

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

60 AÑOS

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS

**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

60 AÑOS

Crisis y liquidez: lecciones desde la crisis rusa

GUILLERMO A. CALVO*

Este capítulo describe la evolución y los efectos de dos crisis financieras que tuvieron en común una destrucción masiva de liquidez: a saber, la Crisis Rusa de 1998 y la Crisis Financiera Global que se inicia con la quiebra de Lehman Brothers en 2008. La primera golpea fuertemente a las economías emergentes; la segunda, a gran parte de la economía mundial. Con estos episodios, se motiva un análisis más profundo sobre los aspectos comunes acerca de la liquidez y su dinámica. Ello permite extraer lecciones y reflexiones relevantes para la crisis que venimos experimentando desde los inicios de la pandemia de la COVID-19.

1 Introducción

Pensando en el tema con el que quería contribuir a este homenaje a Renzo Rossini, encontré un informe que hice junto con un par de colegas, Eugenio Díaz Bonilla y Alejandro Izquierdo, sobre entrada de capitales, volatilidad cambiaria y estabilidad de la política monetaria en el Perú. El trabajo fue escrito en junio de 1998 y la crisis rusa ocurrió un poco después, en septiembre de 1998. Ello me recordó la discusión del momento. Luego de la crisis del Tequila de 1994, que el Perú sobrellevó muy bien, perduraba la preocupación de que ocurriera otra crisis y resultaba razonable pensar que el Perú tendría la fortaleza para sobrellevarla. Además de haber empezado a recibir grandes flujos de inversión extranjera directa, había acumulado reservas gracias a la importante mejora en la calidad de la política monetaria, luego de la hiperinflación sufrida a finales de los ochenta. Sin embargo, la crisis rusa golpeó con mucha fuerza, aunque vale la pena destacar que luego el Perú se recuperaría, siguiendo una trayectoria de crecimiento notable relativo al resto de América Latina.

* Me complace participar en este homenaje a Renzo Rossini, a quien conocí por mucho tiempo y quien fue un profesional muy comprometido con las labores del BCRP y con su investigación. Quisiera extender mi más sentido pésame a toda la familia de Renzo y recordarlo con una sonrisa, pensando en las ideas que se quedan con nosotros, que siguen siendo válidas y vigentes.

El objetivo de este capítulo es repasar las lecciones aprendidas de esa crisis y de la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008, para luego reflexionar sobre la crisis actual de la pandemia de la COVID-19. No busco predecir lo que pueda ocurrir, porque es muy difícil. Si hay algo que hemos aprendido es que estas crisis son muy complejas y nunca son idénticas; siempre hay algo nuevo en cada una.

Enfatizo el rol de la liquidez, a pesar de ser un concepto muy complejo de definir. La liquidez, como se dice en inglés, *is in the eyes of the beholder* (depende del “cristal con que se mira”). Si todos creemos que algo es líquido, entonces es líquido; si pensamos que no es líquido, deja de serlo. Siendo algo tan etéreo, explicaré más adelante por qué la liquidez puede hacer la diferencia en estos episodios.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. En la segunda sección, revisaremos las crisis financieras desde 1998. La tercera parte explora la importancia de la liquidez en estos episodios. Reservo la última parte para hacer una breve referencia a la pandemia y al rol de la liquidez en este contexto.

