primera pregunta es si el shock es permanente o transitorio. Yo diría que si uno compara y elige el punto de comparación en el año 96, comienzos del 97, el shock es permanente. Ahora, si uno compara con lo que fue el promedio de la década del 90, yo no diría que el shock es permanente, sino transitorio. Yo creo que la economía mundial volviendo a crecer, el precio de las commodities volviendo a aumentar y una demanda mayor y una devaluación del dólar, que es lo que estamos viendo y es lo que vamos a ver en el curso de los próximos dos o tres años, me hacen pensar que uno podría definir el shock como transitorio comparado con el promedio de los 90 y no con el 96-97, que fue un período realmente excepcional. El tema es que si el shock es transitorio, uno podría pensar que la economía en su conjunto se financia y si el sector privado tiene dificultades para financiarse consigue que el sector público lo financie a ese shock transitorio y de alguna manera uno podría decir, más aún, el sector público podría financiar parte de este shock, pasarle los recursos al sector privado y de alguna manera ayudar a los problemas del shock externo y los problemas de competitividad asociados a este shock externo. Es claro por otra parte que ese sector público que ayuda al sector privado a financiar necesita mayor solvencia posterior porque se está endeudando durante la transición. Yo quiero suponer que atrás de este argumento tan sofisticado de que el sector público se financia y le pase al sector privado parte de este financiamiento, por ejemplo a través de la reducción de impuestos se esconde alguna de las propuestas que uno escucha hoy día en la arena política argentina en términos de fuerte reducción de impuestos. La idea es que el sector público se financia y si le pasa esto al sector privado, mejora la competitividad. La verdad es que la realidad es un poco distinta a esto. Primero que los mercados parecen no pensar que este es un shock transitorio, en todo caso los mercados de capitales no son tan perfectos como para darse cuenta de que este es un shock transitorio y por lo tanto lo que exigen es un ajuste más grande, desde ya en un contexto donde esos mercados están nerviosos, con una gran aversión al riesgo, diría yo, como consecuencia de lo que está pasando en el mundo en los últimos dos años. Y por otra

parte, la otra cuestión es que ese sector público que podía financiar, ayudar a financiar la transición, no luce como demasiado solvente, un sector público que este año sin ingresos excepcionales va a acumular un déficit de 7.800 millones de dólares y que si uno le suma el aumento de intereses del año que viene y la reducción de impuestos que están ocurriendo en la última parte del año, se aproximan a los 10 mil millones de dólares de déficit. Ese sector público no parece demasiado solvente. Tampoco luce demasiado solvente un sector público donde la deuda en términos de producto ha crecido alrededor de 47 puntos del producto. Fíjense en términos de imágenes al menos que hace un año el mundo miraba al endeudamiento del sector público del gobierno nacional y decía la deuda es 32/33% del producto. Un año más tarde como consecuencia de que la deuda aumentó 12 mil millones de dólares, como consecuencia que el producto cayó, como consecuencia de que estimamos que el producto es 10% más bajo de lo que hay y que al mirar con un microscopio a la Argentina debemos incorporar la deuda privada. En este caso, resulta que a fin de año vamos a terminar con una deuda sobre producto parecida a 47/48 puntos del producto.

En ese contexto yo diría que resulta especialmente complicado dos cosas: una, las propuestas que está haciendo cierta parte del gobierno y que por suerte el equipo económico está resistiendo, espero que siga resistiendo y no como dicen los diarios que Roque Fernández se va a tomar un avión para ir al exterior así no firma el decreto. Lo que estamos viendo es una avalancha y solamente estamos conociendo algunas de las cosas, hay algunos decretos también dando vuelta, que implican mayores gastos, reducción de impuestos, etc. para agravar aún más esta situación fiscal y también es cierto que en ese contexto lo que tenemos es propuestas de reducción fuertes de impuestos que aparecen en la discusión política que me parece que no son claramente financiables.

Volviendo al tema de la reactivación, yo diría que la economía argentina no tiene instrumentos para reactivar, obviamente tampoco tiene política monetaria y entonces el tema de reactivación se une claramente al tema de la incertidumbre, a la reducción de la incertidumbre y creo que tiene varias caras, tiene reducción de incertidumbre desde el punto de vista del riesgo país, reducción de la incertidumbre para que los bancos no mantengan este colchón de liquidez que están manteniendo en los últimos meses y también reducción de incertidumbre que tiene que ver con la demanda de los consumidores. Y uno podría decir que esa incertidumbre tiene que ver obviamente con el déficit fiscal y es así, no cabe duda. Lo que pasa y recién lo decía Ricardo es que con la reducción del déficit fiscal no necesariamente alcanza para mejorar expectativas en la medida que no aseguremos también que tenemos una economía capaz de generar un crecimiento de exportaciones que haga sustentable el tema de la deuda en el largo plazo. Y por lo tanto, si tenemos este problema de competitividad asociado al problema de la credibilidad, queda claro también que cualquier ajuste fiscal no funciona. No es cuestión de cerrar las cuentas públicas de cualquier manera. Lo que podría ser una solución siguiendo las recetas del Fondo en otro contexto en que los problemas de competitividad no fueran tan evidentes.

Y entonces los límites de maniobra se achican, es necesario reducir fuertemente el déficit fiscal en un contexto donde no es posible pensar que vamos a hacerlo de una manera distorsiva o que disminuya la competitividad del sector privado y por el lado del gasto tenemos que analizar cuáles son las restricciones, pero no solamente políticas sino legales que uno tiene. En todo caso yo diría que ese paquete que tiene que poner el próximo gobierno arriba de la mesa, para lo cual no hay mucho tiempo y que tiene que funcionar no más allá de los primeros 90 días de gobierno, es un paquete que tiene que tener cuatro patas: el tema del financiamiento externo y dada como está la situación,

parece haber un solo camino, que es conseguir un financiamiento externo con un fuerte apoyo de los organismos internacionales para despejar toda la duda respecto al no pago al menos durante 6 o 9 meses.

El segundo componente tiene que ver con este ajuste fiscal, no cualquier ajuste fiscal.

El tercero tiene que ver con las medidas que favorezcan la competencia y de esto hemos hablado ya bastante, el tema de la desregulación, la introducción de mayor competencia en general en todos los sectores y en particular en el sector de servicios, me parece absolutamente crucial. Por último ese paquete tiene que tener un conjunto de reformas estructurales, que marquen por un lado el rumbo, por otro lado marquen claramente de que uno está apostando a mejorar la solvencia intertemporal del sector público.

Reformas que tendrán que ver con cuestiones tales como la ley de convertibilidad fiscal, con la ley de coparticipación de impuestos, con cuestiones legales que hacen a la evasión, por ejemplo el tema del código tributario, con cuestiones que hacen a la seguridad social y por otro lado algún otro conjunto de leyes que den señales a corto plazo respecto al tema del mercado laboral, al tema de reforma del Estado en sus tres patas: transparencia, cambio de incentivos y reformas de cambio de incentivos en educación, salud y vivienda.

