
ANEXO II.
PRINCIPALES DISCURSOS DEL
PRESIDENTE DEL BCRA

***Seminario: La nueva ola de las entradas de capital: Transformación o sólo una marea más
¿Hay un nuevo boom en camino?
Banco Interamericano de Desarrollo, Nueva Orleans
25 de marzo de 2000***

Introducción : ¿hay un nuevo boom en camino?

En primer lugar deseo agradecer a Ricardo y al BID por organizar este excelente panel y por invitarme a participar. También deseo felicitarlo a él y a su coautor, Eduardo Fernández-Arias, por escribir un documento tan interesante para la reflexión. Su documento realmente nos obliga a revisar una serie de cuestiones que son de importancia fundamental para las economías emergentes y que, quizás, hemos dado por sentadas en demasía.

El título de este panel se refiere a si estamos en el inicio de un nuevo boom para las entradas de capital y me gustaría decir ante todo que soy optimista al respecto.

¿Por qué un período de nuevas entradas de capital?

¿Por qué adopto esta firme posición? Esencialmente porque veo que existen sólidos factores de impulso y atracción (“*push*” y “*pull*”). Del lado de la demanda (los factores de atracción), hay motivos tanto estructurales como cíclicos para mayores flujos de capital. Con respecto a los factores cíclicos, Asia (excepto Japón) se está recuperando bastante rápidamente con una tasa de crecimiento promedio esperada de alrededor del 5,4%. América Latina también parece estar en buena forma con un crecimiento promedio esperado para este año de aproximadamente 3,9% (economías emergentes del hemisferio occidental). Los precios de los productos primarios también están en alza nuevamente, lo cual siempre es un signo positivo para las economías emergentes. Por supuesto que los precios muy elevados del petróleo que estamos viendo tienen sus ventajas y sus inconvenientes para dichas economías. Por una parte, constituyen un beneficio significativo para los exportadores de petróleo como México, Venezuela, Ecuador y Colombia. Y también deberíamos agregar a la Argentina a esa lista, ya que actualmente el 13% de las exportaciones son de petróleo o productos afines. Por otra parte, estos precios del petróleo representan un costo para los importadores de petróleo como Brasil y Chile.

Pasando a los factores estructurales, las economías emergentes han mantenido, en mi opinión, una impresionante agenda de reformas con una mayor apertura de las cuentas de capital, mayor liberalización de los mercados internos y mayor privatización, que por supuesto atrae más capital. Además, las economías emergentes en general han trabajado duro para fortalecer la política fiscal y sus sectores financieros, mejorando así la solvencia que se percibe en ellos. De hecho, como ha sido de amplia difusión, recientemente México ha obtenido la categoría de inversión y estoy seguro de que Brasil y Argentina serán promovidos a esa categoría, en tanto ambos países continúen recuperándose con mejoras en las cuentas fiscales.

Pasando ahora al lado de la oferta (los factores de impulso), creo que también existen motivos que indican mayores flujos de capital hacia las economías emergentes. Nuevamente, analizando en primer lugar las tendencias cíclicas, si bien las tasas de interés de Estados Unidos pueden estar aumentando, yo diría que un alza adicional de entre 25 y 50 puntos base en las tasas de interés a corto plazo en dicho país está contemplado y no causaría un

shock negativo en los flujos de capital. De hecho, mientras el Fed pone frenos a la economía estadounidense, los índices de riesgo-retorno en los activos estadounidenses parecen ser más elevados que anteriormente y la clase de activos de los mercados emergentes parece ser más prometedora en un horizonte de inversiones de mediano plazo. Por otra parte, aunque las tasas de interés europeas estén en alza, siguen siendo muy bajas y parece improbable que haya grandes cambios en Europa para modificar su posición como exportador significativo de capitales. Japón también parece seguir siendo un exportador de capitales netos muy significativo para el corto a mediano plazo. Un factor que contribuye a este punto de vista es el envejecimiento de la población especialmente en Europa y Japón, y en ausencia de reformas de los sistemas de pensión, la mayor tasa de ahorro resultante sin ninguna duda aumentará aún más. Por último, los exportadores de petróleo han obtenido una ganancia imprevista muy substancial con los recientes incrementos del precio del petróleo y, por consiguiente, existe un grupo de países (la mayoría de Medio Oriente) que actualmente también son grandes exportadores de capital (estimamos que la ganancia es de alrededor de 70.000 millones de dólares, considerando al año 2000 con respecto a 1999). Entonces, con el aumento del índice de riesgo-retorno en los Estados Unidos, ¿hacia dónde irán los flujos de capital de los exportadores de capital? Tengo el presentimiento de que por lo menos algunos serán redirigidos hacia la clase de activos emergentes.

Ahora permítanme concentrarme en factores más estructurales del lado de la oferta o de impulso. En primer lugar, existe una liberalización continua en el Norte además de la existente en el Sur. Por ejemplo, las compañías de economías emergentes pueden ahora emitir directamente en los Estados Unidos. En segundo lugar, el crecimiento continuado de inversores institucionales en conjunto implica una mayor diversificación hacia activos de economías emergentes. En tercer lugar, ha habido una continua flexibilización de las normas con respecto a las decisiones de inversión de fondos de pensión y otros que les permitió diversificarse más (un ejemplo concreto reciente es el de los fondos de pensión italianos). Por último, hemos visto una fuerte tendencia en todo el mundo hacia la concentración y globalización de la producción. Ello ha estado sostenido por la revolución en las comunicaciones y ciertamente ha aumentado los flujos de capital y especialmente los flujos de IED (más adelante regresaré a este tema).

Los riesgos de este punto de vista

Por supuesto que mis predicciones con respecto a los flujos de capital no dejan de tener riesgos. Hay por lo menos dos tipos de riesgos. En primer lugar, existen riesgos provenientes del Norte. De hecho, hay dos riesgos opuestos dentro de la misma economía estadounidense. Uno de los riesgos es que la economía de Estados Unidos continúe creciendo sin control. El FMI está pronosticando un déficit récord en cuenta corriente de 350.000 millones de dólares para el 2000. Por lo tanto, los Estados Unidos son un gran absorbedor del capital mundial. Supongamos que la Nueva Revolución Tecnológica implique que la economía estadounidense insista en continuar siendo altamente exitosa; en ese caso, los Estados Unidos absorberán este monto o incluso un monto mayor de los flujos de capital mundiales. Incluso existe el peligro de que Europa y Japón descubran sus Nuevas Economías antes que las economías emergentes encuentren las suyas y, entonces, aumenten su productividad marginal relativa. Esto afectaría en forma negativa los flujos hacia las economías emergentes.

El segundo riesgo con respecto a la economía estadounidense es que sufra un aterrizaje brusco en lugar de uno suave y, por ejemplo, tengamos una corrección considerable del mercado de valores. No está para nada claro cómo ello afectaría los flujos hacia las economías emergentes. Si la aversión al riesgo permanece constante entre los inversores, dicha eventualidad podría efectivamente aumentar los flujos hacia los mercados emergentes pero es probable que la aversión al riesgo se incremente, con lo cual se reducirían los flujos hacia clases de activos que se perciben como más riesgosos. Haciendo a un lado a los Estados Unidos, también existe el riesgo de que el ECB (Banco Central Europeo) decida que un Euro bajo es una preocupación más seria para los riesgos de inflación en Europa y que las tasas de interés sean aumentadas más en lugar de menos y que el crecimiento europeo sea menor al esperado. Un tercer riesgo es que Japón continúe en recesión o, peor aún, que los inversores comiencen a reducir la categoría de crédito de las instituciones japonesas. Nuevamente, si la aversión al riesgo permaneciera constante, podría pensarse que ello tendría un efecto positivo en los flujos hacia economías emergentes. Pero creo que un escenario de menor crecimiento mundial y mayores tasas de interés en los Estados Unidos y Europa tendrá efectos negativos en las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes y su atractivo para las entradas de capital.

Riesgos provenientes del Sur. También existen, por supuesto, riesgos provenientes del Sur o permítanme extenderlos también al Centro. En particular, el reciente acuerdo entre los países de la OPEP de restringir la producción de petróleo ha tenido un efecto marcado en los precios mundiales, ayudado por una ajustada posición de *stock*. El peligro aquí reside en que las autoridades monetarias estén excesivamente preocupadas por la inflación creciente y entonces adopten una postura monetaria más restrictiva, aumentando las tasas de interés y bajando el crecimiento. Personalmente creo que este riesgo es bastante bajo ya que considero que las autoridades monetarias mundiales comprenden que el petróleo no es de ningún modo tan importante como lo era en el pasado en cuanto a su participación en el consumo de energía, que el actual alza de precios es probablemente de naturaleza temporaria (por lo menos eso es lo que nos indican los mercados de futuros) y más aún, que la experiencia del pasado ciertamente indica que demasiado poco dinero ante un *shock* de petróleo ha sido un problema mayor que el propio *shock* de petróleo.

Un segundo riesgo que deseo mencionar es el de la situación entre China y Taiwán. Aunque parece ser lejano a nosotros en América Latina, sabemos que estos tipos de tensiones internacionales pueden tener efectos rápidos y devastadores. Sin embargo, al mismo tiempo es de esperar que el costo económico para ambos países de cualquier carrera armamentista o algo peor provea los incentivos para encontrar una solución mutuamente aceptable para esta situación.