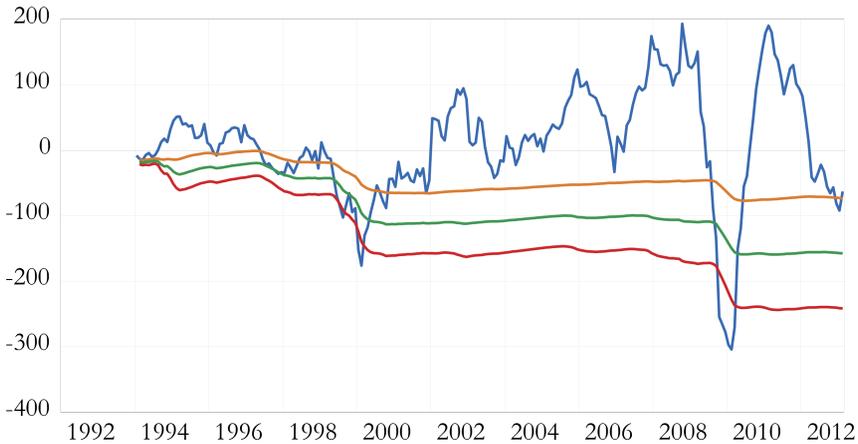
2 Las crisis financieras desde 1998

Antes de agosto de 1998, veníamos de un periodo en el que al Perú le había ido muy bien. Logró superar, sin contagiarse y sin contratiempos, la crisis del tequila y la crisis asiática. El país tenía reservas abundantes y se había recuperado de la hiperinflación que lo azotó a finales de los ochenta. A pesar de sus fortalezas, la crisis rusa provocó en el Perú lo que llamamos un *sudden stop*. Estos episodios ocasionan una parada repentina y significativa del crédito doméstico. Cuando visité el Perú en esos años, participaba de discusiones sobre su resiliencia. Una posición, muy razonable por cierto, defendía que el país no sufriría un *sudden stop* por los importantes flujos de inversión extranjera directa que recibía, ya que este tipo de inversiones es estable y no se puede ir fácilmente.

Para revisar lo que ocurrió, en la figura 1 presento el flujo de crédito doméstico (la línea más ruidosa), junto con límites de confianza inferiores calculados con una, dos y tres desviaciones estándares (las líneas más suaves). En primer lugar, lo que se observa es que, durante la crisis del tequila, el flujo de crédito no sufrió mayores cambios. Sin embargo, la crisis rusa gatilla un *sudden stop* con una caída progresiva de este indicador. No se anticipaba que disminuyera en tres desviaciones estándares. Después, la CFG de 2008 fue mucho peor, pero aprendimos una lección muy valiosa: “un país que está muy bien preparado, puede enfrentar un *sudden stop* importante”, como ocurrió con el Perú.

Entonces, lo mínimo que uno aprende es que en toda crisis siempre hay algún elemento no anticipado. La crisis de 1998 cambió en definitiva nuestra forma de pensar, ya que sorprendió que prácticamente todos los países emergentes, aún con

Figura 1
Sudden stops del crédito doméstico en el Perú



Nota: Variación interanual del crédito real junto con límites de confianza calculados con una, dos y tres desviaciones estándares.

Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia.

todas las fortalezas del Perú, resulten sufriendo. Una crisis que empezó en Rusia, un país muy pequeño en ese momento que representaba menos del 1 % del producto mundial y que no comerciaba significativamente con América Latina, terminó siendo considerado “la madre de todos los *sudden stops* emergentes”. Fue una crisis descomunal que desconcertó a todo el mundo: el diferencial EMBI, que mide el riesgo país en países emergentes, pegó un salto fortísimo, por encima de los 1500 puntos básicos, de la noche a la mañana, y le llevó casi cinco años regresar a los niveles previos a la crisis.

Todas las teorías de ese entonces resaltaban la importancia de los fundamentos: no tener déficits fiscales, mantener niveles altos de reservas, entre otros. Hubo que revisar esas teorías para entender lo que pasó y hoy, que ya hemos asimilado lo que ocurrió, comprendemos la relevancia de la liquidez. Cuando uno otorga un préstamo a intermediarios financieros o mantiene fondos en un banco, piensa que tiene recursos muy líquidos y que los puede retirar cuando quiera. Lo cierto es que estos intermediarios financieros, que mantienen pasivos de corto plazo con el público, otorgan préstamos importantes de largo plazo en el sector real. Esto es lo que conocemos en inglés como *mismatch*, y este descalce entre activos y pasivos puede generar una crisis. Antes de 1998 se decía que esto no tenía por qué pasar, pero en 1998 pasó. Aprendimos que si bien el problema puede estar en quien pide pres-

tado, muchas veces el problema se encuentra del lado de los propios prestamistas, como se propone en Calvo y Mendoza (2000).

La crisis comienza cuando el Fondo Monetario Internacional (FMI) no rescata a Rusia, la cual sufrió una salida de capitales por un problema de *default* de su deuda interna. Esto indujo a ciertos inversionistas a salir corriendo, en particular, la firma LTCM, famosa por sus vínculos con los premios Nobel de economía Myron Scholes y Robert C. Merton. Esta salida termina enviando una señal al mercado, que tuvo que inferir el origen del problema: los mercados de capitales mundiales, los mercados emergentes o dificultades circunscritas a Rusia.