GUILLERMO CALVO: Yo escuché que José Luis hablaba de ciertas propuestas de bajas de impuestos que no son financiables.

ADOLFO STURZENEGGER

Yo venía dispuesto a hablar de muchos temas pero voy a tomar el tema fiscal. Hay tres razones que justifican esta selección. Primero que las exposiciones anteriores creo que tienden a coincidir, y yo coincido plenamente, si hay algo que interesa para cambiar las expectativas en Argentina y para reabrir los mercados internacionales es que tengamos un excelente programa fiscal en el próximo gobierno. La segunda razón es que yo coincido con Jorge en que la ley de convertibilidad fiscal no es una ley liviana, es una ley superliviana, así que me va a permitir al introducir el problema fiscal sugerirte, y sé que Jorge lo va a tomar, varios cambios que deberían introducirse en la discusión en el Senado y la tercera razón es que el tema fiscal me permite hacer un diagnóstico y presentar una propuesta.

Primero, el diagnóstico, en la transparencia tenemos el déficit fiscal que está acordado con el FMI, 5.100 millones de pesos el año 99. Este déficit fiscal no representa la verdad de la situación fiscal argentina del 99. Por dos razones, yo tengo una estimación de que los recursos van a ser insuficientes en 630 millones, con lo cual eso elevaría el déficit fiscal efectivo, pero la otra cosa es que hay una *creative accounting* donde ingresos por privatizaciones se han computado para bajar el déficit fiscal. Si yo a esos 5.100 millones de pesos le sumo la *creative accounting* y el defecto de recaudación, en realidad yo creo que 7.560 millones de pesos es el déficit fiscal nacional para el año 99. Eso representa el 2,7% del producto y si recordamos la situación provincial, hay entre 2.000 y 3.000 millones de pesos de déficit en las provincias, pero dejémoslo aparte. ¿Cuál es una rápida estimación de lo que puede suceder en el año 2000? Primero, tenemos aumento de intereses por 1200 millones pesos. Segundo, estamos estimando un crecimiento del producto del 3%, es la única tasa de crecimiento que no se va a dar, pero así somos los economistas. Se va a dar una mucho menor o una mucho mayor, según logremos o no cambiar las expectativas del país, pero como los economistas nos equivocamos siempre, trabajemos en este ejemplo con el 3%, que es la única tasa en la cual no va a crecer la economía en el año 2000.

Si suponemos ese 3%, los ingresos fiscales de DGI, Aduanas, van a aumentar 1.150 millones de pesos, vamos a tener que transferir a las provincias 420 millones de pesos y continuando con el programa de reducción de los aportes a la seguridad social, 1000 millones menos, con lo cual finalmente tenemos 270 millones de ingresos netos negativos, que hay que sumarlo al déficit fiscal del año 99. En total yo estoy estimando que vamos sin cambios y aquí voy a hacer la primera gran crítica al esquema de la ley de convertibilidad, vamos a 9.000 millones de déficit para el año 2000. Esto representaría el 3,1% del producto. Este es un déficit que no podemos aceptar porque significa un aumento importante de la relación deuda-PBI, y ese es el objetivo clave que tenemos que tener en base al endeudamiento argentino. Pero fíjense, acá estamos estimando en esta estimación del déficit que los gastos primarios no aumentan. Y, sin embargo, en la ley de convertibilidad, no se trata de restringir la prociclicidad del gasto público, sino que se va a una superprociclicidad. Fíjense que se dice que el gasto público real no puede aumentar más que el producto. Como los intereses aumentan más que el producto, ya si el gasto aumenta más que el producto, el gasto total aumentará más que el producto. Pero segundo, se pone que si hubiera financiamiento específico, podría aumentar más que el producto. Esta es una superprociclicidad del gasto público, en realidad el gran problema fiscal de la Argentina es que hemos tenido en el pasado

una inmensa prociclicidad en el gasto público.

Jorge, hay que cambiar esa norma, tenés que proponer que el gasto público en ningún año en Argentina puede aumentar más del 2% real. No me interesa si sale o no, yo sé que vos lo vas a proponer. Tenemos una situación fiscal difícil y con esto yo voy a plantear tres cuestiones acerca de esta situación, la última de ellas va a ser la propuesta. La primera cuestión es que el problema es mucho más serio que esto y José Luis me dio el hilo para introducirme. El riesgo país en Argentina hoy es alto, no sólo por este déficit fiscal y por la altísima relación deuda-PBI, altísima digo porque Argentina tiene sus reservas comprometidas con la convertibilidad y tiene la mayor parte de su deuda en manos de extranjeros y tiene un bajísimo mercado de capitales, por eso es tan alta, 40, 42% de la relación deuda - PBI.

Entonces, el riesgo país no sólo es muy alto por esa situación fiscal, sino que también es alto porque tenemos un problema de competitividad muy debilitada. El sector privado está haciendo enormes esfuerzos para bajar sus gastos y sus costos en dólares y aquí se habló del shock deflacionario y coincido con lo que se dijo. El problema es que el único que no está aplicando el shock deflacionario es el sector público y esos impuestos que no se bajan y ese gasto que sube lo paga exclusivamente el sector de transables, porque un sector de no transables competitivo transfiere a su precio la mayor carga tributaria, pero un sector de transables no puede transferir a precios la carga impositiva. Entonces, el problema fiscal se plantea por dos problemas esenciales, por este enorme déficit y esta alta relación deuda-PBI y porque tenemos que bajar impuestos distorsivos para tratar, como dijo José Luis, de mejorar la competitividad del país y tratar de cambiar las expectativas ya que no tenemos política monetaria ni fiscal, para intentar salir de la recesión.

La segunda cuestión es cuál es el déficit que tenemos que fijar. En este sentido nosotros, en Acción por la República, estamos proponiendo que la próxima discusión presupuestaria se haga bianualmente, comenzar a aplicar la discusión plurianual del presupuesto, que se discuta tanto el presupuesto del año 2000 como el del año siguiente. Por supuesto no podemos aceptar, y aquí va la segunda cuestión con respecto a la ley de convertibilidad fiscal, el déficit que está previsto ni para el 2000 ni para el 2001, porque tendríamos que tener una tasa de crecimiento muy alta, porque ese déficit fiscal lleva de nuevo a aumentar la relación deuda-PBI, con lo cual no avanzamos nada en ese sentido. Tenemos que tener un objetivo de déficit fiscal mucho más firme que ese que está en el proyecto de ley de convertibilidad que espero se corrija en el Senado.

