

COMO joven estudiante en Buenos Aires, a finales de los años cincuenta, Guillermo Calvo temía que nunca entendería la economía, que era el pan de cada día en su casa porque su padre trabajaba en el banco central. Por más que se esforzaba en comprender, no podía, y hasta llegó a pensar que el tema lo superaba. Pero perseveró, y durante un curso introductorio de pronto comenzó a entenderlo y a ver su belleza, dice Calvo. Más tarde, cuando ganó un cargo en el banco central para trabajar bajo la dirección de Julio Olivera, entonces director de estudios de esa entidad, Calvo recurrió a la biblioteca del banco, munido de un diccionario de inglés, y leyó sin cesar densos tratados de economía y matemática escritos “en un idioma casi ignoto”.

Su perseverancia dio fruto. Calvo se convirtió en uno de los grandes especialistas tanto en la teoría macroeconómica

ses no les llovía el financiamiento externo porque aplicarían políticas monetarias y fiscales sanas sino porque los factores externos, como un entorno mundial favorable y bajas tasas de interés en Estados Unidos, impulsaban al capital a buscar mejores rendimientos. Si estos factores cambian, como postulaban en un polémico estudio de 1993, la inversión en los mercados emergentes —abstemios o despilfarradores— podía cambiar de rumbo repentinamente.

No mucho después, el entorno mundial cambió, reivindicando en gran medida a Calvo y sus colegas. Comenzando en México en 1994 y terminando en Argentina en 2001, una serie de mercados emergentes, muchos de ellos asiáticos, fueron sacudidos por una frenada brusca, una interrupción masiva, inesperada y generalizada de los flujos de capital, a menudo sin correlación con las variables fundamentales de la economía (recuadro, pág 6). Como resultado, los países en desarrollo

Maestro en la teoría y la práctica

James L. Rowe entrevista al Economista **Guillermo A. Calvo**

moderna como en la economía de los mercados emergentes, especialmente los de América Latina. En una conferencia en su honor organizada en 2004, Andrés Velasco, entonces profesor en Harvard y actualmente Ministro de Hacienda de Chile, dijo que si hay una persona que ha llevado la economía moderna a analizar los problemas de las naciones al sur del Río Bravo, esa persona es Guillermo Calvo. Sus primeros estudios teóricos ahondaban en tres factores que los economistas V.V. Chari y Patrick J. Kehoe identificaron recientemente como claves para el desarrollo de la teoría macroeconómica en los últimos 30 años: la crítica que incorporó las expectativas de la gente con respecto a la política económica; los estudios sobre la inconsistencia temporal y los consiguientes problemas de credibilidad, y el perfeccionamiento de los modelos económicos para tener en cuenta distorsiones como la rigidez de los precios.

Los mensajes posteriores de Calvo sobre la política económica fueron agoreros y a menudo contrarios a los de muchos de sus colegas, sobre todo durante el próspero período de principios de los años noventa, cuando la mayoría de los economistas —incluso en el FMI— creían que el trato de los inversionistas extranjeros a un país dependía de la calidad de su política económica. La doctrina tradicional sostenía que “si te portas bien, los mercados de capital estarán de tu lado”, dijo Calvo. Pero él y varios de sus colegas, como Carmen Reinhart y Leonardo Leiderman, disientían. Su tesis era que a los paí-

aprendieron una dura lección: es casi seguro que no captarán inversiones extranjeras si aplican políticas deficientes, pero hay pocas seguridades de que su suerte no será la misma si aplican políticas correctas. El *New York Times* pronto calificó a Calvo de “profeta del colapso financiero”, por presagiar la crisis mexicana de 1994. Y aunque su último trabajo es sobre economías “en recuperación”, Calvo, a los 65 años, sigue tan concentrado como siempre en la posibilidad de crisis en los mercados emergentes.