Debemos recordar que los mercados emergentes habían empezado a dinamizarse poco tiempo antes, de hecho en la misma década de 1990, y se consideró razonable pensar que el problema provendría de los propios mercados emergentes. Cuando esa idea tomó fuerza, los inversionistas salieron de los emergentes o por lo menos dejaron de entrar. De repente, una región que ya estaba recibiendo fondos de manera genuina para inversión, que parecía un mercado nuevo y exitoso, sufrió una corrida generalizada.

Un elemento muy importante es que los bancos centrales globales no salieron al rescate de los emergentes. Al contrario, la CFG de 2008 provoca un crecimiento mayor al 100 % de la base monetaria en EE. UU. en un período muy corto, e incluso muchos otros bancos centrales siguieron proveyendo liquidez en los años posteriores. En el contexto de la pandemia, volvieron a poner un montón de dinero en el mercado. En la crisis rusa, sin embargo, no se hizo nada, ya que se pensaba que era una crisis confinada a países emergentes. La Reserva Federal (Fed), por su carta orgánica, tiene la obligación de asegurar que el sistema financiero de los EE. UU. funcione bien, y no tiene la obligación de ir a salvar al resto del mundo. Lo mismo ocurrió con otros bancos centrales mundiales.

Esta es una lección muy valiosa sobre el rol de los bancos centrales en estas circunstancias. Las inyecciones de liquidez que la Fed de EE. UU. comenzó a hacer a partir de la CFG de 2008 se han mantenido. La Fed ha seguido inyectando, tanto que ya se dice que se les fue la mano, y que los países avanzados volverán a tener inflación como en los años setenta porque se están combinando un montón de plata arriba de la mesa con un aumento del precio de ciertos *commodities* como la energía. Así, hoy se discute mucho en los medios sobre la posibilidad de que toda esta hiperactividad del banco central, que fue muy útil en su momento, de repente empiece a tener efectos inflacionarios que puedan traer complicaciones.

Luego viene la CFG que empieza con una fenomenal corrida contra la liquidez mundial. Los activos seguros (*safe assets*) como los bonos de EE. UU. y de otros gobiernos de países avanzados caen en un valor equivalente al 15 % del producto mundial, una caída repentina y enorme, y los *shadow banks* poseían muchos de

estos activos. Estos activos se usaban como colateral en estos bancos que no son bancos comerciales tradicionales y operan con cantidades muy importantes. Los depositantes eran los fondos de pensiones y, en el papel, tenían liquidez para asegurar que podrían pagar ante una corrida de depósitos. Lo que ocurre cuando estos activos seguros pierden valor de mercado es que, repentinamente, esos bancos que parecían fuertes dejaron de serlo.

Si vemos el *haircut index* podemos entender cuán rápido puede cambiar la liquidez. Cuando este índice es 0, quiere decir que el mercado considera que el activo es totalmente líquido. A medida que este índice va subiendo, la liquidez cae y cae tanto que el índice llegó a casi 50 % en 2008. Entonces, esos activos pierden valor de la noche a la mañana. A partir del 2 de septiembre de 2008, cuando se profundiza la crisis, los activos perdieron 40 % del valor. Cuando el depositante ve que el banco enfrenta problemas, es razonable que trate de salir corriendo.

Los bancos centrales pudieron haber dejado que los capitales huyan y que quiebren todos los bancos, particularmente los que no estaban bajo supervisión. No obstante, prefirieron intervenir porque si estos bancos caían, habrían arrastrado a todo el sistema debido a sus vínculos con los bancos comerciales. Es este potencial contagio lo que da un ímpetu a los bancos centrales para aplicar una política monetaria tremendamente expansiva, a niveles nunca antes vistos.

Cuando esto ocurre, se recuerda la Gran Depresión de 1930, en la que el banco central fue mucho menos proactivo. Friedman y Schwartz (1963) opinaban que eso fue precisamente lo que hizo que la crisis fuera tan profunda. Por eso, los bancos centrales salieron a hacer lo opuesto a lo hecho en la crisis de 1930.