Pensamos que la cuestión podría plantearse en estos términos: el déficit fiscal para los dos años tiene que moverse en el 1% o menos del 1%, eso asegura que podamos bajar las relaciones deuda-PBI en los dos años. Probablemente tengamos que aceptar un déficit fiscal bastante mayor en el año 2000, pero eso sería compensado dado el objetivo bianual con un déficit fiscal mucho menor en el año 2001.

La tercera cuestión es entonces cómo abordar el problema, qué reforma fiscal necesita Argentina para, por un lado, reducir fuertemente y dar una señal clara a los mercados en términos de su marcha hacia la solvencia fiscal y a su vez eliminar impuestos distorsivos. La propuesta nuestra es hacer un paquete fiscal que por supuesto tiene que ser federal, tiene que incluir inevitablemente a las provincias y ese paquete consiste en tres grandes medidas. La primera habrá que diseñar el timing y la forma de acordar una reducción de todos los impuestos distorsivos de Argentina y tratar de que el sistema tributario se base prácticamente en forma exclusiva en el IVA y en el Impuesto a las Ganancias. ¿Cómo no vamos a pretender esto cuando somos un país con un Impuesto a las Ganancias del 35%, y recaudamos el 3,5% del PBI, cuando hay países que con el

mismo Impuesto a las Ganancias recaudan el 20% del PBI? Y nos preguntamos si somos solventes o no, o cómo vamos a resolver la situación fiscal si tenemos ahí una potencialidad de recaudación tributaria enorme.

Entonces se acuerda una reducción de impuestos, pero con tres redes de seguridad. La primera es el caso De la Sota, se bajan los impuestos y se confía en algún efecto Laffer, esto es algún efecto positivo sobre la evasión o sobre el aliento y cambio de expectativas a la producción que permita compensar parcialmente los impuestos distorsivos. La segunda red de seguridad es la más importante. Es un cambio drástico en la estructura tributaria y en la administración tributaria de Argentina. El cambio drástico en la estructura tributaria significa ir a una simplificación extrema, a una rusticidad extrema, en el IVA y en el impuesto a las Ganancias. Esta rusticidad significa generalizar en forma absoluta las dos bases tributarias. La del IVA, todos a la misma tasa y la del Impuesto a las Ganancias. Significa eliminar absolutamente todas las exenciones sin ninguna excepción en el impuesto a las Ganancias y significa la aplicación de un fiat tax como el instrumento más rústico pero más simple para tratar de recaudar altos niveles de impuesto a las Ganancias en Argentina. La tercera red de seguridad es que si no son suficientes para cumplir el objetivo de déficit que previamente se ha establecido con una base bianual para lograrlo a través del efecto del cambio en la estructura tributaria y en la administración tributaria, porque ahí proponemos una absoluta bancarización de todos los pagos en Argentina y una relación estrecha entre la AFIP y los bancos para controlar la evasión fiscal, si esas dos primeras redes de seguridad fallan, la misma ley de emergencia fiscal que se ha programado en el programa fiscal de Argentina establece que baja el gasto público. Esto es un acuerdo preacordado por gobernadores de provincias y por el Poder Ejecutivo Nacional, con lo cual a lo mejor lo ideal sería que fallaran las dos redes de seguridad, que no lográramos nada con la simplificación tributaria ni con la administración tributaria. Seguro que lo vamos a lograr, pero de cualquier manera esto resuelve un problema de *political economy* de la baja del gasto público. Nosotros no bajamos el gasto público compulsivamente o con un acuerdo que debe fijar la baja del gasto público ya. Se fija la baja del gasto público sólo si no se puede combatir suficientemente la evasión fiscal o no se puede lograr que el aumento recaudatorio en IVA y en Ganancias alcance a compensar la eliminación de los impuestos distorsivos. En concreto hay una fijación de objetivos de déficit, hay una baja de impuestos con tres redes de seguridad y donde la última de ellas es una reducción nominal del gasto público.

Termino diciendo que si seguimos los caminos trillados de creer que vamos a mejorar la situación del país eliminando el fondo del tabaco o los gastos reservados, eliminaciones con las cuales yo estoy absolutamente de acuerdo y poniendo preso a algún evasor o tratando de que la justicia sea más efectiva, si vamos por esos caminos trillados, si no nos animamos a cambiar decididamente la estructura tributaria del país y la estructura de administración tributaria del país probablemente sigamos en una década con esta situación de altos niveles de endeudamiento público, de una insolvencia latente, de una altísima tasa riesgo-país y todas las consecuencias que significan no tener realmente una situación fiscal sólida y firme.

JORGE REMES LENICOV

Cuando Guillermo Calvo me invitó a este seminario que se llama Política Económica Argentina, yo acepté gustoso y ahora, cuando hizo la introducción, él señaló que íbamos a hablar de la visión técnica de las cuestiones económicas. Y yo creo que esta es una gran contradicción. Yo quiero ahora en este espacio de tiempo dedicarme a las cuestiones políticas de la política económica, porque es inentendible cómo uno puede aplicar medidas de política si no arma la política, esto es, si no tiene una estrategia de poder, y quiero yo analizar las reflexiones que hacía Ricardo sobre la gobernabilidad y Adolfo sobre la ley de convertibilidad desde la política.

Hacer una ley es una cuestión técnica, uno puede contratar un técnico para que redacte una ley, puede contratar tres técnicos para que redacten tres leyes y uno opta por una de ellas. ¿Qué es la política? La política es generar poder y consenso para la etapa previa que es la aprobación de esa ley y posteriormente la implementación de la ley. Es muy fácil redactar una ley, un día lleva. Pero todo el otro proceso previo y el posterior llevan mucho tiempo, y eso es el consenso. Nosotros somos economistas, los cuatro invitados acá tenemos posiciones políticas tomadas y de esto creo que algo entendemos, pero no podemos escindir una cosa de la otra. Cuando Adolfo decía de la ley de solvencia, en primer lugar la regla de oro es la baja del déficit. La primera pregunta que uno debe hacerse es quién en la dirigencia política, empresarial, sindical, incluso académica el año pasado o el anteaño planteaba la necesidad de tener equilibrio fiscal. Esto no se planteaba. Entonces, la primera virtud de esta ley es que instalamos un tema y logramos salir airosos. La segunda cuestión: si uno hace los números finos con esa baja de déficit propuesta en la ley, el gasto primario baja, pero es cierto que hay un artículo que dice que el gasto público no puede aumentar más allá del crecimiento del Producto y eso es procíclico. La pregunta política es. ¿Ustedes creen que si yo voy al Congreso o cualquiera de ustedes va al Congreso y le dice “no solamente tenemos que tener equilibrio, sino que tenemos que bajar el gasto público” la ley sale? No sale. Para que salga la ley hay que poner ciertas cosas y hay que armar el aparato político para que esa ley salga y después se implemente.