Entre el claustro académico y la política económica

En sus 30 años de carrera, Calvo se ha trasladado varias veces de la universidad a cargos de política económica. A finales de 2006, optó por abandonar una vez más el ámbito de las políticas, dejando el puesto de Economista Jefe que ocupó durante seis años en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para regresar a la Universidad de Columbia en Nueva York, donde había comenzado su carrera tres décadas antes, tras concluir su doctorado en la Universidad de Yale. También ha sido profesor en las Universidades de Pensilvania y Maryland, e investigador y profesor visitante en distintas instituciones. Durante mucho tiempo ha tenido una gran influencia en el debate de política económica, desde el FMI, el BID y las universidades. Con todo, Calvo solo tuvo una sola incursión formal en la política económica, como asesor del Ministro de Economía de Argentina en 1996, solo por dos meses.



Las investigaciones de Calvo suelen dividirse en dos capítulos. En la primera mitad de su carrera, fue un teórico inspirado por el mundo en que estaba inmerso; en la segunda, un economista orientado a la política económica desde una perspectiva teórica.

Pablo Guidotti, Decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella en Buenos Aires y ex colega en el FMI, dice que Calvo es “un economista de mente muy teórica al que le gustan los modelos sencillos y elegantes”. Como el propio Calvo sostiene: “Mi regla es simplificar al máximo. Después de todo, estamos construyendo modelos. No es la realidad.”

Aún así, la musa de Calvo siempre ha sido la realidad, según Ernesto Talvi, Director Ejecutivo del Centro de Estudios CERES, en Uruguay. Nunca hizo teoría por la teoría misma. Incluso su primer trabajo de investigación, un estudio muy teórico sobre el uso de la capacidad productiva, publicado en 1975 en *American Economic Review*, se inspiró en la situación de Colombia, donde había vivido varios años antes.

A veces las reflexiones teóricas de Calvo pueden tener motivaciones no económicas. Un juego fue la fuente de inspiración de su contribución, en 1978, al estudio, entonces naciente, de la inconsistencia temporal, un concepto que explica cómo los políticos bien intencionados pueden formular malas políticas. Calvo recuerda que, de niño, cuando les mostraba a sus hermanos fotos suyas cuando era menor y les preguntaba ¿quién es este?, ellos contestaban “eres tú”. Y él respondía que no, que ahora él era una persona diferente en circunstancias diferentes de las de la foto. “Podemos pensar en los seres humanos como una secuencia de encarnaciones”, y eso le permitió comprender por qué los políticos podían socavar su estrategia de largo plazo: porque el funcionario que toma la decisión hoy se enfrenta a circunstancias diferentes de las que tenía ante sí cuando hizo la promesa inicial.

En 1977 Edward C. Prescott y Finn E. Kydland demostraron que un gobierno que traza un plan de políticas (monetarias o fiscales) a largo plazo probablemente tratará de modificarlo para adaptarlo a las nuevas circunstancias. Un año más tarde, Calvo demostró por su cuenta que es probable que el gobierno tome decisiones discretionales incoherentes “aun si tiene exactamente las mismas preferencias” que el público.

Para Calvo, lo importante es que, al tratar de tomar las mejores decisiones discretionales en un determinado momento —“al reoptimizar”, como dirían los economistas— los políticos pueden subvertir sus promesas de largo plazo, y perder credibilidad. Esto se debe a que, una vez que abandonan su compromiso con, por ejemplo, una estrategia antiinflacionaria, por más poderosas que sean las razones para hacerlo, el público ya no les cree. Las expectativas de las personas cambian y, por lo tanto, estas tratarán de protegerse, exigiendo tasas de interés más altas en previsión de una mayor inflación. Esto obliga a los políticos a tomar nuevas medidas que los perjudican y que desbaratan lo que alguna vez fue una buena política de largo plazo.

La inconsistencia temporal —con su efecto en las expectativas y la credibilidad— no es un problema serio en las economías avanzadas, señala Calvo, pero “la mayoría de los economistas coincidirían en que es una cuestión central para los mercados emergentes” y, de hecho, “ayuda a explicar por qué los países tienen hiperinflación”. Como resultado del trabajo teórico sobre la inconsistencia temporal, muchas naciones han limitado el grado de discrecionalidad concedido a las autoridades de política económica, dando a los bancos centrales más independencia de

los políticos y adoptando públicamente metas de inflación y objetivos de estabilidad de los que es difícil apartarse.