También recuerdo que en ese momento se pensaba que, si en 1998 una corrida de capitales le pegó tan duro a todos los emergentes; la corrida de 2008 contra EE.UU., Inglaterra y la Eurozona prácticamente haría “desaparecer” a los emergentes, pero ocurrió todo lo contrario. Los emergentes habían aprendido de la crisis de 1998: acumularon reservas de una manera impresionante mientras mejoraban la cuenta corriente de la balanza de pagos. A nivel externo, los países avanzados aumentaron fuertemente la liquidez mundial, algo que no ocurrió en la crisis de 1998, ofreciendo adicionalmente facilidades a los países emergentes para que puedan adquirir liquidez sin necesidad de endeudarse indebidamente.

Además, China incrementó el gasto público de manera fenomenal, pasó de 18 % del PBI en 2007 a 25 % en 2019, lo que califico como un súper experimento Keynesiano. Todo eso ayudó; sin embargo, el fenómeno central es la liquidez. La recuperación de los emergentes fue rápida, no duró más de un par de años.

3 Liquidez: muy importante, muy dejada de lado

La palabra clave para entender las crisis es “liquidez”. La liquidez es muy difícil de definir. Intuitivamente, un bien es líquido si se puede “liquidar” rápidamente sin una pérdida importante, es decir, si puede ser cambiado rápidamente por otro activo, bien o servicio. Los activos seguros tienen esta propiedad. La pregunta es ¿por qué? Pensemos en uno de los activos seguros más importantes en las finanzas internacionales: el dólar. ¿Por qué el dólar es tan poderoso? Podríamos argumentar que la Fed de EE. UU. tiene una mayor capacidad de aumentar la cantidad de dinero de una manera significativa sin generar inflación, al menos en el corto o mediano plazo; no obstante, si nosotros los emergentes quisiéramos hacer algo parecido, el nivel de precios explotaría.

El dólar, en realidad, no es más que un “papelito sucio”. Hoy día se discute mucho sobre el Bitcoin y que no está respaldado por nada, pero tampoco hay mucho detrás del dólar. Esta pregunta ha sido analizada por economistas desde hace mucho. Yo pensé hace una década en una respuesta, que en Calvo (2012) llamé *Price Theory of Money*, y se relaciona con argumentos dados en Keynes (1936):

“El hecho de que los contratos estén fijos y los salarios sean estables en términos del dinero, sin ninguna duda juega un papel muy importante en hacer que el dinero tenga tanta liquidez” (Keynes, 1936; capítulo 17, p. 236).

Es decir, el dinero tiene valor porque la gente fija los precios en esa moneda y no los cambia todo el tiempo. Los precios rígidos garantizan el valor del dinero en términos de bienes y servicios, lo que implica que el dólar es más que un papelito. Además, el dólar se refuerza si los precios se fijan de forma traslapada (*overlapping prices*), pues eso garantiza que solo un puñado de precios va a cambiar en cada unidad de tiempo. Pensemos ahora en Bitcoin. Si bien puedo fijar los precios en esta criptomoneda, estos cambiarán todo el tiempo. Entonces, esto no genera liquidez y a nadie le gustaría tener parte importante de su riqueza indexada a Bitcoin por la incertidumbre de no saber a dónde irá.

El dólar no solo se usa para fijar precios, sino que es una moneda global. Boz, Gopinath, y Plagborg-Møller (2017) muestran que el dólar es la moneda que más se usa para el comercio internacional aún entre países que no tienen como moneda el dólar, como los emergentes, cuyos intercambios comerciales ocurren mayoritariamente en dólares. Además, el dólar está en todas partes, lo que refuerza aún más la *Price Theory of Money*. El euro está tratando de llegar ahí, aunque el dólar sigue dominando en el sistema financiero.

Como indiqué, las criptomonedas todavía tienen problemas debido a la volatilidad de su valor. Este punto es importante, si uno cree que la observación de Keynes tiene mérito. Los que producen o minan Bitcoins tratan de que sean utilizados como unidad de cambio. El Salvador, por ejemplo, ha autorizado el pago en Bitcoins en vez de dólares, a pesar de que ellos están dolarizados. Dudo que esto funcione y me resulta controversial, pero por lo menos podemos tomarlo como un experimento.

Además, recientemente se ha creado un nuevo instrumento en los mercados de Estados Unidos: ETF (fondo cotizado) para contratos futuros en Bitcoin, lo que le brinda liquidez a Bitcoin y es un mercado, no solo *over the counter*. Es totalmente transparente y recién está empezando, es algo para tener en cuenta.