No obstante, el principal riesgo proveniente del Sur, en mi opinión, es el problema de la abundancia y no el de la escasez. Particularmente es el tema de cómo se administrarán las entradas de capital. Lamentablemente hemos tenido algunos episodios bastante desastrosos en el pasado. La enseñanza es que la crisis asiática se desarrolló, en parte, debido a los altos niveles de entradas de capital mal asignados con motivo de distorsiones significativas en los sistemas financieros. Sin embargo, como tema aparte es interesante destacar que la rápida recuperación en Asia parece sugerir que un elemento significativo de la crisis asiática fue la liquidez en lugar de la solvencia. En otras palabras, me parece improbable que haya habido una reforma completa y fundamental y aún así la recuperación ha sido relativamente rápida y sólida.

La crisis mexicana de 1995 también fue claramente complicada por un sector bancario que asignaba mal el crédito. El rescate ha costado, de acuerdo con Standard and Poor's, alrededor del 21% del PBI. Asimismo, el crédito del sector bancario privado en México ha seguido cayendo desde 1995 y actualmente es de alrededor del 13% del PBI, excluyendo Fobaproa, o del 25% si se incluyen estos créditos. De hecho, México tiene ahora con relación al PBI una intermediación crediticia interna más baja que la Argentina, mucho más si se excluye Fobaproa. La crisis parece entonces haber tenido un efecto perdurable en México en términos de la eficiencia del sector bancario como asignador de crédito. Entonces, la pregunta hoy es ¿cómo emplearán las economías emergentes las nuevas entradas de capital? ¿Se emplearán de manera eficiente y segura?

¿Aprenderemos las lecciones del pasado?

Hay dos lecciones importantes que deberíamos haber aprendido: 1) es necesario que las políticas aseguren que los incentivos sean correctos a fin de que el capital ingrese para encontrar propósitos productivos y 2) el capital que ingresa puede salir, es decir, los riesgos de liquidez son reales y un riesgo en sí mismos. Los países que importan capital necesitan asegurar que el marco de sus políticas sea sólido de modo que los incentivos sean correctos y los riesgos de liquidez estén controlados, por ejemplo construyendo una política de liquidez como la que tenemos en el sector bancario argentino.

Acerca de los argumentos de Ricardo sobre la composición de los flujos

Ahora me referiré al tema de la composición del capital y la presentación altamente controvertida de Ricardo de esta mañana.

Un punto de vista “MM” sobre la liquidez

Ricardo, reflejando sus excelentes antecedentes académicos, parte de la teoría y en particular “la teoría de la firma”, debida a Coase y otros, y la teoría de Modigliani-Miller (MM), que establece que, al margen de alguna distorsión o factor externo, el valor de una firma debería ser independiente de la manera en que es financiada.

Quiero sugerir una teoría paralela a la de Modigliani-Miller, pero aplicada al tema de la liquidez en lugar de la valuación. Estamos acostumbrados a pensar acerca de los riesgos de liquidez del lado del pasivo en el balance. En otras palabras, estamos acostumbrados a pensar acerca de un problema de liquidez en términos de una corrida de los depósitos o el hecho de que un país o compañía no pueda refinanciar sus bonos u otros pasivos. En este contexto, el punto de vista tradicional es que IED puede ser más seguro que otras formas de inversión dado que no puede “correr”. De acuerdo con este punto de vista, IED tiene entonces menores riesgos de liquidez. Sin embargo, supongamos que un país ha recibido mucho IED y luego sufre un *shock*. Los inversores pueden no ser capaces de “correr” en el sentido típico pero de hecho pueden “correr” de otra manera. Por ejemplo, pueden tomar préstamos del sistema financiero local en moneda local y convertir estos recursos a dólares. En otras palabras, en lugar de sufrir una “corrida” de los depósitos puede haber una mayor demanda de “activos locales”. Ahora bien, en este tipo de situación es muy probable que las instituciones financieras no tengan ningún problema en aumentar sus préstamos a inversores IED extranjeros que probablemente tengan una calidad crediticia superior y reducir los préstamos a las pequeñas empresas locales. Sin embargo, esto a su vez implica que esas

pequeñas empresas se verán privadas de crédito o que de pronto encontrarán que el crédito es más costoso y habrá una crisis de liquidez con el consiguiente efecto en la economía en general. Así, un mayor IED puede no implicar ninguna “corrida” pero ello no significa que no haya un problema de “liquidez”. El resultado es el mismo. Una crisis de liquidez para las pequeñas y medianas empresas. Este tipo de proceso probablemente ocurrió en Argentina durante 1998/9 y la crisis de liquidez para las pequeñas y medianas empresas ayudó a alimentar la recesión que experimentamos durante ese período.

Algunos comentarios sobre la experiencia argentina

Para concluir mi presentación, permítanme dedicar un par de minutos a hablar sobre la experiencia de Argentina. Argentina ha recibido un monto muy significativo de inversión privada extranjera bruta durante la década del '90 (casi 120.000 millones de dólares entre 1992 y el tercer trimestre de 1999, 60.000 millones de dólares en IED, 48.000 millones de dólares en inversiones en cartera y 11.000 millones de dólares en otros flujos privados).

En términos de composición, Argentina no ha sido muy diferente que las economías emergentes en su conjunto a través del tiempo, hemos recibido una creciente proporción de IED y una menor proporción de inversiones en cartera y otras inversiones (IED sólo superó el 20% en 1993/4 y en 1996-1998 fue de alrededor del 38%, en 1999 fue casi del 200% ya que había una salida significativa de flujos de cartera. (Nota: con entradas y salidas en la balanza de pagos nos referimos a cambios en los pasivos internos hacia extranjeros y cambios en los activos extranjeros que son propiedad de residentes, respectivamente) .

En el caso de Argentina, las entradas de capital han sido altamente procíclicas con elevadas entradas asociadas con los muchos años de alto crecimiento que experimentamos bajo la Convertibilidad y entradas mucho menores asociadas con los años de recesión de 1995 y 1999 (en 1995 hubo una caída de aproximadamente 3.000 millones de dólares en las entradas brutas -de un pico de 16.300 millones de dólares en 1994- y una caída de 6.000 millones de dólares en las entradas netas de 12.500 millones de dólares en 1994, en 1999 hubo salidas significativas de cartera y otra financiación, aunque la entrada de IED alcanzó un récord de casi 28.000 millones de dólares).

IED en Argentina también ha crecido en forma constante incluso en años difíciles como 1995 y de hecho alcanzó un récord en 1999. Obviamente esta cifra incluye un par de grandes transacciones (YPF-Repsol y la venta del Banco Hipotecario), pero incluso si excluimos estas transacciones, IED aún superó 6.000 millones de dólares. Por otra parte, la inversión de cartera reacciona mucho más en estas épocas malas y se contrajo sustancialmente en 1995 y 1999. Por un lado esto confirma la teoría de RH ya que IED como proporción de las entradas totales fue mucho más alto en épocas de mayor riesgo. Por otro lado, también parece confirmar el punto de vista más tradicional que IED es un flujo más constante y confiable.

Pensando en los sectores que han recibido IED y el increíble cambio tecnológico y las ganancias en eficiencia y productividad ocurridos en esos sectores, resulta difícil no asociar esta transformación con la inversión de IED. Sin embargo, para considerar este tema de manera más científica es necesario comparar el cambio tecnológico en Argentina (comparado con el resto del mundo) en los sectores que recibieron IED y los que no lo recibieron. En la práctica, resulta difícil pensar en un sector argentino que no haya recibido

IED significativo para realizar una comparación. No obstante, un ejemplo es la industria del papel donde la productividad ha aumentado en forma bastante drástica y sobre la base del capital local y no de la inversión de capitales extranjeros (la productividad aumentó un 36,2% mientras que el incremento promedio de la productividad en la industria fue del orden del 29,8% durante el período). Entonces no queda claro que IED sea necesario para un cambio tecnológico significativo.

Por supuesto que IED adopta muchas formas diferentes y a veces existe, como manifiestan Ricardo y Eduardo en su documento, una discrepancia muy significativa entre lo que la gente piensa como IED y lo que efectivamente son medidas en las estadísticas típicas de la balanza de pagos. Las adquisiciones de compañías locales por firmas extranjeras ha sido un componente muy significativo pero algo volátil del IED en Argentina, en tanto los aportes de capital a las compañías existentes ha estado creciendo en forma significativa, alcanzando casi 3.000 millones de dólares anuales a la fecha. Estoy seguro de que saben que las ganancias acumuladas de las firmas de propiedad extranjera también es un elemento del IED (están registradas como salida y como entrada en la cuenta de capital). De hecho, las ganancias de las firmas de propiedad extranjera son una salida (registrándose los dividendos en la cuenta corriente) y las ganancias acumuladas en la cuenta de capital y esas mismas ganancias acumuladas registradas también como entrada. Incidentalmente, esto significa que un país como la Argentina que se ha abierto al capital extranjero y tiene ganancias significativas de compañías extranjeras tiene un déficit en cuenta corriente más elevado que el que tendría de otro modo. Sin embargo, en las épocas no tan buenas, por ejemplo, en la recesión de 1995 y del año pasado en Argentina, los pagos de dividendos tienden a actuar como un absorbedor natural de *shocks* -de hecho, en 1999 los pagos de dividendos cayeron más que lo que aumentaron los pagos de intereses, reduciendo en términos netos el déficit en cuenta corriente.

En el caso de la Argentina entonces, hemos recibido entradas de capital sustanciales que han tenido un impacto enorme en el crecimiento económico. Al igual que Ricardo, estoy menos preocupado por la composición de esa entrada de capital pero creo firmemente que es necesario que aseguremos que haya incentivos correctos y una política correcta para administrar los riesgos ocasionados por esas entradas.