Es parte de la negociación y esa ley es una ley posible, lo decía antes. Alguien puede decir “el gasto tiene que bajar mucho más”. Recordemos nuestra historia. Últimos 20/30 años. Hemos tenido gobiernos dictatoriales, radicales, peronistas. ¿Quién bajó alguna vez el gasto? Después, cuando uno tiene que escribir un artículo dice “el gasto esto, el gasto aquello” y después cuando llega al gobierno se da cuenta que no es tan fácil la cosa. Pero creo que está bien plantear los temas, pero démosle la dimensión política y acá voy y paso siguiendo con el ejemplo al tema de la gobernabilidad, que planteó Ricardo. Es cierto que tenemos un problema de manejo político y tenemos un problema que agrava esto, que es la recesión. Si esta transición política se hubiera dado en expansión económica, seguramente la pasaríamos mucho mejor.

Y estamos ante un problema, porque como decía al principio, puede haber alternancia de gobierno, termina un gobierno después de 10 años, puede haber cambio de liderazgo dentro del partido oficialista. La pregunta es: ¿cómo se construye poder y cómo se construye consenso? Son dos cosas distintas. El consenso uno tiene que pensar en los distintos actores, el Poder Ejecutivo, el Congreso con su Senado y sus diputados, las provincias, las cámaras empresariales, los sindicatos. Y uno tiene que ir buscando aquellos elementos comunes y posibles para ir cerrando negociaciones, pero está claro que para llegar a ese consenso hay que acumular poder. No se puede hacer consensos

sin poder. En ese sentido, el peronismo ha dado muestras en su historia de acumular poder y hacer uso del poder. Hoy día nosotros tenemos el Senado y tenemos la primera minoría en diputados y vamos a tener buena parte de las provincias. Si ganamos las elecciones, seguimos acumulando poder. No hay forma de hacer política económica si no se acumula poder, y a través de ese poder uno puede lograr los consensos. Pero para lograr el consenso, también se requiere cierta madurez de parte de la comunidad. No podemos echarle la culpa al presidente o a tal o cual gobernador de muchos temas, porque son producto del origen de cómo se presentaron en la sociedad. Cuando Ricardo decía del ajuste de abril, ¿quién fue el que salió en manifestación? Shuberoff, presidente de la universidad de Buenos Aires, otrora muy reconocido desde el punto de vista intelectual. Shuberoff, en vez de estar pensando, como intelectual, los escenarios de la Argentina a futuro e ir ayudando a los políticos a que tengamos esos escenarios en el mundo y en nuestro país, salió en manifestación. Pero también de parte de los empresarios ocurren cosas que se van a los extremos. El año pasado, cuando se discutió las ART, a través de un proyecto de Gerardo Martínez, sindicalista de la UOCRA, de la construcción, que de alguna manera tiraba abajo el sistema de ART, ¿cuál era el origen de eso? El origen era muy simple. Cuando se crearon las ART había habido un consenso de que la prima fuera del 2%. Los empresarios, además de querer la previsibilidad como figuraba en la ley, también quisieron aumentar un poco su ganancia, entonces la prima bajó al 1%. Entonces, las remuneraciones o los subsidios por los accidentes bajó sistemáticamente y tampoco se hizo prevención en contra de los accidentes. Entonces la ley ya estaba dejando de cumplir lo que se había propuesto. ¿Qué creen que pasó? Un día se murieron cuatro obreros de la construcción y Gerardo Martínez con 10.000 trabajadores fue al Congreso y fue a plantear lo lógico. Lo que voy es que es fundamental el consenso, hay que acumular poder, pero también la sociedad tiene que ir avanzando en términos de responsabilidades. Por eso que en la primera parte de mi charla yo hablaba de la institucionalización, y esto ayuda a la institucionalización, pero no nos vayamos al otro extremo, porque una muy buena idea la podemos quemar. Les voy a contar una anécdota. En el año 94 yo era Ministro de Economía de la Provincia de Buenos Aires y había declarado que era una barbaridad que los hospitales públicos los manejaran los médicos. No pasa en ninguna parte del mundo, excepto en la Argentina. Bueno, una gran asamblea de médicos me fueron a ver, me puse a discutir con ellos, a las 3 horas de discusión yo me daba cuenta de que estaba ganando la discusión, hasta que uno se levantó y me dijo “Está bien, supongamos que ustedes tiene razón, dónde se estudia administración hospitalaria ?” No se estudiaba. Perdí la discusión. Hasta el día de hoy nunca más se pudo instalar el tema. Entonces, seamos cuidadosos, como uno instala el tema, cómo crea poder y a través del poder, cómo gana consenso.

RICARDO LOPEZ MURPHY

Yo voy a tratar de volver sobre algunos puntos que mencioné previamente porque a veces creo que no percibimos la asincronía que hay entre lo que estamos debatiendo aquí y lo que ocurre en el Congreso o en las propuestas de la discusión en la sociedad. Por supuesto que coincido con lo que decía José Luis Machinea en términos de que la circunstancia nos va a obligar a recurrir a toda la cooperación internacional y lo único que faltaría es que nos vinieran a proponer que no paguemos. Eso sería horrible como consejo. Yo espero que prime la sensatez no sólo a nivel local sino a nivel internacional. Nosotros necesitamos como todos los países pequeños organismos multilaterales importantes, bien fondeados, con muchos recursos. Nosotros somos emergentes, porque no hemos emergido y ojala que los bañeros estén, que tengan todos los recursos necesarios y que no traten de ahogarnos. Yo espero que en ese sentido, tanto el FMI como el Banco Mundial y el BID hagan su tarea como la han hecho históricamente y que creo que debemos valorar fuertemente. Yo me divertía el año pasado, septiembre octubre en EE.UU. en las reuniones anuales, cuando había mucha gente que proponía suprimir estos organismos, yo pensaba que no estoy de acuerdo con eso y me recordaba a veces las cosas que uno escucha en otros países que también se proponía suprimirlos y pensaba ¿cuál es la simetría de intereses? Una cosa es que lo propongan suprimir en el norte, que son los que fondean y otra cosa es que lo propongamos nosotros, que somos los que lo utilizamos. Nunca pude entender esa posición en la Argentina, pero seguramente la privatización del agua mejorará nuestra reflexión sobre este tema porque debía estar contaminada.