Por otro lado, a diferencia de los EE.UU., los países emergentes no cuentan con una moneda de reserva equivalente al dólar. En ese contexto uno se cuestiona si es una buena idea que flote. Surge la idea de “miedo a flotar”, que estuvo inspirada en mi visita al Perú y en discusiones que sostenía con Renzo Rossini: yo afirmaba que el BCRP estaba controlando el tipo de cambio, pero él lo entendía de otra manera. En Calvo y Reinhart (2002) mostramos que en todos los países emergentes había este miedo a flotar: flotaban mucho menos de lo que flotaba el dólar con respecto al euro o el yen o al marco alemán. Para lograr que una moneda sea realmente moneda en el sentido de que sea reserva de valor y que uno pueda pensar que su riqueza está denominada en una moneda estable, es perfectamente natural que un país se pegue un poco al dólar porque está comprando, en cierto sentido, la estabilidad de la moneda fuerte. El Perú ha hecho algo de esto y le ha ido muy bien, su desenvolvimiento ha sido extraordinario a través del tiempo.

Ahora, también podemos cuestionarnos si a EE. UU. se le está yendo la mano. Algo muy intuitivo es que lo que me da seguridad de que el dólar vale es que hay bienes del otro lado cuyos precios están en dólares; entonces, si de repente la oferta de dólares excede al PBI, pueden surgir complicaciones. Si el valor del dólar se deteriora por el abuso de las expansiones monetarias, EE. UU. puede perder ese poder. Tengo una serie de trabajos donde puedo explicar la aparición de una trampa de la liquidez, por ejemplo Calvo (2016; capítulo 2) y Calvo (2019), temas que se están discutiendo hoy, cuando el dólar empieza a perder fuerza.

En Calvo y Velasco (2021) discutimos sobre el rol de los bonos del tesoro de EE. UU. en el financiamiento de enormes déficits fiscales que ha tenido ese país y que siguen aumentando. A pesar de la mayor oferta, estos bonos mantienen su liquidez porque representan una promesa de recibir dólares. En términos del PBI, los bonos del tesoro en manos del sector privado se incrementaron del 30 % al inicio de la CFG, a un impresionante 75 % durante la crisis de la COVID-19. Dentro del banco central hay más bonos aún, ya que la Fed ha seguido políticas no

convencionales que si hubieran sido llevadas a cabo por países emergentes habrían sido severamente reprendidas.

Entonces, ¿qué podría ocurrir si esto se considera excesivo? Todo este valor, este choque de deuda de EE. UU., tiene como defensa atrás dólares, justo cuando el banco central está empezando a temer a un surgimiento de la inflación, y re-vertiendo su política de compra de activos. Ahora bien, si por alguna razón estos activos perdieran valor, la gente esperaría que el banco central salga a defenderlo; pero si sale a defenderlo retornaría a las compras de activos. Esto hace pensar en una especie de trampa, y lo dejo como una pregunta abierta porque no tengo la respuesta, aunque sea un tema fascinante para pensar.

El gran problema de la liquidez radica en que es creada de diferentes maneras. Imagine una pirámide invertida con tres niveles. En la base se encuentra el dinero *fiat* que es el efectivo; arriba de eso, en el segundo nivel, más grande, está M2; y en el tercer nivel se hallan los bonos del tesoro, los *shadow banks* y los derivados. Toda la liquidez está construida sobre el dinero *fiat* y M2, que son bases relativamente pequeñas. En el tercer nivel, hay mucha liquidez que depende finalmente de la base, en manos del banco central, y es necesario que salga a ayudar. El problema es que si ayuda indefinidamente, que es lo que ha pasado históricamente en nuestros países, la política monetaria pierde potencia porque estará constantemente limitada por el temor a que se caiga todo lo que tiene arriba.

La nueva tecnología ha creado incentivos para el desarrollo de nuevos instrumentos financieros. Por ejemplo, los ETF para contratos futuros en Bitcoin, que mencioné líneas arriba, han sido aprobados por la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU. (SEC), y aparentemente ha habido compras de acciones a niveles sin precedentes. Estas cosas están pasando y no se hacen notar mientras todo marche bien. No obstante, es difícil evaluar los riesgos y, cuando esto ocurre, podemos reaccionar de manera muy fuerte e incluso parecer racionales, aunque realmente durante estos episodios uno no sabe qué es lo que pasa. Es como cuando en un teatro alguien grita “fuego” y todos salen corriendo por la puerta. Mucha gente muere cuando todos tratan de salir al mismo tiempo.