Hausmann y Fernández-Arias sobre IED y las instituciones

Desearía referirme a un último punto con respecto al documento de Hausmann y Fernández Arias y al punto de vista de que IED es en parte una respuesta a las instituciones débiles. En otras palabras, estos autores sugieren que la enorme inversión directa extranjera recientemente ocurrida en América Latina puede haber adoptado esa forma debido a que los extranjeros prefieren asumir el control de las empresas, en lugar de prestarles dinero, debido a un débil cumplimiento de los contratos o una conducción societaria débil. Por un lado, creo que potencialmente éste es un argumento muy importante que merece ser analizado con mayor profundidad.

Por otro lado, hemos visto una consolidación muy significativa a través de muchas fronteras nacionales, incluyendo fusiones y adquisiciones entre fronteras de países G10, por lo que no me queda totalmente claro que ésta sea toda la historia. De hecho, una explicación alternativa puede ser simplemente la tendencia hacia la consolidación global como resultado de mejores comunicaciones y la necesidad de reducir los costos de producción a raíz de la

competencia global. Las economías emergentes pueden estar obteniendo una mayor proporción de esta actividad de consolidación con relación al tamaño de sus propias economías al ser mayores los beneficios potenciales en términos de mejoras en la eficiencia.

No obstante, habiendo arrojado esta duda, también deseo referirme al punto de que si el punto de vista de Hausmann - Fernández-Arias sobre el mundo es correcto, y no lo descarto por completo, entonces quienes critican la reciente venta de compañías latinoamericanas a extranjeros deberían estar presionando muy fuerte para que se reformen esas débiles instituciones. En otras palabras, deberían estar propulsando la reforma del sistema judicial y mejoras en la conducción societaria y el desarrollo de los mercados de capitales locales a fin de asegurar que la industria en América Latina pueda encontrar el capital externo necesario sin tener necesariamente que vender el control de la firma.

Conclusión

Permítanme concluir resumiendo los puntos principales a los que me referí en el día de hoy. Creo que tal vez estemos en los inicios de un nuevo período de flujos de capital hacia las economías emergentes debido a factores favorables de impulso y atracción. Sin embargo, existen riesgos para esa predicción provenientes del Norte y del Sur. Un riesgo importante proveniente del Sur consiste en asegurar que si se produce un nuevo boom, éste sea manejado correctamente y en particular que aprendamos las lecciones del pasado con respecto a evitar la mala asignación del capital y que aprendamos que existen riesgos de liquidez que debemos administrar activamente. Más aún, estos riesgos de liquidez existen independientemente de la forma de las entradas de capital que aceptemos.

La experiencia de la Argentina demuestra que las entradas de capital han sido sumamente importantes en el desarrollo de la economía. IED ha tenido una proporción cada vez mayor en las entradas de capital y ha sido particularmente elevado en los difíciles años de recesión de 1995 y 1999. Esto coincide con el punto de vista tradicional (que los flujos de IED son más estables) y el de RH (que la mayor composición de IED refleja mayores riesgos).

Mi punto de vista es que los gobiernos necesitan asegurar que el mercado tenga los incentivos correctos para traer capital de la manera más eficiente y segura posible, administrando los riesgos asociados con ese flujo, en lugar de intentar influir activamente en el tipo de entrada de capital. Gracias señoras y señores por escuchar esta (breve) presentación.

***Segundo Simposio de SEDESA sobre Seguro de Depósitos
Buenos Aires
27 de marzo de 2000***

Es para mí un placer inaugurar este Segundo Simposio de SEDESA sobre Seguros de Depósitos.

Tal como en la ocasión anterior, SEDESA ha convocado a un calificado grupo de profesionales y expertos para extraer lo mejor de su experiencia en este tema, un tema cuya importancia está fuera de discusión, pero cuyas delicadas implicancias exigen una cuidadosa construcción o “arquitectura” (como se ha dado en decir últimamente) que tome en cuenta la interrelación de las diversas instituciones relacionadas: la regulación prudencial de la banca, la supervisión del sistema financiero y la propia garantía de los depósitos.

De la adecuada y armoniosa relación entre estas tres instituciones depende el logro de una banca que crezca a tasas satisfactorias sin poner en riesgo su solvencia y liquidez y sin dar lugar a situaciones de “riesgo moral” intolerable.

Tras diversas experiencias traumáticas en nuestro país, pero aprendiendo también de situaciones críticas en muchas otras economías, incluso en las más desarrolladas, hemos ido mejorando nuestras instituciones prudenciales, así como los mecanismos de resolución de crisis individuales.

Desde el establecimiento de la convertibilidad del peso en 1991 y del Banco Central independiente en 1992, se han introducido numerosas innovaciones en la regulación prudencial, así como sustanciales mejoras en la Superintendencia de Entidades Financieras. Finalmente, en 1995 se introdujo un seguro de depósitos obligatorio, oneroso, limitado y ligado al riesgo de cada entidad, junto con un Fondo de Capitalización bancaria. Por otra parte, la ley de entidades financieras fue adecuada, también en 1995, para dotar al Banco Central de instrumentos que le permitan minimizar los costos de las reestructuraciones de bancos, en particular vía la exclusión de los mejores activos del banco en dificultades en defensa de sus pasivos privilegiados, los depósitos.

Combinando todos estos instrumentos -contando para ello con la invaluable cooperación de SEDESA en su carácter de entidad administradora del Fondo de Garantía- hemos podido utilizar eficientemente los recursos relativamente escasos del Fondo de Garantía y reestructurar, desde fines de 1995 hasta la fecha, 18 entidades en situaciones de iliquidez e insolvencia, con bajos costos sistémicos y sin por ella inducir conductas en los banqueros asociadas con un incremento del “riesgo moral”.

Merece destacarse que si bien se trata de número de entidades relativamente elevado, cuando esos bancos son medidos por el total de sus depósitos (que alcanza a 3.229 millones de pesos) su tamaño representa menos del 5% del sistema. Con los recursos legales y financieros disponibles mencionados, fue posible honrar los depósitos del 99% de los depositantes, por el 96,6% del monto involucrado.

Los recursos invertidos en estas 18 operaciones, por el Fondo de Garantía, el Fondo Fiduciario y el Banco Central sumaron 1.950 millones de pesos, de los cuales más de dos tercios corresponden a los aportes efectuados por los propios bancos. Es pues, significativa

la contribución que ha hecho el propio sistema financiero para su reestructuración. Aún en el improbable caso que ni un solo peso de esta cifra pudiera ser recuperado, el costo para las entidades financieras alcanzaría al 0,07% del PIB.

Adicionalmente, es a través de SEDESA que el sistema financiero argentino solventa el gasto que significa mantener vigente el programa contingente de repos, que brinda liquidez sistémica adicional a la que los bancos deben reservar para cumplir con los requisitos mínimos de liquidez. Mientras estos requisitos alcanzan al 20% de los pasivos de corto plazo, el programa contingente significa casi otro 10%, y es enteramente soportado por las entidades financieras.

La consolidación producida en el sistema financiero argentino, obtenido gracias al régimen prudencial y una mejor supervisión bancaria, así como el más eficaz uso de los recursos de SEDESA durante los últimos años, han permitido que la contribución que deben hacer los bancos a SEDESA haya disminuido de 36 puntos básicos sobre depósitos, por año, a 18 puntos básicos a partir de enero del corriente año. Este aporte no alcanza aún el nivel que tienen sistemas más maduros y por ende más consolidados, como el de España, en el que la contribución es de 10 puntos básicos por año, pero es inferior a la de muchos países latinoamericanos como Brasil y México en los que las contribuciones alcanzan a 30 y 40 puntos básicos, respectivamente.

Estas experiencias de Argentina, mas las enseñanzas que desde otros países se volcarán a lo largo de este Simposio, nos permitirán trazar con mayor precisión el camino a seguir recorriendo para lograr la consolidación del sistema financiero en el marco de una activa competencia, único garante en el largo plazo de su eficiencia y crecimiento sostenido. Este será pues, el aporte del Banco Central a la estabilidad monetaria, al crecimiento económico y a la mejora del bienestar nacional.

Mis felicitaciones a SEDESA por esta iniciativa y, sin más, dejo abierto este Simposio, con el deseo de que sean muy ricas y fructíferas sus deliberaciones.

***Seminario: Reformando la arquitectura de las instituciones económicas globales
Center for Economic Policy Research
Bank of England, Londres
5/6 de mayo de 2000***

En primer lugar, deseo agradecer a los organizadores de esta conferencia por invitarme a un evento tan interesante. Creo que son muy apropiadas las felicitaciones por el momento elegido para esta conferencia. De hecho, cuando en 1994 se lanzó esta Iniciativa sobre las Instituciones Económicas Globales (IEG), los organizadores probablemente no imaginaban que esta conferencia final tendría lugar exactamente cuando existe tal apreciación general del rol de dichas instituciones.

Limitaré mis comentarios a ciertos temas que son centrales para la arquitectura financiera global, a saber el rol del Banco Mundial, del FMI y algunos comentarios más generales sobre el desarrollo y uso de normas.

Instituciones Económicas Globales y factores externos supranacionales

Existen maneras diferentes de encarar este tema; la que utilizaré es considerar los objetivos y funciones de estas instituciones desde cero, una especie de enfoque de cero absoluto. Además, impondré una restricción adicional a mi análisis, es decir, consideraré únicamente los objetivos y funciones que pueden justificar la existencia de una IEG desde un punto de vista económico, sin emplear ninguna otra consideración. Esto me parece más apropiado, dado que si podemos sustentarnos en esa base, luego será sencillo incorporar otros aspectos (por ejemplo, consideraciones políticas).