El tema de la gobernabilidad: yo sé que es un tema debatible, mi idea es proyectiva, no mirar hacia atrás. Es pensar simplemente en los problemas que enfrentamos y yo digo que por la estructura de financiamiento y las dificultades que hay para normalizar ese financiamiento, dada la situación externa y fiscal, yo creo que el próximo gobierno no va a tener luna de miel, no va a tener mucho tiempo. Vamos a necesitar mucha cooperación del gobierno que se va y del que venga, gane quien gane las elecciones, pero esta cosa de que hay coaliciones relativamente homogéneas no es verdad. Acá ha habido dificultades enormes, para un gobierno que ha tenido mayoría en el Parlamento, para pasar alguna norma. No nos engañemos. La Constitución decía que teníamos que enviar una ley de coparticipación federal a más tardar en diciembre del 96. No hemos puesto todavía ese proyecto, un Poder Ejecutivo que en teoría tiene mayoría. Este es un tema un poco más complejo que tiene que ver con el clima de opinión. El problema que nosotros tenemos, que tiene Brasil, prácticamente no puede presentar un programa al Parlamento. Esa es la verdad. El problema que tiene nuestra sociedad es que los cambios que hubo en esta sociedad y en esta economía en la década del 90 son irreversibles y mucha gente está pensando de una manera abierta u oculta cómo lo va a revertir y no lo va a poder revertir, digámoslo con franqueza. Lo que vamos a poder hacer es mejorar lo que hay, ordenarlo de una manera más eficiente, más transparente, pero la idea de que vamos a dar vuelta la taba de nuevo no es factible porque los capitales vinieron bajo esas reglas de juego y ojo que están acá adentro, no están afuera y esa espada de Damocles está sobre nosotros y va a estar siempre vigilando y esa idea de que se puede gobernar primero para lo que la opinión quiere y después para los mercados y un poco para cada uno no existe tal cosa. Los mercados están día y noche, no duermen. Y si uno no tiene el respaldo, la credibilidad no existe en este mundo. Yo, sobre la ley de la convertibilidad fiscal no voy a hacer una extensión muy grande. Me gustaría que la ley fuera más simple. Y yo reconozco las dificultades que Remes

mencionó sobre cómo se crea el consenso político, y acá viene la otra advertencia. Si tiene consenso político que no exista la ley de gravedad, no la vamos a poder cambiar. El consenso político tiene que responder a la realidad. Y la realidad es que Argentina no puede tener los déficit que ha tenido en los últimos años. Nosotros hemos inventado gastos y como se originaron en reclamos de hace 20 años, no los computamos en el presupuesto. Cuando uno homogeniza la cifra, y mira el déficit por variación de deuda, nosotros hemos tenido déficit monstruosos en Argentina y la ley de convertibilidad o de responsabilidad fiscal no prevé como controlar eso. Yo digo entonces que la ley debería ser muy simple, la variación de deuda, eso no importa que sea por jubilado, por desaparecido, por exiliado, por lo que sea. No hay ítem que pueda estar fuera del presupuesto. Esa es la clave hacia el futuro, por eso yo creo que hay limitaciones y por último, yo no creo una palabra en esto de Laffer, por favor no inventemos cosas que no van a ocurrir. Laffer puso el ejemplo en condiciones absolutamente excepcionales que acá no se cumplen. ¿Alguno puede creer que si baja la tasa de impuesto, va a producirse un milagro de incrementos de actividades que compense la baja de impuestos? Ninguno de los que estamos acá lo creemos. Si no lo creemos, no lo intentemos. Eso no cierra. No se puede hacer eso. Yo creo que el viceministro de economía lo puso el otro día en términos, yo comparto esa franqueza que usó. De la Sota es posible, porque estuvo Mestre antes, porque hubo un ajuste fiscal enorme antes. Intenten hacer lo que hizo De la Sota en el gobierno nacional después de haber tenido quizá una de las gestiones más populistas que la Argentina ha tenido, porque debe haber pocos gobiernos que aumentaron el gasto y la deuda como la ha aumentado este gobierno. Después de haber aumentado el gasto y la deuda no hay ningún espacio para bajar los impuestos como se está mencionando en la campaña electoral y yo lamento que se haga ese planteo. El otro es el tema de la convertibilidad fiscal. Yo creo que uno puede ver el tema de la convertibilidad fiscal como que es la ley que va a regir los destinos de este país desde el punto de vista presupuestario o es una ley que pone ciertos límites a excesos. Para ponerlo en otros términos, si hubiésemos tenido la convertibilidad fiscal a comienzos de 1991, el gasto público no hubiese podido aumentar tanto, porque aumentó bastante por arriba de lo que aumentó el producto, así que a mi me parece bien lo que dice Adolfo en términos de que habría que haber sacado más la cosa procíclica, pero es una ley que pone al menos límites no solamente al crecimiento del gasto, sino al monto del déficit. Esto no quiere decir que uno ya vaya a cumplir la ley de convertibilidad fiscal, sino lo que tiene que hacer claramente el año que viene es ir por debajo de eso. Esto dependerá de lo que haga el próximo gobierno en términos de presupuesto. El otro tema es el del poder, yo me quedé un poco asustado cuando Jorge empezó a hablar de que el peronismo acumula poder, pero yo creo que Jorge estará de acuerdo con que si la Alianza se impone en las elecciones, seguramente va a haber 90 o 180 días en que el peronismo va a estar dispuesto a consensuar leyes en el Congreso. Siempre es claro que el peronismo tiene varias facetas y uno podrá hablar con uno o con otro y por otro lado es cierto que quedan recursos extremos, si eso pasa, pero yo no creo que pase, yo creo que el peronismo va a empezar a hacer su juego después de pasados los primeros 180 días y que seguramente va a ayudar al próximo gobierno a sacar las leyes que tenga que sacar. En el tema del fondo, lo que dijo Ricardo, uno no está en el tema de la definición de la arquitectura del sistema financiero internacional, con un poco de suerte está en la arquitectura del sistema nacional. Es cierto que cualquier política que tienda a castigar al sector privado en los países emergentes para nosotros es un problema. Y la otra cosa que es un problema es que a los mecanismos contingentes que tenga el Fondo se le pongan tantas restricciones que nadie lo pueda usar. La otra cuestión es que nos

pasamos un año discutiendo la necesidad de que haya mecanismos contingentes, etc., los tienen guardadito ahí, nadie quiere usarlo, primero para que no lo acusen de estar en crisis y segundo, el Fondo está esperando que uno llegue a esa ventanilla para pedirle no sé qué. Si lo que hacemos es una arquitectura y ponemos un fondo ahí que es realmente importante y que atiende a los problemas de liquidez o de crisis y después el Fondo está pegándole con la varita a todos los que llegan, sirve para poco. Los mecanismos contingentes tienen que ser contingentes cuando pase una crisis y poder usarlos sin exigir programas para países que están en programas con el Fondo, sin exigir cosas extremas.