Los emergentes, en particular, están atravesando por una situación de mucha debilidad porque muchos han tenido que ajustar el déficit fiscal y no poseen una moneda de reserva. A lo sumo cuentan con cierto apoyo del FMI, pero son recursos limitados. Realmente los fondos de los que disponen muchos emergentes son con frecuencia insignificantes para las necesidades que tienen. La situación es muy delicada desde este punto de vista.

Ya me estoy acercando al final de esta historia que, como pueden ver, tiene a la liquidez como protagonista. Reitero que la liquidez es un instrumento totalmente reconocido como importante; sin embargo, es difícil conocer su estructura, su

solidez y está en constante mutación con las nuevas tecnologías que emergen sobre medios de pago que sorpresivamente podrían reemplazar al dólar. En realidad, nadie tiene el manejo de eso. Por ello, los bancos centrales del mundo están tan preocupados por el hecho de que se estén desarrollando estas tecnologías y que luego no sea posible saber cuánta liquidez hay en el sistema. La tecnología es tal que no hay información que puedan conseguir; lo único que pueden hacer es prohibir; aunque prohibir tampoco sirve porque hay maneras de eludir las restricciones.

4 La liquidez y la pandemia

Ahora vivimos otra crisis. En EE.UU., el ratio M2 como proporción del PBI llegó al 50 % al final de la CFG, subió a 70 % hasta antes de la pandemia, y con la pandemia aumentó 20 % adicionales, a 90 %, en tan solo dos meses. Este incremento es impresionante y ha sido útil porque ha ayudado a capear los efectos de la crisis sanitaria. Sin embargo, la inflación es la contracara y ya existe preocupación respecto a si se mantendrá alta.

Otro tema preocupante es la tenencia de deuda federal por parte de los bancos de la Fed. Como se mencionó, la deuda de los EE. UU. creció mucho desde la CFG, y la Fed es un gran tenedor de aquella. Antes de que empezara la CFG, menos del 5 % de la deuda federal se encontraba en manos de la Fed; en 2015, esta proporción ya se encontraba en 15 %, y en el contexto de la pandemia se halla cerca del 20 %. Si esto lo hiciera el BCRP, probablemente se hablaría de dominancia fiscal. Ello puede generar inflación y no sabemos si traerá más inflación después.

Por eso, hay cierta gente que dice que este es un caso muy especial porque, a pesar de la gran cantidad de dinero inyectada, la gente no lo gasta porque existe mucha incertidumbre sobre el futuro. Así, cuando termine la pandemia y se alcance cierta normalidad, toda esta plata va a tener que reabsorberse. La pregunta es cómo se hace eso, cuando reabsorber significa poner de vuelta en el mercado los bonos que tiene la Fed, lo que posiblemente implique una corrida contra los bonos del tesoro americano. Esto ocurrió en 2013 cuando la Fed trató de vender los bonos y se produjo la primera famosa corrida llamada el *taper tantrum*. Este episodio fue muy serio a raíz de un gesto del entonces gobernador Ben Bernanke y provocó turbulencias en los mercados. Recientemente, hemos tenido momentos de nerviosismo en el mercado de bonos del tesoro en septiembre de 2019, marzo de 2020 y marzo de 2021. Esto no pasaba antes, lo que da la sensación de que, a lo mejor, el mercado está pensando que, con tantos bonos en su poder, la Fed no va a poder defender bien el valor del dólar, lo que genera preocupación.

Han pasado cosas muy curiosas que estamos tratando de entender. El mercado de valores en EE. UU. ha aumentado 35 % desde el principio de la crisis de la

Tabla 1
Señoreaje en América Latina de febrero 2000 a julio 2021

País	Cambio en M1 (% del PBI)
Argentina	2.7
Brasil	2.1
Chile	16.5
Colombia	4.6
Costa Rica	1.7
México	5.1
Perú	5.1

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

pandemia. Una hipótesis que yo barajo es que esta es una forma de inflación. Pongo un montón de plata en el mercado, la gente dice yo no sé qué va a pasar mejor guardemos la plata, pero en lugar de tenerla en casa compramos bonos y acciones. Eso pudo haber hecho que los valores subieran y por eso digo que la nueva inflación, por el momento, es parquear la liquidez de uno en algo que te va a rendir más. Efectivamente, el que se quedó en acciones ganó muchísimo.