Este puede ser un enfoque algo ingenuo. No reconoce algunas realidades políticas importantes que existen y que se encuentran incorporadas en la carta orgánica de estas organizaciones. Sin embargo, la gran ventaja es que me permite centrar mi análisis exclusivamente en razones económicas, es decir, utilizando las herramientas estándar de la teoría de la economía de bienestar para analizar temas normativos y positivos, haciendo a un lado toda consideración política.

Por otra parte, tomaré cuatro premisas básicas: (1) que los mercados son en general eficientes en la asignación de recursos a diferentes actividades económicas; (2) que los mercados pueden no producir la asignación de recursos óptima si existen externalidades, es decir, discrepancias entre los costos o beneficios sociales y privados; (3) que las externalidades que pueden resolverse a nivel nacional deben ser, primordialmente, un interés de los gobiernos nacionales; y (4) que la modificación de la distribución de ingresos que resulta de este proceso de asignación de recursos es un problema político que debe ser resuelto en su totalidad por los países individuales.

El rol de las Instituciones Económicas Globales fluye con bastante naturalidad de este conjunto básico de premisas¹: deben centrarse en internalizar esas externalidades que son supranacionales. En otras palabras, las IEG deben (1) proveer bienes públicos internacionales (bienes que si un país los consume no impide a otro que haga lo propio) y (2) intentar mitigar el impacto negativo (o ampliar el positivo) de la acción de un país sobre otros.

¹ Los incentivos para que los países cooperen incluso en presencia de "aprovechados" constituyen lo que puede dar origen al desarrollo de las Instituciones Económicas Globales.

Sin embargo, permítanme complicar mis premisas un poco más. Mi enfoque sólo será válido si los mercados en general funcionan bien. Los mercados no funcionarán cuando los derechos de propiedad no estén bien definidos o protegidos. En otras palabras, no funcionarán bien para los países que tengan sistemas jurídicos deficientes u otros aspectos de la infraestructura del mercado que sean defectuosos. Me parece que una buena medida de la infraestructura de mercado de un país es su acceso al capital internacional. El rol de los multilaterales en países sin acceso al capital internacional puede entonces ser bastante diferente de su rol en países que tienen acceso regular. Además, con un acceso rutinario al capital internacional existen muchos más externalidades que pueden resolverse internamente. En el análisis microeconómico usual, el conjunto de oportunidades de un país se expande drásticamente con el acceso al capital. Si un país no tiene acceso al capital internacional, entonces necesitará mayor asistencia para resolver externalidades que pueden de hecho ser de naturaleza más local.

Les presentaré un ejemplo para aclarar este concepto. Consideremos un país que tiene acceso rutinario al crédito internacional. Se sostiene que la educación produce externalidades positivas; es decir, que los beneficios de la educación no son recibidos en su totalidad por la persona que es educada sino que alcanzan al resto de la sociedad. Si éste es el caso, existe la necesidad de que el gobierno intervenga para asegurar que se provea la cantidad correcta de educación. Una pregunta pertinente es ¿qué nivel de intervención gubernamental es necesaria, nacional o supranacional? Si suponemos que las externalidades internacionales asociadas con la educación son muy limitadas y que las externalidades nacionales podrían ser internalizadas en el país, entonces es responsabilidad del gobierno nacional corregir esta falla del mercado. Por otra parte, para un país que no tiene acceso rutinario al crédito internacional, las IEG pueden ser relevantes ya que el propio país puede no ser capaz de internalizar la externalidad local.

Un ejemplo de externalidad supranacional es que la infraestructura financiera de un país puede ser demasiado frágil, siendo así proclive a la crisis financiera; y ello, a su vez, puede tener efectos indirectos o contagiosos en otros países. Puede ser de interés para la comunidad mundial, en términos puramente económicos, ayudar al país a fortalecer su infraestructura financiera.

Al mismo tiempo, esto no significa que yo esté en contra de la ayuda económica directa. La ayuda económica a las naciones o regiones más pobres puede estar justificada por un conjunto de otras razones, y estas razones pueden superponerse con las que surgen de un análisis puramente económico. En el ejemplo anterior, el país puede ser tan pobre que tal vez no sea capaz de internalizar las externalidades de la educación, y la ayuda exterior puede ser un instrumento útil para ayudarlo. No obstante, creo que es mejor distinguir el rol de las instituciones que está basado en el uso del análisis económico de bienestar de su rol de proveedores de ayuda externa, y que debemos ser cuidadosos en separar la función de “ayuda” de las operaciones estándar del Banco y el Fondo.²

² Si no lo hacemos, entonces podemos enfrentar dificultades como las descritas por Joe Stiglitz en la conferencia, con relación a los problemas de agencias, Gobierno Mundial, etc.

El Banco Mundial

Consideremos primero al Banco Mundial. El rol del Banco debe reflejar las características de los países. Ya he mencionado la importancia de tener acceso al capital internacional. Dado el aumento significativo de los flujos de capital privado hacia las economías emergentes, el rol más importante del Banco Mundial no es prestar su propio dinero sino garantizar que los países en desarrollo tengan acceso a los mercados de capitales privados. Si un país no tiene ese acceso, entonces debe fijar sus propias prioridades políticas y utilizar los recursos necesarios para producir esos bienes públicos y así internalizar cualquier externalidad nacional.

El problema es que si no existe acceso al capital internacional, entonces un gobierno nacional puede no ser capaz de corregir esas externalidades dado que carece de recursos. Pero ¿qué externalidades justifican la intervención de las IEG? Asumiré que el mundo en su conjunto mejorará si todos los países participan en el comercio de bienes, servicios y capital. Una participación más generalizada no sólo tiene el beneficio evidente para la comunidad mundial de integrar a más países política y económicamente, sino también tiene un efecto disciplinario en hacer que los países deseen continuar recibiendo los beneficios de pertenecer a la comunidad mundial. Las externalidades promovidas por el comercio son bien conocidas y el rol de la Organización Mundial del Comercio es muy importante en este aspecto, pero esta área excede el alcance de esta breve presentación.

Con respecto al Banco Mundial, uno de sus roles principales debería ser el de analizar por qué los países no tienen acceso al capital privado e intentar corregir los mecanismos que impiden ese acceso. En mi opinión, esta falta de acceso probablemente se deba a algunos problemas institucionales muy básicos, tales como sistemas jurídicos deficientes, una mala protección de los derechos de propiedad y potencialmente incluso un sistema político defectuoso, proclive a la corrupción. Queda claro que si los acreedores potenciales no tienen una clara comprensión de la voluntad de pago del país, no se molestarán en considerar su capacidad de pago^{3 4}.

En algunos de los países más pobres, el marco político y legal podría ser tal que las dudas de los inversores se refieren, no a su capacidad, sino a su voluntad de pago. Corregir tales problemas es parte de la esencia misma del desarrollo. Esto no significa que el rol del Banco Mundial debería ser imponer una serie de instituciones políticas en un país, sino que podría llevar a cabo la muy útil función de ayudarlo a alcanzar un estado en el cual su voluntad de pago no esté en duda, y se logre el acceso al mercado de capitales. Los préstamos otorgados por el Banco son particularmente importantes dado que la condicionalidad de estos préstamos debería ser utilizada para persuadir a los gobiernos de esos países a sancionar las reformas necesarias a fin de garantizar que se logre el acceso al capital privado.

³ La evidencia sobre qué es lo que determina el acceso a los mercados de capitales internacionales está mezclada: En “*Does the revival of International Private Capital Flows Mean the end of Aid? An Analysis of Developing Countries’ Access to Private Capital*”, *World Development* Vol 26 No 7 pp1221-1234, R. Lensink y H White concluyen que el crecimiento, PBI per cápita y un indicador del desarrollo financiero local son significativos. En “*Legal Determinants of External Finance*”, La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. y Vishny R.W., *Journal of Finance*, Julio de 1997, sostienen que los determinantes son de naturaleza esencialmente legal y que países con el mismo ingreso per cápita tienen un acceso bastante diferente a los mercados de capitales privados internacionales.

⁴ J Stiglitz, en “*Peer Monitoring and Credit Markets*”, *World Bank Economic Review*, Vol. 4, No. 3, pp 351-366, analiza cómo los diferentes acuerdos institucionales pueden afectar el comportamiento de reembolso incluso cuando los niveles de ingresos son muy bajos. Cita el famoso caso del excelente nivel de recupero de préstamos del Grameen Bank en Bangladesh.

Para los países que ya poseen las instituciones necesarias que aseguran el acceso al mercado de capitales privados, el Banco debería tener un rol diferente: debería centrarse en (1) asegurar que las instituciones locales se desarrollen de acuerdo con normas sólidas que garanticen que los países mantengan el acceso a los mercados de capitales; y (2) concentrarse en áreas en las cuales existen claras externalidades supranacionales.⁵

El Banco Mundial debería promover reducciones en la vulnerabilidad que ayuden a mitigar los efectos de las restricciones temporarias en el acceso de un país al capital privado mediante el desarrollo de proyectos que incrementen las instituciones financieras y presupuestarias, incluyendo la reforma bancaria, del sistema de pensiones, fiscal, judicial y laboral. Más aún, las garantías del Banco Mundial pueden mejorar la credibilidad de los países emergentes y brindarles apoyo para acceder al capital privado⁶. El problema de la inconsistencia temporal es con frecuencia un motivo de problemas en los mercados financieros, especialmente en aquellos que no están respaldados por una clara infraestructura legal. El préstamo soberano es un claro ejemplo y el mercado privado puede no respaldar el préstamo a países soberanos cuando por alguna razón los efectos de reputación u otras sanciones por incumplimiento no pueden controlar el problema de la inconsistencia temporal. Una garantía multilateral estructurada para explotar la “categoría de crédito preferencial” de, por ejemplo, el Banco Mundial se presenta como una forma natural de resolver este problema en particular.

