

**PALABRAS CLAVE**

Crisis financiera  
Finanzas internacionales  
Política monetaria  
Ciclos económicos  
Activos de capital  
Mercados de capital  
Crédito  
Balanza de pagos  
Indicadores económicos  
Países desarrollados  
América Latina

# La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica

*José Luis Machinea*

**E**n este artículo se discuten los orígenes de la crisis financiera internacional, enfatizando la inestabilidad del sistema financiero como causa central de ella. Si bien la política monetaria de comienzos de la presente década puede haber ayudado a generar la burbuja inmobiliaria, está lejos de haber sido el factor determinante. Además, se argumenta que la función de controlar el incremento excesivo del precio de los activos le corresponde más bien a la política de regulación que a la tasa de interés. Al respecto, se propone crear una institucionalidad que facilite la implementación de políticas financieras contracíclicas en los períodos de auge. Asimismo, después de examinar las características que debieran adoptar las políticas económicas de los países desarrollados, se analizan los efectos de la crisis internacional en la cuenta corriente de los países de la región y las dificultades para aplicar políticas contracíclicas en ausencia de un prestamista a escala global.

José Luis Machinea  
Director de la Cátedra Prebisch,  
Universidad de Alcalá de Henares,  
España,  
Ex Secretario Ejecutivo de la CEPAL

✉ [jl.machinea@uah.es](mailto:jl.machinea@uah.es)

*“A sound banker, alas, is not one who foresees danger and avoids it, but one who, when he is ruined, is ruined in a conventional way along with his fellows, so that no one can really blame him”.*

John M. Keynes (1931)

*“Most astonishingly, these now-doubtful techniques had previously been hailed as the cornerstones of modern risk management. Moreover, the turbulence proved greatest in countries whose supervision of credit risk had been thought to be the best in the world. Indeed, the regulatory standards and protocols of these countries were in the process of being emulated worldwide”.*

Caprio, Demirgüç-Kunt y Kane (2008)

# I

## Introducción

Al momento de escribir este artículo, el mundo sigue inmerso en una de las peores crisis económicas del último siglo. El epicentro fue el colapso financiero de los Estados Unidos, pero sus ondas expansivas han alcanzado al sistema financiero de parte de Europa. Si bien las crisis financieras tienen una historia de varios siglos y en los últimos 200 años el mundo ha experimentado alrededor de 300 de distinta magnitud y características, ninguna de ellas tuvo la profundidad y el alcance de la actual, con excepción de la registrada a comienzos de la década de 1930.<sup>1</sup> Más aún, en igualdad de condiciones en términos de respuestas de política económica, es muy probable que esta crisis sea mucho más grave que la de aquel entonces. Hay tres factores que se combinan para ello: la magnitud del mercado financiero definido en un sentido amplio, que supera varias veces el producto de los países desarrollados (véase el cuadro 1); la profunda interconexión de las entidades financieras a nivel global y el grado de opacidad del sistema financiero, que no reconoce parangones en la historia.

Estos factores explican, al menos en parte, cómo es posible que de una pérdida inicial estimada entre 300.000 y 400.000 millones de dólares en el mercado de hipotecas *subprime* de los Estados Unidos se haya llegado a una crisis de esta magnitud. Hasta el momento, las pérdidas de activos originados en créditos del sistema financiero de los Estados Unidos superarían los 2,2 billones de dólares, aunque el resultado final dependerá de la magnitud y duración de la recesión.

A su vez, la crisis ha generado pérdidas en el valor de los activos, en especial los vinculados con el precio de las acciones y de las viviendas, equivalentes a aproximadamente un 25% de la riqueza mundial. El gráfico 1 muestra la magnitud de las pérdidas en el mercado de valores de Nueva York en comparación con otras crisis de los últimos 80 años. A fines de diciembre, pérdidas de alrededor del 40% al 45% afectaban los mercados de valores de las economías más importantes del mundo y superaban el 60% en el caso de China. Esta caída de la riqueza es, junto con la incertidumbre, uno de los principales factores que explican la profundización de la recesión.