El siguiente gran desafío al que se enfrentó Calvo fue el de explicar los acontecimientos que no encuadraban en la *teoría de equilibrio general* clásica, que usa ecuaciones matemáticas para mostrar cómo funciona la economía en su conjunto. Argentina —cuyas crisis económicas reiteradas han sido una fuente de inspiración— devaluó abruptamente el peso en 1981. Como reacción, los precios deberían haber variado, pero no fue así. Al tratar de entender por qué, Calvo recurrió a modelos desarrollados por Edmund Phelps y John Taylor, sus colegas en Columbia. Sus modelos, que Calvo había desestimado antes, trataban de incorporar la *rigidez de precios y salarios*, ya que estos resisten el cambio aunque las circunstancias se modifiquen. Calvo halló inicialmente que los modelos eran “demasiado complicados”, pero luego “los simplificó hasta convertirlos en un juego de niños” a fin de incluir la rigidez de precios en el modelo de equilibrio general. Llevó un tiempo hasta que el estudio de 1983 prendió, señala Calvo, porque mis colegas siguieron tratando de explicar los acontecimientos usando el modelo clásico, con precios y salarios flexibles. Pero para los años noventa, el modelo de Calvo se había convertido en el “caballito de batalla” de la macroeconomía, según Roberto Rigobon, de MIT.

La inconsistencia temporal y la incorporación de la rigidez de precios en la teoría de equilibrio general quizá sean los mayores aportes de Calvo a la teoría macroeconómica, pero sus intereses eran muy amplios y “recorrió todo el paisaje económico”, dice Carlos Rodríguez, colega de Calvo en la Universidad de Columbia en los años setenta y actual Presidente de la Universidad del CEMA en Buenos Aires. Calvo realizó estudios teóricos, entre otros temas, sobre la utilización de la capacidad productiva, los escalafones organizativos, el desempleo estructural, el comercio

internacional, las tasas de interés reales y los tipos de cambio reales, e incluso los aspectos económicos de la justicia.

En busca de su camino

En 1986, después de 13 años en Columbia, Calvo pasó a la Universidad de Pensilvania. Pero al poco tiempo Jacob Frenkel, entonces Director de Estudios del FMI, tentó a Calvo a incorporarse a la institución, donde, entre 1988 y 1994, realizó numerosas investigaciones sobre los tipos de cambio, los mercados emergentes y la transición de las economías de planificación central de Europa oriental hacia economías de mercado. Fue en el FMI donde se interesó en la política económica, afirman sus colegas, pero Calvo es más vacilante. “Me llevó mucho tiempo hallar mi propio camino. Siempre me interesó la política económica, pero no disponía de las herramientas para estudiarla. El FMI me dio la oportunidad de trabajar en un entorno en que la colaboración y la cooperación son clave. Yo venía de la universidad, donde competir y ser original es lo único que cuenta.”

En el FMI, trabajó con varios investigadores más jóvenes, como Carlos Végh, Enrique Mendoza, Guidotti, Leiderman y Reinhart. Con Guidotti estudió el tema de la deuda pública, que después lo llevó a estudiar la dolarización de los pasivos. Con Végh perfeccionó el modelo de precios rígidos. Y con Mendoza abordó el comercio exterior. “Se los conocía como los chicos y chicas de Calvo”, dijo Talvi, quien trabajó en colaboración con Calvo más recientemente, aunque no en el FMI.

De ese grupo, el talento más compatible fue el de Reinhart —ahora profesora de la Universidad de Maryland—, quien según Calvo es “una fabulosa econometrista aplicada y una economista de primera línea”. Uno de sus proyectos fue un estudio de 1993, redactado con Leiderman, en el que refutaron la idea de que las reformas estructurales y las buenas políticas monetarias y fiscales de los países latinoamericanos traían fuertes flujos de capital.

“Fui a América Latina y todos decían lo mismo, que el dinero fluía porque estaban actuando correctamente. Sin embargo, Perú recibía grandes sumas aunque Sendero Luminoso seguía acechando al país. Y algunos países tenían tipos de cambio fijos y otros flotantes. Me pareció que algo raro estaba pasando. Todos recibían dinero, cada uno hacía las cosas a su modo, y obviamente no todos están en buena situación.” Calvo regresó a Washington y le dijo a Reinhart que estaba seguro de que el factor en común era externo. Convenció a Leiderman y los tres investigaron a los “sospechosos de siempre”: las tasas de interés de Estados Unidos y el ciclo económico. Y como dice Calvo: “las piezas empezaron a encajar”.