Por otra parte, existen muchos ejemplos de temas donde están presentes las externalidades supranacionales. El medio ambiente provee varios buenos ejemplos -incluyendo el recalentamiento global, la contaminación, la administración de recursos hídricos. Adicionalmente, existen muchos proyectos que requieren de la cooperación internacional, incluyendo la infraestructura, energía, telecomunicaciones, etc. El sector de la salud provee otra área amplia en la que abundan las externalidades supranacionales. Otras externalidades supranacionales en las que el Banco Mundial puede fijar su atención son aquellas relacionadas con las migraciones y el delito -puede ayudar a los gobiernos nacionales y organizaciones internacionales a combatir el lavado de dinero por ejemplo. Por último, el Banco tiene un rol relevante en la creación de normas en las áreas que son de su competencia. Las normas internacionales pueden desempeñar un rol vital en muchas áreas asegurando una competencia justa y segura en el mercado global.

También deseo enfatizar que el Banco Mundial debería evaluar la solidez de los derechos de propiedad y la calidad de las administraciones públicas en diferentes países y actuar para fortalecer estas áreas en las que se detecten deficiencias. Estos temas tal vez tengan externalidades que no pueden ser fácilmente internalizadas por el país y pueden originar *shocks* en el mercado financiero internacional.

⁵ El informe Meltzer adopta un punto de vista diferente e indica, por ejemplo, que “todas las transferencias de recursos a países que tienen acceso al mercado de capitales (de acuerdo con una calificación de bonos internacionales de categoría de inversión) o con un ingreso per cápita superior a 4.000 dólares, serían excluidas durante los próximos 5 años”. Supone que una vez que un país logra un determinado nivel de acceso a los mercados de capitales privados, el rol del Banco Mundial está cumplido. Yo no estoy de acuerdo. Creo que el Banco aún puede tener los dos roles antes indicados. Más aún, creo que se debe tener mucho cuidado al utilizar pautas tales como la categoría de inversión o un nivel de ingresos determinado. Las agencias calificadoras tienen malos antecedentes en la evaluación de los riesgos de país, tal como lo demuestra el hecho de que la categoría de Corea fue reducida de AA- a B+ en el término de sólo dos meses.

Un segundo problema, y tal vez más importante, es que el informe supone que, en términos de acceso al crédito, tener un ingreso per cápita de 4.000 dólares equivale a tener una categoría de inversión y esto es claramente incorrecto. Existen varios países, incluyendo a la Argentina, que tienen un ingreso per cápita superior a 4.000 dólares pero que aún no han alcanzado la “categoría de inversión” y no tienen el acceso necesario a los mercados.

⁶ Las instituciones débiles no sólo aumentan la vulnerabilidad de los países emergentes a los cambios en la confianza de los inversores privados, sino que también afectan significativamente los retornos de los proyectos respaldados por el Banco Mundial.

Para resumir, en países que no tienen acceso al capital privado, el Banco Mundial debería concentrarse en garantizar que se desarrollen las instituciones correspondientes de acuerdo con normas tales de modo que el acceso al mercado de capitales esté disponible y, de ese modo, que no se requieran recursos adicionales del Banco Mundial. En países con acceso al capital privado, el énfasis debería recaer en las externalidades supranacionales y no en temas internos que, dado que el país posee instituciones razonables, debería poder resolver por sí mismo.

El Banco Mundial y la pobreza

Tal vez hayan notado que aún no he mencionado la palabra pobreza, a pesar de que a la entrada de la sede del Banco Mundial en Washington hay un gran cartel que dice: “Nuestro sueño es un mundo sin pobreza”. Evidentemente, eliminar la pobreza del mundo es una meta que nadie podría objetar. Sin embargo, no me queda claro que éste deba ser el objetivo supremo del Banco Mundial, en particular considerando la serie de premisas que estoy utilizando. El principal objetivo del Banco Mundial debería ser el Desarrollo, que por cierto incluye reducir la pobreza, pero que no se limita sólo a eso. Mi punto de vista es que al hacer de la Pobreza el objetivo supremo, se corre el riesgo de que todo deba entonces justificarse en esos términos. Ello significa que algunos proyectos que harían mucho más por el Desarrollo y la Reducción de la Pobreza, en el largo plazo, pueden quedar descartados en tanto otros proyectos que pueden tener algún impacto en el corto plazo sobre la Pobreza pero que no liberan a un país de la dependencia del dinero multinacional en condiciones preferenciales podrían preferirse erróneamente.

Otra manera de plantear esto es que el Banco Mundial no debería tener como objetivo una distribución de ingresos en particular. Este es un tema a ser decidido por los países individuales. El Banco Mundial puede utilizar las herramientas de su Agencia de Desarrollo para colaborar con un país y sugerir el proceso de Desarrollo adecuado para modificar la distribución de ingresos por la que resulte políticamente conveniente, pero por cierto no debería utilizar la condicionalidad para promover esta meta. Condicionar los programas del Banco en acciones que tienen un impacto directo en la distribución de ingresos implica establecer no un Banco Mundial, incluso tampoco una Agencia de Desarrollo Mundial (como sostiene el Informe Meltzer), sino un Gobierno Mundial. Una cosa es un Banco Mundial con un claro objetivo económico y otra es un Gobierno Mundial con prioridades y políticas de carácter político.

Ello no implica que no respalde la existencia de una agencia internacional -que puede incluso depender del Banco Mundial- con la función de otorgar subvenciones a los gobiernos u Organización No Gubernamentales que tendría un impacto directo en los niveles de pobreza de regiones o países en particular. Lo que sostengo es que si hacemos de ése el objetivo supremo del Banco Mundial, entonces no estaremos actuando en los mejores intereses de los pobres del mundo.

El FMI

Pasemos ahora al rol del FMI. En concordancia con las premisas que manifesté, creo que su rol debería referirse a la Estabilidad Global.

El FMI fue creado en la década del '40 y rápidamente se convirtió en una parte central de la administración del régimen de tipo de cambio fijo de Bretton Woods. En ese mundo de tipos de cambio fijos, flujos comerciales crecientes, pero bajos flujos de capital y restricciones a los movimientos de capital, el mandato de la estabilidad esencialmente giraba alrededor de intentar limitar y resolver las crisis en la balanza de pagos. Sin embargo, ha ocurrido mucho desde esos días. Hemos experimentado el establecimiento relativamente reciente de un régimen de tipo de cambio flotante, la década perdida de la crisis de deuda, una enorme expansión de los flujos de capital privado y a fines de los años '90 una serie de crisis muy diferentes. El Fondo ha reinterpretado su mandato de estabilidad según la naturaleza de los problemas que se le plantearon. Ayudó a los países a regresar a los mercados de capitales luego de la crisis de deuda en los años '80 y después de las crisis de la década del '90 está redefiniendo su rol una vez más.

Dados los tipos de cambio flotantes y una apertura bastante general de las cuentas de capital, los flujos de capital privado han pasado a ser enormes con relación a los flujos oficiales. Los problemas que ahora enfrenta el Fondo han así cambiado en cuanto a su tamaño y naturaleza. Todas las crisis recientes desde México en 1994 hasta la crisis asiática, en Rusia, Brasil y Ecuador, se han originado en los mercados financieros y no en los mercados de bienes. Estas crisis han tenido entonces las características de una “corrida” o un problema en los *stocks* del mercado financiero y no las crisis tradicionales de flujo en la balanza de pagos. La naturaleza relacionada con el *stock* de estas crisis ha significado que el volumen de los recursos necesarios para manejarlas ha aumentado de manera significativa. Por otra parte, ello ha significado inevitablemente que el Fondo ha actuado más bien como un tradicional prestamista de último recurso en los países afectados.

El rol más importante del Fondo es claramente el de asegurar que los países eviten tales crisis en primer lugar. Aquí debe aplaudirse el rol de supervisión macroeconómica del Fondo y el excelente trabajo que el Fondo, junto con otros organismos internacionales, está realizando en términos de diseminar, evaluar y monitorear normas ⁷.

No obstante, también creo que este fenómeno de tipo “corrida” que hemos visto en Asia y otros lugares requiere una atención muy especial. En particular, considero que es responsabilidad de cada país desarrollar una política de liquidez sistémica, es decir, una política que le permita sortear momentos difíciles en el mercado de capitales mundial en momentos en los que el acceso disminuya o simplemente se corte, sin tener un impacto significativo en las variables internas. Una política de liquidez sistémica debería cubrir áreas en las que tales riesgos estén concentrados. Ello puede depender de las características del país individual pero ciertamente debería incluir el sector bancario y el sector público en muchos países emergentes. Las normas como las propuestas por Pablo Guidotti y Alan Greenspan constituyen un buen punto de partida. Sin embargo, tal política de liquidez sistémica es costosa, tanto a nivel del país individual como a nivel global, dado que significa que se mantengan recursos muy escasos en forma de moneda de reserva en lugar de utilizarlos con propósitos productivos⁸.

⁷ Para una revisión completa de éste y otros temas relevantes, ver *Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee* (anteriormente el *Interim Committee*) *on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 12 de abril de 2000.

⁸ Ricardo Hausmann y sus coautores han documentado recientemente el muy elevado nivel de reservas que los países emergentes tienden a mantener en comparación con sus contrapartes del G10 (inclusive los países emergentes con tipos de cambio flotantes) y estoy seguro de que parte de la razón es esta preocupación por la liquidez.