Esto no solo ocurre en EE.UU. El *spread* que pagan ciertas firmas corporativas grandes de primera calidad en los emergentes se disparó al inicio de la pandemia. Luego, se empieza con esta política monetaria tan expansiva y hoy los *spreads* están más bajos que antes. Sin embargo, todavía no sale el capital de los emergentes, aunque esto también se puede revertir rápidamente. Si hubiera un ajuste y la gente busca sacar plata para comprar cosas que ahora sí puede, yo creo que van a empezar a tratar de meter mano en esta bolsa en vez de la otra.

Es muy interesante que durante todo este proceso los países emergentes hayan podido recaudar impuesto inflacionario sin mayor inflación. En la tabla 1, mostramos el impuesto inflacionario como proporción del producto entre 2020 y 2021. Se aprecia que el Perú tiene 5 % del producto, un valor significativo. Argentina no pudo recaudar mucho porque la gente mantuvo la plata, pero la pregunta es si esto es sostenible. La evidencia para América Latina y otros países emergentes es que la gente se quedó con la plata. El M1 en términos reales aumentó de manera formidable, 35 % en un año y medio. También esto es en parte, muy probablemente, por la incertidumbre que trae la pandemia y las medidas sanitarias para combatirla que hace que la gente decida quedarse más líquida. Además, era más difícil gastar e ir a un restaurante, por ejemplo.

5 Conclusiones

Entonces, la pregunta es ¿se sostendrá? De acuerdo con la información del FMI, en el año 2020, el déficit fiscal de los emergentes fue un poco más del 10 % del producto, y en 2021 se espera que sea menos, aunque no mucho menos. Esto se financió mucho con dinero y al inicio esto no trajo mucha inflación, pero ahora eso es más dudoso. Si uno mira datos de deuda, ha habido un aumento importante de endeudamiento en los emergentes, que es un reflejo de estos déficits que tiene como contrapartida dinero o bonos del país. La pregunta que uno se hace, y cuya respuesta es muy complicada en este momento, es ¿qué va a pasar si la situación se normaliza y la pandemia queda en la historia?

Desde el punto de vista científico es muy difícil hacer progresos porque la ciencia depende de tener una muestra estable. Cuando esta muestra está basada en fenómenos que no son idénticos, uno no sabe bien por dónde va a saltar el resultado. Al mismo tiempo, debido al cambio tecnológico tan fenomenal que estamos viviendo en el mundo virtual, se están desarrollando maneras de comerciar muy diferentes de las que conocíamos y que se han agudizado con esta crisis. Aparte de los problemas de oferta con el comercio internacional, problemas más físicos que de liquidez como disponibilidad de puertos y tiempos de espera, que complican aún más el panorama ideal para el investigador.

Entonces, estos temas de crisis y liquidez no solo son importantes para comprender la historia de nuestros países, sino que actualmente están siendo ampliamente discutidos. Vemos cosas que están pasando que son preocupantes y de las que lamentablemente aún conocemos muy poco.

Referencias

- Boz, E., Gopinath, G., & Plagborg-Møller, M. (2017). *Global trade and the dollar* (IMF Working Paper n.º 2017/239). International Monetary Fund.
- Calvo, G. A. (2012). *The price theory of money, Prospero's liquidity trap, and sudden stop: Back to basics and back* (NBER Working Paper n.º 18285). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Calvo, G. A. (2016). *Macroeconomics in times of liquidity crises: Searching for economic essentials*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Calvo, G. A. (2019). *Liquidity deflation and liquidity trap under flexible prices: Some microfoundations and implications* (NBER Working Paper n.º 26277). National Bureau of Economic Research, Inc.

- Calvo, G. A., & Mendoza, E. G. (2000). Capital-markets crises and economic collapse in emerging markets: An informational-frictions approach. *American Economic Review*, 90(2), 59-64.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408.
- Calvo, G. A., & Velasco, A. (2021). *Joined at the hip: Monetary and fiscal policy in a liquidity-dependent world* (BIS Working Paper n.º 967). Bank for International Settlements.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan. (14th edition, 1973)