Y por último respecto al Mercosur, para nosotros es un tema muy importante, lo es por todas las cosas que se han dicho en Argentina en los últimos tiempos, lo es también porque creemos que el Mercosur es la única manera de que cuando nos sentemos a negociar con la Unión Europea o con EE.UU. al menos nos sirvan un café. Y para nosotros es un proyecto económico y aparte es un proyecto político, pero también es cierto que el Mercosur tiene sentido en la medida que se cumplan ciertas reglas, si se dan cinco condiciones. Primero, que se cumpla lo que está pactado y creo que tiene que haber gestos concretos en este campo; segundo, que tiene que haber instituciones mínimas en el Mercosur, porque si no, depende del humor de los presidentes; la tercera cuestión es que el Mercosur es una cuestión económica y política. Para Brasil es más política que económica, para Argentina es más económica que política, lo que hemos hecho durante los últimos 6 meses es irritarlo a Brasil en la cuestión política; la cuarta es que creo que cuando uno tiene países con regímenes cambiarlos distintos, tiene que existir el mecanismo de compensación. Si hay alteraciones macroeconómicas importantes en un país, no se puede funcionar como si nada hubiera pasado, tienen que existir mecanismos compensatorios, claramente transitorios y es necesario avanzar en las cosas que quedan para avanzar, el tema de servicios, las compras del sector público, el tema regional dentro del Mercosur para llegar al tema de la coordinación de las políticas macroeconómicas.

ADOLFO STURZENEGGER

Lo primero que quiero decir es que realmente hoy me tocó hacer alguna crítica a una ley que presentó Jorge Remes pero yo quiero rendir mi homenaje a Jorge. Si yo supiera que los políticos argentinos son como Jorge, saldría ya disparando a comprar todo en Argentina porque creo que honras a la política argentina, porque sabés ser político, sabés buscar consenso, pero lo hacés sin resignar ninguna de las convicciones profesionales que tenés.

Con respecto a la búsqueda de consenso, precisamente es muy importante que los partidos políticos presenten propuestas claras en los procesos electorales, que la gente sepa qué está votando. Yo no creo que hoy Acción por la República tenga que buscar mucho menos consenso si es gobierno que el justicialismo o la Alianza, porque las propuestas nuestras han sido claras. Cuanto más ambigüedad, cuanto menos transparencia, cuanto menos claridad haya en las propuestas electorales, claro, hay que buscar consenso, porque en todo caso no sabemos qué votó el pueblo, qué significó el voto popular.

Jorge, la ley de convertibilidad fiscal es una buena ley, va en la buena dirección, simplemente creo que es demasiado modesta, demasiado poco ambiciosa. Yo no te digo que convezas a los legisladores que bajen el gasto, no, te digo simplemente que en vez de que haya una cláusula que el gasto puede aumentar tanto como el Producto, que diga simplemente que ningún año en ningún momento el gasto puede aumentar más del 2% real. Y me parece que es una diferencia terrible en la política fiscal argentina porque claramente el problema de la prociclicidad del gasto es el gran problema fiscal de Argentina y por eso estamos hoy en la situación en que estamos. Después, a largo plazo habrá que hacer una reestructuración. Sabemos que los precios relativos van en contra del sector público, por ejemplo la salud o el precio crece mucho más que las computadoras, por lo tanto, a largo plazo, en realidad tiene que tener un crecimiento real más importante. Pero ahora, para los próximos diez años pongamos un límite. El gasto no puede crecer más del 2% real en un año y si un año el Producto crece 10, ahí tenemos la solución de gran parte de los problemas fiscales de Argentina.

Además, bajar el gasto público, puede bajar nominalmente o realmente. Realmente necesita una reforma profunda del Estado, bajar el gasto real es bajar la cantidad de recursos reales que el Estado utiliza dado un cierto nivel de provisión de bienes y servicios públicos. ¿Por qué no puede bajar el gasto público nominal? Precisamente la propuesta nuestra, el efecto Laffer no fue la principal red de seguridad que yo comenté. Además, si volvemos a la experiencia histórica, cuando se instauró el programa de la convertibilidad, se eliminaron cualquier cantidad de impuestos distorsivos y el FMI no aceptó el programa y el Ministro de ese momento, Cavallo, le dijo perfecto, no lo acepté. A los tres meses la recaudación había aumentado de tal manera, uno de los impuestos distorsivos que se eliminó fueron las retenciones agropecuarias, ese era un impuesto loco, el único país del mundo que aplicaba impuesto a sus exportaciones. Sin embargo, 3 meses después el FMI ofreció cualquier programa porque la recaudación fiscal en abril, mayo y junio de ese año 91 aumentó excepcionalmente. De cualquier manera, para nada confío en el efecto Laffer. Sí confío en el segundo efecto, la segunda red de seguridad que es un cambio drástico en la estructura tributaria y en la administración tributaria. Pero por último, tal vez lo que yo deseo es que no funcionara ninguna de las dos redes de seguridad, entonces habríamos creado un mecanismo de *political economy* para convencer a los gobernadores y al sector público nacional que

primero les damos la oportunidad que con mayores impuestos no tengan que bajar el gasto. Si no tenemos éxito en recaudar los impuestos, tendrá que bajar el gasto. Sería la situación ideal, porque habríamos mejorado la competitividad del sector productivo de la economía y habríamos bajado el gasto público. Así que hay que analizar las propuestas en su conjunto. Con ironías no se discuten las cosas porque no es válido.

P: Uno de ustedes estuvo en el Congreso de la Nación en las últimas dos semanas del mes de marzo de 1991, que es cuando se envió el proyecto de ley de convertibilidad, y si no recuerdo mal, el 27 de marzo de ese mes se aprobó. La pregunta que le hago al panel es si alguien quiere hacer una reflexión sobre cómo el Congreso en ese momento aprobó esa ley. La historia ya la conocemos, porque a veces determinadas leyes parecerían leyes extremadamente duras y fundacionales, se aprueban en instantes o en días.

R: Es muy fácil. Cuando se tomó la decisión se habló con el jefe de la bancada y con tres diputados y nada más. Se llamó a todo el PJ y se dijo: "Muchachos, hay que votar esto". Se llamó a los senadores para que en forma concomitante estén sentados en sus bancas, creo que era ya de noche, porque había que votar una cosa muy importante que no se podía decir. Y la disciplina partidaria hizo que los muchachos aprueben a libro cerrado.

P: una pregunta para el Dr. Remes, si es posible que el gasto público lo mida como dijo el Dr. Machinea, diferencia de deuda. Si sumamos el déficit fiscal del 94 ahora no llega a 10.000 millones de pesos. La deuda cuando la arregló Daniel Marx era 60, 20 menos de privatizaciones, 40, más 10 serían 50, estamos en 120. El gasto público aumentó 70.000 millones.

Y la otra es que a pesar que López Murphy muchas veces habló del fundalty crisis, ustedes lo calcularon en el 3% del PBI, 9.000 millones de dólares. ¿Lo vamos a colocar al 2,5 y vamos a pedir prestado al 12?