Dado que las correlaciones entre los *shocks* de liquidez son menores a uno, es claramente muy ineficiente que cada país mantenga un nivel muy elevado de reservas y evidentemente hay lugar para un Prestamista Internacional de Última Instancia explícito para “agrupar” las reservas de liquidez y permitir que los países individuales reduzcan sus necesidades de liquidez individuales. De este modo, los requerimientos de liquidez globales se reducirían, con la consiguiente mejora en el bienestar mundial. Por lo tanto, en tanto un país cumpla con las normas internacionales básicas, tenga una política de liquidez sistémica razonable y sus indicadores fundamentales estén en orden, el Fondo debería estar dispuesto a brindar asistencia. Este argumento es muy similar al de Stanley Fischer en un documento muy interesante donde se compara el rol del FMI con el de un Banco Central que actúa como prestamista de último recurso ⁹.

Sin embargo, existe una pregunta muy real con respecto a si el FMI posee los recursos para ser capaz de cumplir este rol. Como señala Stanley Fischer, el tamaño del FMI se ha reducido considerablemente; si el FMI tuviera actualmente el mismo tamaño con relación a la producción de sus estados miembro que el que tenía en 1945, sería tres veces más grande que lo que será cuando se complete el actual aumento de cuota, y para lograr el mismo tamaño con relación al comercio tendría que ser nueve veces más grande (es decir, el Fondo debería tener alrededor de 2.500.000 millones de dólares). Evidentemente, si el Fondo tuviera hoy en día el mismo tamaño con respecto a los flujos de capital internacionales que en 1945, estoy seguro de que debería ser un alto múltiplo de esa cifra¹⁰.

El crecimiento de los mercados de capitales privados determina que el Fondo deba adoptar un enfoque muy diferente ahora con respecto a las décadas anteriores. Ello incluye no sólo el rol de supervisión que ya mencioné sino también trabajar con el sector privado para garantizar que se eviten las crisis y la resolución de las mismas. Pero cuando hablamos de participación del sector privado, creo que estamos olvidando que lo que no se ha establecido previamente -como, por ejemplo, la línea de crédito contingente de Argentina- no puede establecerse durante una crisis sin costos significativos. Como se analizó en el debate de ayer, creo que el trabajo más significativo que es necesario realizar con relación a la participación del sector privado es reducir el peligro moral lo más posible, tanto en los países que toman préstamos como en aquellos que los otorgan. Pero tratar de imponer la participación del capital privado una vez que se ha desarrollado la crisis puede resultar ineficiente y contraproducente.

Esto da lugar a la pregunta de si el Fondo debería también continuar prestando a los países con vencimientos a más largo plazo. Recientemente Larry Summers manifestó ante el Congreso estadounidense que “el FMI debería ser un puente hacia y desde los préstamos del sector privado y no un sustituto a largo plazo”¹¹. Esto es claramente correcto, el Fondo nunca debería ser un sustituto barato del dinero del sector privado. Pero por otro lado, el Fondo puede también ser un complemento de los préstamos del sector privado, no sólo un sustituto. Este rol complementario puede lograrse, por ejemplo, a través de una facilidad que

9 “On the need for an international lender of last resort” Stanley Fischer, *Central Banking*, Vol. IX, No. 3, Febrero de 1999.

10 Este enfoque del prestamista de último recurso coincide con los argumentos generales presentados en el informe Meltzer con respecto al FMI. No obstante, dichos argumentos concluyen que el Fondo no necesita más recursos, lo cual yo creo es inconsistente. De hecho, fue precisamente debido a la falta de los recursos necesarios del Fondo, y el margen disponible para el Banco Mundial y los bancos de desarrollo regional, que fueron introducidos en el ámbito de los préstamos en caso de crisis. También estoy de acuerdo con el informe Meltzer en el sentido de que tales préstamos de liquidez deberían tener un plazo relativamente corto. El problema consiste en definir qué significa corto plazo, y creo que el máximo de 120 días citado parece ser demasiado corto considerando la experiencia reciente, así como los problemas de profecías autorealizables que puede introducir.

11 Testimonio del Secretario del Tesoro Lawrence Summers ante el *House Banking Committee*, 23 de marzo de 2000.

se mantenga en forma contingente en épocas normales, sólo para ser utilizada en períodos de tensión severa.

La Línea de Crédito Contingente es un paso muy útil hacia adelante en este sentido, pero ningún país la ha adoptado aún. Existen diversos motivos que podrían explicarlo. Una posibilidad, por ejemplo, es que existe un problema de señalización muy importante, que impide que los países admitan que les gustaría este tipo de programa.

Dicho esto, existen varios países, incluyendo a la Argentina, que han utilizado Facilidades Extendidas del Fondo y Crédito *Standby* más o menos de la misma manera en que se creó para ser utilizado el CCL. En otras palabras, la facilidad no es desembolsada pero se mantiene en forma contingente y, por consiguiente, disponible de ser necesaria. El único problema con este enfoque es que los recursos disponibles son más escasos que bajo el CCL y por cierto escasos con relación al tamaño de cualquier crisis de liquidez potencial. Una EFF “extendida” no utilizada puede así servir de mucho en la construcción de un CCL efectivo.

Existe otro rol, más controvertido, que creo también calza en el mandato del Fondo. Si mantenemos nuestra hipótesis de que las instituciones globales deberían estar orientadas a las externalidades supranacionales, uno de los mayores externalidades en la actualidad es la volatilidad de los principales tipos de cambio del mundo (dólar, euro, yen). Dado que los flujos comerciales y, tal vez lo que es más importante, las deudas están contraídas en dichas monedas, esta volatilidad (que es difícil de justificar considerando los principios fundamentales económicos) tiene costos muy severos para la economía mundial y en particular para los países emergentes que deben tener una de estas monedas como su ancla normal. Enfrentar este problema implicaría devolver al Fondo a algo similar a su rol original de promover la estabilidad cambiaria.

Otros temas de infraestructura financiera

La infraestructura financiera internacional es evidentemente mucho más simple que el rol del Banco Mundial y el FMI. Necesitamos garantizar también una importante infraestructura de respaldo para asegurar que la información sea confiable y reducir la volatilidad. Permítanme concluir esta breve presentación con algunas palabras sobre otros temas de la infraestructura financiera. Aquí las normas básicas sobre contabilidad, actividad bancaria, otros servicios financieros, centros “*offshore*”, administración de reservas, seguro de depósitos, etc. son todas de suma importancia, para nombrar sólo algunas (en el último recuento, el Financial Stability Forum tenía más de 40 “normas” en su página Web).

En primer lugar, estas normas son como un lenguaje. Si todos las adoptamos, entonces todos sabremos exactamente de qué estamos hablando cuando consideramos, por ejemplo, el balance de un banco o cómo deberían funcionar los sistemas de pago. Como un lenguaje común, esto tiene externalidades importantísimas ya que para aquellos que han adoptado la norma, podemos deducir rápidamente si las protecciones son adecuadas, etc. Considerando estas externalidades supranacionales, parece haber entonces un claro rol para los organismos internacionales en la participación en el desarrollo de tales productos.

No obstante, existe un pequeño aspecto en la creación de normas sin encontrar mecanismos para implementarlas y monitorearlas -y entiendo que el FSF ha creado un grupo especial para tal fin. Existe aquí un problema muy básico de arquitectura. Las normas deben ser creadas por quienes las están implementando y, lamentablemente, existe actualmente una

asimetría entre el FSF que fue creado por los países del G7 y que cuenta únicamente con miembros del G7, y aquellos a los que se les está solicitando que implementen esas normas, es decir, todos los países que intervienen en los mercados de capitales mundiales. Al mismo tiempo, el G7 ha creado el G20 que aparentemente incluye a los países emergentes “sistémicos”. Se trata simplemente de una cuestión de lógica que el FSF y el G20 deban tener entonces los mismos miembros.

Conclusión

Deseo concluir agradeciendo una vez más a los organizadores por permitirme dirigirles a ustedes estos comentarios. Espero haber hecho un aporte a esta conferencia al utilizar un enfoque algo extremo (es decir, al utilizar únicamente argumentos económicos). Confío en que pueda generar algún debate sobre la validez de la metodología que presenté y el rol de las IEG en la economía mundial que se derive de la misma.

***Asociación de Bancos de la Argentina
Consolidar La Globalización
Buenos Aires
26 de junio de 2000***

En primer lugar, quiero expresar mi satisfacción por participar en esta Convención, en carácter de Presidente del Banco Central. A fines del año pasado hemos asistido al cambio del Poder Ejecutivo Nacional, el que no ha significado -como era habitual hasta entonces- un cambio en las autoridades del Banco Central. Su independencia ha sido plenamente respetada y respaldada. Este es un acontecimiento del que nos tenemos que sentir orgullosos como Nación, pues el respeto a las instituciones no es sólo un valor esencial para la vida republicana, sino también condición necesaria para avanzar, en forma sostenida, hacia el desarrollo económico.

Dos son los objetivos prioritarios del Banco Central: la estabilidad del nivel de precios y la estabilidad del sistema financiero. Con satisfacción, puedo afirmar que ambos objetivos han sido cumplidos.

La inflación, medida por el índice de precios al consumidor, ha registrado un valor acumulado para todo el quinquenio 1995-1999 de 0,8%, siendo inferior en 11 puntos porcentuales a la de Estados Unidos y en 10 a la de Europa, lo que ha contribuido a fortalecer nuestro sistema cambiario.

Con respecto a la estabilidad del sistema financiero y pese a las importantes crisis externas que han afectado a nuestro país en los últimos cinco años, éste no sólo no ha sido un factor desestabilizante, sino que -por el contrario- ha fortalecido la estabilidad de la economía.