La actual crisis financiera plantea distintos tipos de interrogantes, que van desde sus orígenes, sus particularidades y los factores que la potenciaron, hasta qué puede hacerse para evitar su profundización y cómo evitar crisis similares en el futuro. Algunos de estos temas se discuten en el presente artículo que, después de esta introducción, contiene una segunda sección dedicada a analizar los factores concurrentes y determinantes de las crisis financieras, especialmente de la crisis actual. Dado que no existe un consenso respecto de las causas que las originan, nos ha parecido oportuno presentar (tercera sección) algunas explicaciones alternativas que, en muchos casos, son complementarias. En la cuarta sección se examinan algunos hechos que potenciaron la crisis y que se relacionan con un largo debate sobre el riesgo moral y el riesgo sistémico. En la quinta sección se analiza qué podría hacerse en materia de políticas anticíclicas para reducir la magnitud y duración de la actual recesión internacional, poniendo especial énfasis en la capitalización de los bancos y la política fiscal. En la sexta sección se describen de manera muy estilizada los efectos de la crisis en América Latina, las dificultades para implementar políticas anticíclicas y la importancia de contar con un prestamista de última instancia en el ámbito global. La última sección contiene algunas reflexiones finales.

□ El autor agradece los comentarios de Álvaro Díaz, J.M Fanelli, P. Gerchunoff, D. Heymann, D. Sotelsek y de un evaluador anónimo, así como la valiosa asistencia de Andrés F. Herrera.

<sup>1</sup> Reinhart y Rogoff (2008) registraron más de 300 crisis financieras entre 1800 y la actualidad. En las últimas décadas ha aumentado la frecuencia de las crisis (Bordo y Eichengreen, 2001); Laeven y Valencia (2008) enumeran 125 crisis entre 1970 y 2007.

CUADRO 1

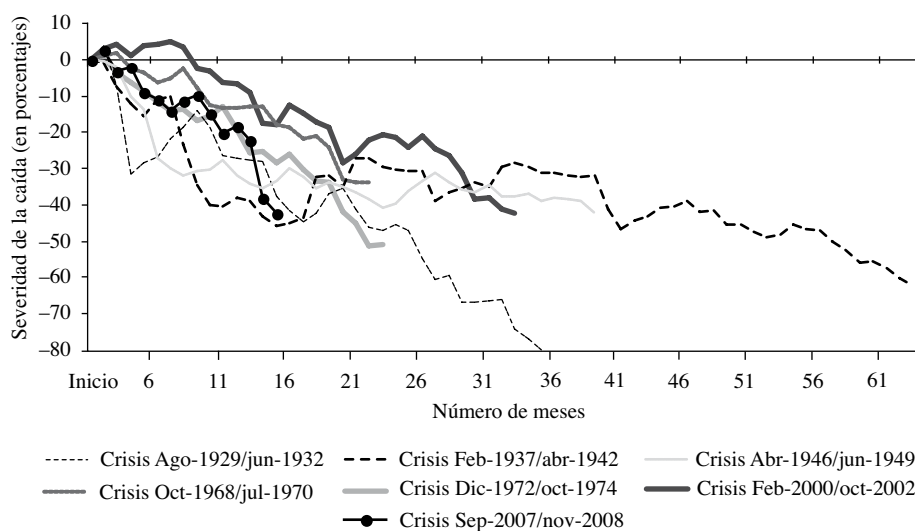
**Tamaño del mercado de capitales: algunos indicadores seleccionados, 2007**  
(En billones de dólares, a menos que se indiquen otras unidades)

	PIB	Capitalización bursátil	Títulos de deuda			Activos bancarios	Bonos, acciones, y activos bancarios	Bonos, acciones y activos bancarios (% del PIB)
			Pública	Privada	Total			
Mundo	54,5	65,1	28,6	51,2	79,8	84,8	229,7	421,1
Unión Europea	15,7	14,7	8,8	19,4	28,2	43,1	86,1	548,8
Zona euro	12,2	10,0	7,6	15,4	23,0	30,1	63,5	520,1
América del Norte	15,2	22,1	7,4	24,0	31,5	13,8	67,4	441,8
Canadá	1,4	2,2	0,8	0,8	1,6	2,6	6,4	442,5
Estados Unidos	13,8	19,9	6,6	23,3	29,2	11,2	61,0	441,8
Japón	4,4	4,7	7,1	2,1	9,2	7,8	21,7	495,7

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging - Macro-financial Implications and Policy*, Washington, D.C., 2008.