DR. REMES LENICOV: Antes de responder quiero agradecer las palabras de Adolfo y como contrapartida quiero decirles que él fue profesor de Ricardo y mío, daba Desarrollo Económico y fue un excelente profesor.

En primer lugar, una observación que tiene que ver con su pregunta y con una cosa que dijo Ricardo. Dentro de la ley de convertibilidad la deuda externa tiene que ser igual al déficit, porque en el primer artículo se habla de la integralidad del presupuesto, donde varias cosas que hoy no están en el presupuesto, como PAMI, deben estar en el presupuesto. Lo que no está y que tiene que ver también con su pregunta, son los juicios que tiene el Estado. Díaz, el procurador dice que hay demandas contra el Estado del orden de los 17 mil millones de pesos. Obviamente no es que uno tenga que pagar esa plata, pero esas son las demandas. También el Estado tiene demandas con los contribuyentes o por el BANADE o BICE de un orden parecido. Básicamente lo que tiene como demanda el Estado son juicios previsionales, fundamentalmente de los militares por la manera en que se dieron los aumentos hace un par de años. Y en relación a lo que señala sobre la deuda, en verdad la deuda en esta década del 90 creció, una parte por el déficit, otra parte por los juicios de la década de los 80 que hubo que

pagarlos en la década de los 90 con parte de las privatizaciones y también juicios perdidos durante la década de los 90. Entonces, estrictamente hablando, si uno tira los juicios de esta década que correspondían a la década pasada, la deuda al fin del 89 era de cerca de 90 mil millones de dólares. Y eso se aproxima más al déficit acumulado de la década del 90 que habrá sido de unos 20, 25 mil millones de dólares, otros 10 mil millones que no estaban en el presupuesto que eran juicios perdidos. A futuro, uno debe conciliar incremento de la deuda con déficit y los juicios aparte, pero metiendo dentro del presupuesto absolutamente todo hasta los avales, los subsidios, PAMI, etc.

P: La pregunta es para el panel. Es evidente a mi juicio que la Argentina necesita a partir de ahora un enorme esfuerzo exportador, sobre todo con creciente valor agregado. En una de las propuestas está claramente establecido, pero no lo he visto en las demás y hoy escuché que se habló poco del tema de las exportaciones, que a mi juicio no hay otra solución.

R: Obviamente el tema de las exportaciones está atrás del tema de competitividad de la economía argentina, de las cosas que hay que hacer para reducir costos, pero también de algunas políticas específicas en el área de exportaciones que yo creo que son importantes y que no cuestan demasiada plata en términos de exportar, uno se sienta con la gente de exportaciones y analiza qué es lo que han hecho y qué es lo que harían con un presupuesto 8 millones de dólares más grande en términos de acuerdos sectoriales y ese tipo de cosas, resulta que hay ventajas claras. Yo creo que Argentina en este caso lo que tiene que hacer es básicamente copiar ejemplos exitosos y lo tenemos al otro lado de la Cordillera, y en otras partes del mundo. Obviamente yo lo mencioné cuando dije que si no logramos un crecimiento X de las exportaciones, tampoco vamos a restablecer la credibilidad y la confianza solamente con la reducción del déficit fiscal.

R: El tema tiene que ver con la competitividad y en verdad el tiempo no nos dio para desarrollar más integralmente qué se entiende por competitividad y qué medidas hay que tomar para mejorar la competitividad. Está claro que la estabilidad de las reglas de juego que hemos alcanzado hasta ahora más logros a futuro en todo lo que es gestión de Estado y solvencia fiscal a eso hay que sumarle una serie de políticas que tienen que ver especialmente con la competitividad.

Pero también a eso yo creo que Guillermo también hizo como pregunta si cabían o no las políticas activas. En primer lugar, las políticas activas o específicas están aceptadas por la teoría económica cuando hay fallas de mercado y también están aceptadas por la realidad internacional. Los países tienen políticas activas para favorecer sus exportaciones o para desarrollar sus pequeñas y medianas empresas. El hecho de que nosotros durante el pasado reciente y el pasado pasado hayamos sido un desastre aplicando políticas activas no significa que uno no pueda tener la inteligencia para armar institucionalmente otro mecanismo y tener éxito a futuro. Si ha habido otros países que lo han desarrollado, ¿por qué no lo podemos hacer nosotros? Y yo creo que uno no debe, si bien el término está quemado y a muchos les causa escozor por nuestra experiencia, yo creo que es válido hacer el planteo. Es obvio que para llevar adelante políticas activas, uno necesita tener los equilibrios macro y tiene que avanzar en la transformación del Estado, en la capacidad de gestión, porque buena parte de la política activa tiene que ver con gestión. Lo otro son políticas horizontales, a todos por igual. Y

en esto yo creo que tenemos muchas cosas para avanzar y en el caso específico de las exportaciones, más allá de lo que uno dice devolver rápido los impuestos, etc., hay todo un problema institucional de unificar criterios, hablar con los distintos sectores, pero también cambiar un poco la mentalidad de nuestros empresarios de vender lo que producen cuando uno tiene que producir lo que se puede vender, que es un poco el reclamo que hay. Y después también hay un listado largo de temas puntuales que claramente uno puede hacerlo y debe hacerlo.

JOSE LUIS MACHINEA

Quiero hacer dos puntos. Primero, yo tengo un gran respeto personal, profesional y académico por Adolfo por razones históricas y de afecto. Eso no quita que yo tenga una profunda discrepancia en este tema. Y usé la ironía para que fuera más urbano y educado. En realidad yo estoy en profundo desacuerdo con él. Yo voy a explicar por qué yo no creo en esto y porque creo que la experiencia que ellos documentan es incorrecta. En primer término, en la reforma del 91 y en las que ocurrieron en esa época no es que bajaron los impuestos y subieron la recaudación. En realidad lo que hubo allí es que se produjo una espectacular recuperación de la recaudación porque el deterioro inflacionario jugó con toda intensidad en ese momento. Nosotros bajamos de tasa de inflación espectacular a tasa nula. Y ese fue el efecto que explica el extraordinario aumento de la recaudación al mismo tiempo que veníamos de una economía contraída por un fenómeno de confianza, no contraída como en este caso por un shock real externo. En ese momento no había un shock real externo que contraía nuestro nivel de vida como ocurre hoy. Nosotros hoy tenemos una caída del nivel de vida que se dio porque lo que producimos vale cada vez menos y a los mercados a los cuales les vendemos están en crisis. Eso es la realidad y eso baja el nivel de vida, ese no era el problema de marzo del 91 donde teníamos una crisis de confianza, donde estábamos en riesgo de ir a una tercera hiperinflación, donde había comenzado una fuerte corrida y lo que se hizo fue quebrar la crisis de confianza y la economía recompuso su nivel de actividad, bajó su tasa de inflación y eso fue lo que recuperó el nivel de actividad, no es que la baja de impuestos permitió subir la recaudación y creo yo que esa es la realidad. Pero estas cosas son siempre opinables.