Así, mientras las distintas variables financieras -en particular, los precios de los bonos- mostraban altísima volatilidad, el sistema financiero continuaba su marcha -casi inalterado- aumentando los depósitos en un 75% entre diciembre de 1994 y diciembre de 1999. Esto ha permitido aumentar el financiamiento al gobierno y a las empresas, en momentos en que vieron limitado su acceso a fuentes de financiación externa.

I. El sistema financiero

Este significativo cambio en el rol del sistema financiero es el resultado de las importantes reformas introducidas en los últimos años. Mencionaré las cinco más importantes.

Primero, un marco competitivo para el funcionamiento de la actividad financiera. Segundo, la introducción de una normativa prudencial acorde con los niveles de riesgo de la economía argentina y una supervisión altamente técnica y profesional. Tercero, el reestablecimiento de una cultura de crédito. Cuarto, las mejoras en el sistema de pagos; y Quinto, la introducción de un sistema de garantía de los depósitos.

1. Un marco competitivo

La primera decisión fue establecer un marco de funcionamiento del sistema financiero

totalmente competitivo, con plena libertad para la apertura de sucursales, para la entrada de nuevos bancos, incluso de los extranjeros -cumpliendo con el mandato de la Ley de Inversión Extranjera, que le asigna igual tratamiento jurídico a la inversión de capital local que a la de capital extranjero. La competencia es -también en este sector- la herramienta más eficaz para asegurar la mayor calidad de servicios a los menores costos.

2. Normativa prudencial y Supervisión

Con respecto a la normativa prudencial, ya nadie pone en duda su importancia. Tampoco se discute que debe tener en cuenta los riesgos que enfrenta cada economía. Es decir, que al diseñarla, debemos tomar los criterios que respaldan los estándares internacionales y adaptarlos a la realidad nacional. Este proceso de adaptación es crucial, pues el marco institucional, político y económico para el cual se han desarrollado esos estándares puede no coincidir con el de nuestro país.

Es, en ese proceso de adaptación, que hemos llegado al convencimiento que los requisitos de capital deben ser significativamente mayores en nuestro país que en los países industrializados, para tener en cuenta la mayor volatilidad de nuestra economía y su incidencia sobre el sistema financiero. Es, también, fruto de ese análisis que hemos desarrollado una importante política de liquidez sistémica, que nos ha permitido dar tranquilidad a los depositantes de que podrán retirar sus depósitos cuando así lo deseen.

No se nos escapa que esta política tiene un costo, pues nos impide disponer de valiosos recursos que podrían atender las necesidades crediticias de la actividad productiva. Así, más de 19.000 millones de dólares de capacidad prestable del sistema financiero argentino están colocados en el exterior.

Pero sus beneficios más que compensan esos costos y están a la vista. Es como consecuencia de esa política -y de la confianza que ha traído aparejada- que la monetización ha crecido del 8,9% del PBI en 1991 al 32,3% en 1999, alcanzando valores similares a los de la década de los cincuenta y siendo mayor que la de Brasil, México y Perú, aunque inferior a la de Chile. El crédito total del sistema financiero ha crecido en magnitudes similares, alcanzando -a la fecha- una cifra superior a los 80.000 millones de pesos. Pero no sólo es el tamaño lo que nos da una idea de la efectividad de la política financiera, sino también la forma en que el sistema se ha comportado durante las recientes crisis externas. Así, de ser un factor desestabilizante, ha pasado a ser un ancla de la economía en tiempos de crisis.

Tratar de utilizar las normas prudenciales como política monetaria, es decir, para influir sobre la coyuntura económica, sería caer en un grave error, tal vez causado por un desconocimiento de su esencia -que es ser una política disuasiva- o en la del funcionamiento del sistema de convertibilidad.

Sin duda, se puede usar. Pero -para poder hacerlo exitosamente- sería necesario tener un exceso de requisitos de liquidez en los momentos expansivos del ciclo para poder reducirlos -ampliando así la capacidad crediticia- en la fase contractiva. Como es en ese momento del ciclo donde es crucial contar con abundante liquidez sistémica para brindar confianza a los depositantes es, precisamente para ese momento para el cual se han diseñado los actuales requisitos de liquidez. Por lo tanto, hoy no tenemos un "colchón" de liquidez excedente, pues los requisitos mínimos del 20% toman en cuenta una experiencia muy

reciente, la del Tequila, en la cual, en cuatro meses, el sistema perdió el 18% de los depósitos totales.

Es de hacer notar que, durante los dos últimos meses, los depósitos han crecido a una tasa anual del orden del 12%, por lo que, me parece, que debemos ser pacientes y esperar que se reactive la demanda de crédito.

Sí se considera conveniente dedicar una masa de recursos líquidos a generar una política anticíclica, sería más beneficioso que ésta sea acumulada por el Tesoro Nacional y no por el sistema financiero. Si los acumulara el sistema financiero, introduciría un sobre costo en la tasa de interés que afectaría a todos los sectores productivos.

Los recursos acumulados por un Fondo Contracíclico los utilizaría el Tesoro cancelando deuda en la fase contractiva y acumulando liquidez en la fase expansiva. Esta alternativa, la política fiscal, es la que -seguramente- usarán los países de la Unión Monetaria Europea. Las exposiciones de los Gobernadores del *Banque de France* y del *Deutsche Bundesbank* permitirán apreciar mejor estos puntos.

Después de esta digresión, permítaseme volver al tema. Una normativa prudencial adecuada, por sí sólo, no es suficiente; es necesario contar con un adecuado régimen de supervisión que asegure el cumplimiento de esas normas. En esta área se ha hecho un progreso destacable. Hoy, la Superintendencia tiene la metodología apropiada, el personal con el grado de capacitación necesaria y el apoyo tecnológico adecuado, lo que le ha permitido hacer una contribución importante a la estabilidad del sistema.

3. Cultura de crédito

Reconstruir la cultura de crédito fue otro de los objetivos que nos impusimos. Los instrumentos utilizados han sido:

- 1) Un mayor énfasis en la necesidad de que los bancos realicen una adecuada evaluación crediticia -en particular, proyectando los flujos de fondos de las empresas y analizando su capacidad de repago- y
- 2) La difusión de la calificación crediticia de todos los tomadores de crédito del sistema financiero argentino, en una base de datos que tiene más de 8,5 millones de registros. Esta base puede ser consultada vía internet y recibe, en promedio, 3 millones de consultas mensuales, siendo uno de los sitios más visitados en Argentina.

4. Medios de Pagos

Si bien los avances logrados en materias de depósitos y bancarización se deben, principalmente, a que el sistema financiero ha recuperado la confianza del público en su solvencia -el sistema también ha logrado progresar en la calidad de los servicios que ofrece. Los sistemas de compensación de órdenes de pagos de clientes y de transferencias interbancarias -que constituyen el núcleo del sistema de pagos de la economía- fueron modernizados a marcha forzada desde fines de 1996.

Contamos hoy con nuevas cámaras compensadoras electrónicas (ACH, Coelsa, Interbanking) diseñadas y manejadas por los bancos y con un sistema de pagos

interbancarios en tiempo real (el MEP), diseñado y manejado por el Banco Central, que han permitido bancarizar pagos de remuneraciones y de servicios y que permite cursar débito y/o transferencia electrónica entre cuentas radicadas en distintos bancos del sistema.

5. Garantía de los depósitos

En 1995 se implementó un sistema de garantía de los depósitos. Este tiene dos características fundamentales: la primera, una cobertura parcial de los depósitos mayores a 30.000 pesos, y la segunda, que es enteramente financiado por los bancos. Esta garantía ha permitido que los depositantes hayan recuperado la totalidad de sus depósitos en todos los bancos cerrados por disposición de la Superintendencia, con las excepciones del Banco Platense y de Crédito Provincial, donde lo hicieron sólo parcialmente. Así, los 19 bancos liquidados en ese período tenían depósitos por una suma de 3.239 millones de pesos, habiéndose reintegrado 3.131 millones de pesos, estando el resto pendiente de la realización de activos. Merece destacarse que esta depuración del sistema financiero, se ha hecho con los aportes que los propios bancos hacen a SEDESA, la que ha aportado 1.096 millones de pesos para la devolución de los depósitos. Adicionalmente, los bancos -a través de SEDESA- pagan el costo del programa de pases contingentes por casi 7.000 millones de pesos, que tiene el Banco Central con un grupo de prestigiosos bancos internacionales, incluyendo el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial -y que permite dotar al sistema financiero de liquidez adicional, en caso de una crisis extrema.

En resumen, sobre la base de la competencia, de regulaciones prudenciales apropiadas a nuestra realidad, una Superintendencia con mayor profesionalidad, una mayor cultura crediticia, un sistema de garantía de los depósitos y un mejor sistema de pagos, hemos ido reconstruyendo nuestro sistema financiero. Sin embargo, queda todavía un camino por recorrer.

1. Los índices de morosidad son aún altos: pese a los avances señalados en cuanto a cultura de crédito, 5,8% de los créditos son de difícil recuperación en los 10 bancos privados más grandes, cifra que compara con valores del orden del 1% en los países desarrollados.

2. La eficiencia del sistema también dista de ser la deseada, pues pese a la elevada competencia y el notable crecimiento de su tamaño, los costos de intermediación son aún altos: 6,2% en relación a activos mientras que el valor equivalente para los Estados Unidos es de 3-4%.

3. Tampoco la rentabilidad alcanza valores satisfactorios, pues para el período 1996-1999, los 10 primeros bancos han tenido un retorno sobre capital de sólo el 11% comparable con valores del 16,8% en los primeros bancos de Estados Unidos.