GRÁFICO 1

**El mercado de valores durante las crisis financieras de los últimos 80 años**  
(Caída porcentual del índice Standard & Poor's 500, ajustada por la inflación)



Fuente: elaboración propia sobre la base de *Financial Times*, Standard & Poor's y Shiller, R.J. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.

## II

### Factores concurrentes y determinantes de las crisis financieras

#### 1. Los factores concurrentes

Hay dos elementos que han caracterizado a todas las crisis financieras: la existencia de un sistema, lo que implica

que existe una red mediante la cual los problemas se interconectan y afectan a muchos actores, y la opacidad de la información, que provoca que los diferentes actores tengan distintos niveles de información sobre la calidad

de los activos y las características de los pasivos de los intermediarios financieros (información asimétrica).

Ambos elementos han tenido especial relevancia en la crisis actual. Nunca hubo un sistema financiero más complejo y más interconectado que el desarrollado en la etapa de la globalización financiera. Una manifestación de ello es que a mediados de 2008 la dimensión del mercado de derivados alcanzaba los 500 billones de dólares, o sea, nueve veces el producto mundial.<sup>2</sup> Además, nada puede igualar la opacidad que caracterizó al sistema financiero en los últimos años. Cada vez fue más difícil entender los distintos “vehículos” y derivados; el vocabulario utilizado se hizo cada vez más enigmático y se convirtió en una jerga de especialistas. Ello contribuyó a que la transparencia de las operaciones fuera cada vez menor.<sup>3</sup>

En relación con el primer punto, el ejemplo más notorio fue el rescate de la principal compañía de seguros de mundo, la *American International Group* (AIG), en octubre y noviembre de 2008. Ello evitó un problema de solvencia de varias entidades financieras cuyos préstamos estaban garantizados por la AIG a través

de los mencionados *CDS*. Considerando la cantidad y el monto de las operaciones aseguradas (alrededor de 450.000 millones de dólares, de los cuales 55.000 eran hipotecas *subprime*) y el monto de la ayuda (150.000 millones de dólares a diciembre de 2008), caben pocas dudas de que esta institución era insolvente.

El motivo por el cual se auxilió a una institución insolvente fue tratar de evitar una crisis sistémica, ya que la caída de AIG podría haber arrastrado a varias entidades financieras y creado una situación de pánico. Sin duda, prácticas como esta o similares aumentan el riesgo moral, tema sobre el cual volveremos más adelante.

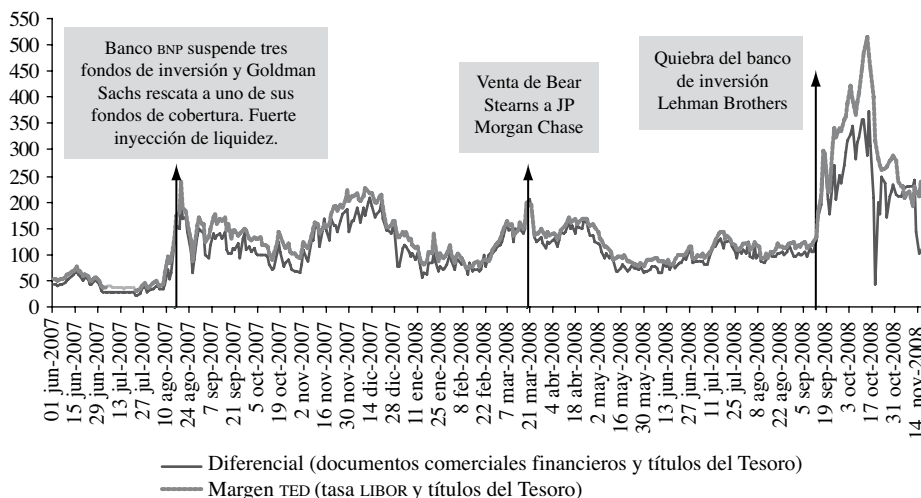
En relación con el segundo punto, no debe sorprender que la existencia de información asimétrica haya sido determinante para que en las primeras etapas de la crisis hubiese una marcada restricción del crédito, sea entre las entidades financieras o en el mercado de documentos comerciales. El primer gran aumento del costo del crédito interbancario se dio a mediados de agosto, después de meses de caída del precio de las viviendas en los Estados Unidos y de 15 días en que varios fondos de cobertura (*hedge funds*) fueran a la bancarrota; ello ocurrió pese a que los bancos centrales habían inyectado ingentes cantidades de recursos (véase el gráfico 2). Nadie mejor que las instituciones financieras podían conocer las características de los instrumentos de uso generalizado,

<sup>2</sup> De esta cifra, 55 billones eran permutas de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps*).