El hecho de que el FMI publicara el trabajo (y los estudios posteriores en la misma línea de investigación) no era una señal de que la institución avalaba las conclusiones. De hecho, señala Calvo, los tres recibieron muchos “palos” de sus colegas. Pero, como cabía esperar, las tasas de interés comenzaron a subir en Estados Unidos, y en diciembre de 1994 se desató en México el llamado efecto tequila tras una fuerte devaluación de la moneda mexicana. Esta crisis impulsó a Calvo a trabajar intensamente hasta que llegó a la conclusión de que, aunque los problemas de México habían sido provocados por una devaluación, el país no estaba atravesando por una crisis cambiaria sino por una

Las cosas por su nombre

Guillermo Calvo y sus colegas han demostrado gran talento para acuñar o popularizar, en inglés, frases que se han incorporado a la jerga de los economistas, y aún de los no especialistas:

Sudden stop: (frenada brusca): Colapso masivo, inesperado y generalizado de los flujos de capital, que suele no guardar relación con las variables económicas fundamentales de un país y que, por lo general, es muy perjudicial. A veces se lo abrevia “3S” (*systemic sudden stop*, frenada brusca sistémica), para hacer hincapié en el carácter generalizado del problema durante las crisis.

Fear of floating (miedo a la flotación): Aversión de un país a permitir que el mercado determine el valor de su moneda (libre flotación) debido a que muchos individuos y empresas tienen activos y pasivos denominados en dólares y se verían gravemente perjudicados por una depreciación de la moneda si no tienen la debida cobertura. El término se originó en un trabajo del mismo nombre que Calvo y Reinhart publicaron en 2002.

Phoenix miracle (milagro del ave Fénix): Alude a una economía que “resurge de las cenizas” tras colapsar su producto debido a una “frenada brusca”. En general, la economía recupera el nivel del producto anterior al colapso en unos dos años, pero no regresa a su trayectoria de crecimiento a largo plazo.

crisis del mercado de capitales, al cual recurren las empresas y los gobiernos para obtener fondos a largo plazo. En su siguiente trabajo, “Variedades de las crisis de los mercados de capital”, sostenía en esencia que México no era un fenómeno aislado. Muchos países de mercados emergentes eran vulnerables de diferentes formas a los caprichos de los inversionistas internacionales debido al subdesarrollo de los sectores financieros, la constante exposición del sector bancario al pánico de los depositantes y el fenómeno de “contagio”, en el cual los inversionistas no diferencian entre los mercados emergentes sino que retiran sus fondos sin prestar atención a las circunstancias específicas de cada país.

Si la Gran Depresión fue el resultado de la incompetencia del banco central, como creen muchos economistas, las crisis de los mercados emergentes hoy se deben a la impotencia del banco central.

Las teorías de Calvo pusieron el énfasis en el sector financiero como fuente de inestabilidad. Cuando se introduce el sector financiero en el modelo, hay muchas formas teóricas en que un país puede ser atacado, señaló Miguel Kiguel, economista argentino que fue alumno de Calvo en Columbia en los años ochenta. Los bancos pueden ser más importantes “que un déficit presupuestario o un déficit en cuenta corriente”. Los postulados de Calvo son ahora la doctrina corriente, dijo Rigobon, pero en su momento fueron muy radicales. “Es como una película de Alfred Hitchcock”, explicó. “Sus efectos especiales no impresionan mucho hoy”, pero fueron precursores. Como ocurrió con el modelo de 1983, los economistas tardaron en apreciar las ideas de Calvo de 1996, agregó Rigobon. Fueron necesarias las crisis financieras asiáticas de 1997 y las posteriores crisis en Europa oriental y América Latina para persuadir a muchos economistas de que los mercados emergentes tienen un conjunto especial de problemas que tienen su raíz en el sector financiero.