A pesar de que nos queda mucho por avanzar, todos estos valores son mejores que los que reporte el año pasado, por lo que creo que el camino elegido es el correcto y que perseverar en él -haciendo las necesarias adecuaciones a circunstancias cambiantes- nos permitirá lograr los objetivos.

II. Investment grade

Permítaseme referirme ahora al tema central de esta Convención. El gobierno ha

planteado a la sociedad, un objetivo ambicioso: que Argentina alcance el grado de inversión en cuatro años. Lograr este objetivo permitirá reducir el factor más distorsivo que enfrenta la economía: el sobre precio en la tasa de interés, que alcanza valores entre 6 y 7 puntos porcentuales anuales. Este sobreprecio, no sólo significa una erogación fiscal enorme, equivalente -en régimen- a cerca de 3 puntos del PBI -un valor cercano a dos veces el déficit fiscal proyectado para el año 2000- sino que constituye un significativo desaliento para la inversión y, por lo tanto, para el crecimiento del empleo.

¿Cuántos proyectos de inversión que hoy no son viables lo serían con tasas de interés del 7-8% anual? ¿Cuántos empleos generarían esas inversiones? ¿Cómo cambiaría el debate político, que hoy parece atrapado en la discusión de los problemas de los próximos tres meses, si pudiéramos planificar el futuro, con las tasas de descuento de países desarrollados?

Vemos que -de algún modo- estamos en una especie de círculo. Dado que Argentina tiene un elevado déficit fiscal, no consigue reducir su nivel de endeudamiento, y esto hace que la tasa de interés que debe pagar sea muy elevada. Sin embargo, si mejorara la situación fiscal -si pasáramos a tener un superávit fiscal- entonces dejaríamos de pagar esta parte de los intereses y podríamos llegar a ahorrar hasta el 3% del Producto. O sea, que si no pagáramos un sobreprecio en la tasa de interés no tendríamos déficit fiscal, pero como lo pagamos, lo tenemos.

¡Tremenda paradoja! ¿Por qué no podemos salir de este círculo? Básicamente, porque nuestra historia -tanto la más lejana como también la más reciente- indica que, si dejáramos de pagar 3% del producto en intereses, nada aseguraría que esa suma fuera a cancelar la deuda.¹

¿Cómo se rompe este círculo? Sólo se rompe con una dirigencia que -con actitudes coherentes- asegure que si ahorramos 3% del producto en intereses no los utilizaremos -al menos inmediatamente- para incrementar el gasto sino para reducir la deuda. Esto nos permitiría romper ese círculo y dar un enorme salto cualitativo.

Obviamente, no contribuyen a romper este círculo quienes -desde cualquier posición relevante, tanto en el gobierno como en la oposición- hacen declaraciones que ponen en duda la voluntad de honrar nuestros compromisos. Esa voluntad es, a la hora de definir la calidad crediticia, más importante que la capacidad de pago misma.

Tampoco ayudan los dirigentes que convocan a paros generales cuando el gobierno nacional, ejerciendo su responsabilidad, debe reducir los salarios de los empleados públicos nacionales mejor remunerados. Para poner en contexto esta medida, debemos tener en cuenta que -dolorosa como cualquier medida de ajuste- afecta a menos del 1% de los trabajadores, cuando todos los del sector privado ya hace mucho tiempo que se ajustaron y muchos no consiguen empleo precisamente a raíz del impacto que tiene el exceso de gasto público sobre la tasa de interés.

¹ Nuestro país eliminó la financiación de sus gastos por vía de la emisión monetaria al establecer la ley de convertibilidad en marzo de 1991. Sin embargo, el sector público no ha abandonado la práctica de vivir por encima de sus medios -en parte, para financiar el importante proceso de reconversión del sistema de jubilaciones- pero, también en parte, para financiar gastos corrientes. Esto ha ocurrido tanto a nivel nacional como provincial. Adicionalmente, se han debido reconocer deudas generadas en el pasado, lo que ha contribuido a incrementar el endeudamiento del Tesoro Nacional, que ha pasado de 35% del PBI en diciembre de 1991 a 43% en diciembre de 1999. Tal vez, en este dato, encontremos resumida parte de nuestra incoherencia y, por ende, parte de la explicación de porque nuestra calificación crediticia es tan baja.

Esto no quiere decir que no puedan haber críticas o paros, pues la libertad de expresión es un valor fundamental de la democracia. Lo que sí es necesario, es que las críticas formuladas por los dirigentes tengan en cuenta -no sólo el efecto directo de las medidas- sino la totalidad de su impacto vía su interacción con el resto de las variables macroeconómicas.

Afirmar que romper este círculo es sólo cuestión de una actitud firme y coherente con respecto a nuestra vocación de honrar nuestros compromisos, puede parecer una exageración o una fantasía. Es, sin embargo, lo que muestra la experiencia reciente de varios países europeos, como Irlanda, Italia, España y Portugal. Estos países, gracias a la importante ganancia en credibilidad obtenida del proceso de convergencia diseñado en el Tratado de Maastricht, lograron reducir sustancialmente su inflación y su tasa de interés, con la consecuente reducción del peso de la deuda pública. Nosotros no tenemos ese factor externo, esa credibilidad importada y debemos desarrollarla con nuestros propios recursos. Estos no son pocos, por lo que estamos en perfectas condiciones para salir airosos de ese desafío.

Hay dos factores que juegan un rol preponderante para alcanzar la calificación de investment grade. El primero es la historia. Aquellos países que han hecho todos los esfuerzos por honrar sus compromisos tendrán mayor posibilidad de alcanzar la calificación deseada. Pero ser investment grade significa -fundamentalmente- asegurar a los tenedores de la deuda -de cara al futuro- la vocación y capacidad de cumplir puntualmente con esos compromisos.

La mejora en las finanzas públicas es, obviamente, el elemento fundamental para lograr una mayor calificación crediticia, pues aumenta la capacidad de repago de la deuda.

Esto no debe verse como una imposición externa, sino como un signo de madurez de una Nación -que decide no usar el crédito sólo porque está disponible.

Esta mejora debe ocurrir tanto a nivel nacional como provincial -incluyendo un régimen de coparticipación federal de impuestos que genere los incentivos adecuados en cada jurisdicción- así como cambios significativos en el sistema tributario, que lo simplifiquen y permitan, no sólo eliminar impuestos distorsivos -como el impuesto al trabajo, a los ingresos brutos y tantos otros- sino reducir la evasión, con su intolerable carga de ineficiencia y discriminación.

III. Investment grade: condición necesaria pero no suficiente

Lograr la calificación de *investment grade* es una meta ambiciosa, una meta necesaria pero no es la meta más ambiciosa que nos podemos plantear, dado los recursos con que contamos. *Investment grade* significa garantizar a nuestros acreedores nuestra voluntad y capacidad de repago. No necesariamente significa ser un país desarrollado, eficiente y competitivo, y/o tener una distribución aceptable del ingreso. Lograr un desarrollo económico con progreso social, requiere como -condición previa- lograr esa calificación, por lo que es muy importante que el gobierno lo haya puesto como prioritario. Pero también requiere realizar importantes avances en el orden político, económico y social.

Me concentraré en lo económico, sin que ello implique desconocer o restarle importancia a los demás componentes. Entre los principales cambios figuran:

- 1) Una mayor apertura al comercio internacional, en el marco de un MERCOSUR

definido, claramente, como un regionalismo abierto, con un arancel externo común menor -tanto en su nivel como en su dispersión- y con una mayor armonización de políticas macroeconómicas -que nos permita mejorar la capacidad de negociación, para nuestra inserción en el ALCA y en el mundo.

2) Una regulación adecuada, que elimine todo aquello que limite la competencia, que otorgue poder monopólico, a la vez que restrinja el accionar a aquellos sectores en los que no se ha logrado una competencia adecuada.

3) El desarrollo de una mayor capacidad de ahorro nacional, que se vuelque en un mercado local de capitales, que se constituya en una fuente significativa de financiamiento -reduciendo la dependencia del mercado externo. En este sentido, la reforma del sistema de jubilaciones ha sido un elemento clave, que ha generado un importante cambio en el mercado de capitales doméstico. Actualmente, los fondos de pensión tienen activos por más de 18.000 millones de pesos. Se calcula que para el año 2004 alcanzarán una cifra de 46.000 millones de pesos, estabilizando alrededor del 40% del Producto Bruto, a partir del año 2035 (algo así como 115.000 millones de pesos de hoy). Toda modificación del actual régimen tiene que tener en cuenta muy especialmente su impacto sobre estas variables.

4) Una mayor flexibilidad de precios, incluyendo salarios, compatible con la rigidez de nuestro esquema cambiario.

5) Último, y no menos importante, una red de contención, que permita que los problemas sociales inherentes a la transición -entre la economía actual y la deseada- tengan una respuesta adecuada.

Estas medidas permitirán no sólo alcanzar la ambiciosa meta que ha propuesto el gobierno, sino también lograr el crecimiento con desarrollo social compatible con los enormes recursos que tenemos. Creo que es hora de que dejemos de ver el vaso medio vacío, que toda la dirigencia, que toda la sociedad, se ponga a trabajar en pos de estos objetivos y que tengamos confianza en nuestra capacidad de afrontar exitosamente los desafíos de la hora actual. Sólo así podremos dar el salto cualitativo que nos permita salir de estos dolorosos ciclos de euforia y depresión.

Muchas gracias por su atención.

Banco Central de la República Argentina

Este Informe, al igual que el resto de las publicaciones del BCRA, se encuentra disponible en la red Internet (www.bcra.gov.ar).