El problema de la segunda red, este es más significativo todavía, ¿cuál es el argumento de la segunda red que usa mi colega, amigo y profesor? La segunda red es que vamos a poner un sistema vinculado al sistema financiero y bancario y eso nos va a permitir mejorar la calidad de la administración tributaria. Pero eso no se puede decir, acá nosotros tenemos pasado todos. Cavallo ejerció el Ministerio de Economía 5 años y medio. ¿Por qué no se hizo en esa época y por qué se va a hacer ahora? La idea de que va a haber una alquimia que nos va a permitir producir una fenomenal mejora en administración tributaria yo no la creo. Si hubiera estado disponible eso, estas ideas estaban disponibles a comienzos de los 90. Yo creo que a lo mejor puede haber un efecto, ¿es un país anormal este que paga las compras de inmuebles en efectivo? Y es sano que por muchas razones se impidan esos pagos en efectivo, pero yo no estoy de acuerdo que va a haber un cambio porque usemos el sistema financiero que produzca una revolución en la recaudación tributaria. No es verdad. Ya hoy tenemos una red de retenciones en bancos y en empresas y de percepción y de mecanismos para evitar eso y probablemente tengamos que hacerlo hasta para evitar el lavado de dinero que todas las operaciones sean pagadas en cheques y habría que aprobar ahí un proyecto de ley del diputado Terragno en el Parlamento que cree que tiene el aval de Silvani y deberíamos aprobarlo y sería muy sano eso, pero no creo que eso pudiera producir ese salto de recaudación simplemente porque una gran parte de nuestra población está fuera del sistema bancario, está fuera de la seguridad social, está fuera de toda formalidad y ahí hay un problema muy difícil de debatir.

Y el problema de la tercera red es cómo hace para operar un esquema de esos.

Imagínense ustedes cómo se hace en un programa de gobierno donde se dice “Mire, la

baja de impuesto va a reducir un aumento de la recaudación y eso nos va a dar un margen, si eso no funciona, tenemos una segunda red que es la administración financiera, ahora si nada de eso funciona, ahí se viene el mazazo de gastos”. Eso yo no lo veo factible. ¿Por qué se lo discuto a Adolfo, por qué no se lo discutiría a otra persona? Porque este tema es crucial en el debate. Si la gente cree que el problema lo podemos resolver con un hallazgo espectacular en materia de administración tributaria, ¿cómo vamos a hacer para cortar el gasto en lo que hay que cortarlo? Porque cortar el gasto, vamos a ser francos, va a ser terrible. No nos engañemos, va a ser una cosa que nos va a lastimar el estómago, nadie tiene ganas de hacerlo, pero yo creo que hay que hacerlo. Entonces, ese es el problema que veo y se lo digo a él con enorme afecto, porque tengo miedo que eso nos distraiga, la expectativa de que hay un milagro ahí nos distraiga y no tenemos que estar distraídos, porque estamos en un desembarco. A los que iban en los lanchones en Hiroshima no los dejaban distraerse. Nos esperan los samuráis del otro lado.

R: Una razón por la cual las exportaciones todavía no aumentan más en Argentina, aparte de los problemas de competitividad que se citaron y que lamentablemente son muy duros en estos últimos dos años y además de las medidas que se sugirieron para mejorar la competitividad, hay un problema de sesgo anti-exportador que se mantiene en Argentina, o sea, los impuestos a las exportaciones y a la protección de lo importable es muchísimo mayor que los pequeños reembolsos que reciben las exportaciones. Por lo tanto, para exportar, hay que disminuir los impuestos al comercio y hay que disminuir los gravámenes sobre el comercio exterior, básicamente sobre las importaciones. Eso genera un sesgo pro- exportador y las exportaciones van a aumentar. Por supuesto este no es el momento para hablar de esto, no es el momento de hablar de una reducción de la protección al sector de importables en el momento donde la competitividad está muy comprometida, pero en el futuro vamos a tener que hablar de eso. Si tuviéramos un arancel, tipo Chile del 6% único, uniforme, tendrías una cantidad de exportaciones muchísimo mayor que la que tenés hoy. Sin perjuicio de ello, yo creo que en el ínterin coincidiría con Jorge en que algunas políticas horizontales generales de promoción de exportaciones estarían justificadas, precisamente porque estamos en una posición de segundo mejor, donde partimos de una distorsión previa en términos de proteger a los importables.

Sobré lo de Ricardo, yo no confío tampoco y más en la circunstancia de hoy que se pudiera repetir la experiencia del 91. Para nada, por eso repito que esa primera red de seguridad ni la tengo en cuenta. Con respecto a la segunda red de seguridad, yo tengo mucha confianza en que una simplificación drástica y una eliminación de todas las exenciones tributarias y una generalización absoluta de las bases tributarias, en IVA y Ganancias lleve a muy importantes incrementos de recaudación. ¿Por qué Domingo no aplicó la bancarización antes? Bueno él me comentó que en ese momento se entusiasmó con el esquema de Tacchi, que quería basarse en el tema de la facturación, que en algún momento dio mucho resultado, le pareció que era la línea a seguir en ese momento pero ahora le parece que esa línea ha tenido éxitos parciales y por lo tanto hay que intentar procedimientos más drásticos. Todo esto no es un milagro, es poner en marcha una posibilidad extremadamente compleja. Reconozco y en eso coincido totalmente con Ricardo, cuál va a ser el timing de esta reducción de impuestos con los cambios en la estructura tributaria y en la administración tributaria, es una tarea de una enorme complejidad, pero es un programa, es una propuesta, yo le tengo mucha confianza, probablemente más que la que le tenga Domingo. Es realmente una propuesta muy difícil pero no por eso no vamos a dejar de hacerla clara y de presentarla.

GUILLERMO CALVO

Yo quiero agradecer a mis amigos economistas y políticos. Pero creo que dado que hay prensa acá, hay una pregunta que siempre se hace, ¿cómo se ve a los técnicos que están atrás de los partidos? Hemos visto acá en el debate, que es de primera línea, es difícil tener este tipo de debate en otros países. En EE.UU. no se da un debate con tanta claridad, precisión, profesionalismo, así que yo me siento muy feliz y muy orgulloso de que tengamos este tipo de calidad. Ahora, lo que nunca puedo responder es por qué están en tal lío ustedes. Eso es difícil explicarlo y seguramente los economistas no tienen la culpa.

Nuevamente, muchas gracias al panel, muchas gracias a todos ustedes. Me han pedido que cierre estas Jornadas formalmente, agradeciendo nuevamente a las instituciones, al BCRA, a la Universidad Di Tella y a todas las instituciones que nos han ayudado.