Calvo admite que en ciertos períodos sus análisis contradecían los de FMI, pero durante su paso por la institución siempre tuvo respaldo y tiempo para investigar. “Basta mirar el número de estudios que publiqué. Nunca dejé de escribir.” Y sigue escribiendo a ritmo vertiginoso. “Calvo sigue pensando y procesando las ideas mientras escribe. Cuando tiene una idea, escribe un trabajo. La mayoría de la gente lo discutiría en el almuerzo. Guillermo escribe,” dijo su colega y amigo Rodríguez.

En 2004, con el escepticismo institucional ya muy atrás, el FMI homenajeó a Calvo invitando a numerosos colegas a presentar estudios en un seminario en el que se celebró su liderazgo intelectual sobre los flujos de capital, el vencimiento de la deuda y la estabilización de la inflación, entre otros temas. El entonces Subdirector Gerente Agustín Carstens, actual Ministro de Hacienda de México, observó que “la capacidad de Guillermo para reducir problemas complejos a sus elementos esenciales

nos enseñó que los modelos complejos son para las mentes inferiores . . . En las manos de Guillermo, el caos de la realidad siempre ha generado modelos simples y esclarecedores.”

Cubriendo los vacíos teóricos

El entorno externo ha estado tranquilo durante la mayor parte de la década, y los países en desarrollo están volviendo a crecer. Pero los riesgos de crisis continúan, dijo Calvo, y la teoría macroeconómica tiene poco que ofrecer si vuelven a producirse “frenadas bruscas”. “La teoría macroeconómica estándar que se enseña hoy en las escuelas de posgrado no está inspirada en la Gran Depresión sino en la gran estabilidad que Estados Unidos, en particular, ha registrado durante muchos años.”

Calvo y sus colegas Alejandro Izquierdo y Talvi hallaron ecos sombríos de la Gran Depresión de los años treinta durante las investigaciones que concluyeron en el trabajo publicado en 2006 bajo el título de “Milagro del Ave Fénix”, que alude a la capacidad aparentemente ineluctable de las economías subdesarrolladas de “resurgir de las cenizas” después de un derrumbe drástico de su producto provocado por una frenada brusca. Hallaron fuertes paralelismos entre las circunstancias en que se produjeron las crisis recientes en los mercados emergentes y la Gran Depresión. Unos dos años después, el producto de las economías devastadas regresó a los niveles anteriores al derrumbe, aunque no a la trayectoria de crecimiento en la que estaban antes de la crisis.

Un problema crucial para las economías de mercados emergentes es que sus bancos centrales no pueden ser de mucha ayuda. Las fuertes oscilaciones de las tasas de interés que suelen acompañar a las turbulencias hacen que los instrumentos tradicionales de política monetaria sean ineficaces. Y como los mercados financieros subdesarrollados fuerzan a empresas y gobiernos a endeudarse fuertemente en dólares u otras divisas, es poco lo que los bancos centrales pueden hacer para mantener la solvencia del sistema en una crisis actuando como prestamistas de última instancia. Asimismo, los países suelen tener un grave “miedo a la flotación” de sus monedas, porque las empresas que tienen deudas en dólares e ingresos en moneda nacional se verían devastadas por una gran devaluación. Si la Gran Depresión fue el resultado de la incompetencia del banco central, como creen muchos economistas, las crisis de los mercados emergentes hoy se deben a la impotencia del banco central.

Calvo quiere que la calma actual sirva para que los mercados emergentes desarrollen las bases teóricas de la política monetaria en países con sistemas financieros subdesarrollados que virtualmente no tienen un prestamista de última instancia. “Una buena colección de arte y un ambiente tranquilo no bastan para crear un banco central del primer mundo”, agrega Calvo. ■

James L. Rowe integra el equipo de redacción de Finanzas & Desarrollo.

Referencias:

Chari, V.V., y Patrick J. Kehoe, 2006, “Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20 (cuarto trimestre), págs. 3–28.

Mendoza, Enrique, 2005, “Toward an Economic Theory of Reality: An Interview with Guillermo A. Calvo”, *Macroeconomic Dynamics*, vol. 9 (febrero), págs. 123–45.