<sup>3</sup> Para una descripción detallada y un análisis de los distintos instrumentos y vehículos, véase Mizen (2008).

GRÁFICO 2

**Diferencial (*spread*) de las tasas de interés (a tres meses): LIBOR, títulos del Tesoro y documentos comerciales financieros, 2007-2008**  
(En puntos porcentuales básicos)



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Reserva Federal.

Nota: LIBOR = tasa de interés interbancaria de Londres, margen TED = diferencial entre la tasa de interés que pagan los bancos y el rendimiento de los bonos del Tesoro.

saber que enfrentaban crecientes dificultades y, al mismo tiempo, estar al tanto de lo complicado que era evaluar la cartera de otras entidades.

En pocas semanas, la información asimétrica dio paso a la incertidumbre total: cuando ocurren hechos que cambian radicalmente la situación y destruyen lo que los agentes creían saber, el problema no es solo que unos están informados y otros no lo están, sino que nadie tiene información.<sup>4</sup>

## 2. Los factores determinantes de las crisis: auge, euforia y carácter procíclico del crédito

Si bien las crisis financieras requieren de la existencia de interconexiones, de asimetría de la información y, por último, de una gran dosis de incertidumbre, cabe preguntarse por qué se generan en forma recurrente. La respuesta no es sencilla, por lo que no es de extrañar que haya distintas interpretaciones al respecto.

Una distinción relevante entre las distintas explicaciones es el papel que cada una de ellas les asigna al mercado y a las políticas públicas. Para algunos, las crisis financieras son consecuencia de los errores vinculados con la intervención estatal, sea a nivel microeconómico o macroeconómico; para otros, son el resultado natural del funcionamiento del sistema financiero. Mientras que los primeros consideran que el mercado debería tener un rol protagónico, tanto en lo que respecta a la prevención de las crisis como a la búsqueda de soluciones, los segundos insisten en que es necesario mejorar —y en muchos casos cambiar totalmente— la naturaleza de las regulaciones a fin de evitar, o al menos reducir, el comportamiento procíclico del sistema. Como suele suceder, hay varios factores concurrentes y, por cierto, la crisis actual no es una excepción. Sin embargo, hay algunos elementos que a nuestro entender son dominantes y esos son los que se discuten a continuación.

### a) *Auge, euforia y carácter procíclico del crédito*

Una conocida explicación de los períodos de bonanza y crisis económica está vinculada con el comportamiento del sistema financiero y está asociada con las ideas de Minsky y Kindleberger.<sup>5</sup> El argumento es que a medida que avanza la fase expansiva del ciclo, la que es financia-

da por una expansión del crédito, aumenta la confianza en que el auge habrá de continuar y ello incrementa la demanda y la oferta de crédito. La euforia y la expansión del financiamiento generan una burbuja en el precio de todos o de algunos activos, lo que crea la sensación de que la compra de esos activos financiada por crédito es una operación muy rentable. De hecho, a medida que avanza el auge, en un número creciente de casos el aumento del precio será la única manera de pagar el crédito. Para decirlo en palabras de Minsky, “un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo y Ponzi”.<sup>6</sup>

El aumento del crédito, que muchas veces se da en el contexto de una política monetaria acomodaticia, se potencia durante la fase de expansión mediante un mayor apalancamiento del sistema financiero, es decir, por el aumento de la relación entre activos y patrimonio.<sup>7</sup> Históricamente esta ha sido el resultado de innovaciones menos demandantes de capital, incluido el surgimiento de nuevos intermediarios, lo que ha dado lugar a una menor participación de los bancos de depósitos en el sector financiero. El caso extremo es el de los Estados Unidos, donde los activos financieros en poder de los bancos de depósitos tradicionales representan menos del 25% del total de activos de las instituciones financieras (véase el gráfico 3).<sup>8</sup>

El mayor apalancamiento va debilitando el sistema financiero, ya que el capital queda cada vez más expuesto a pequeñas pérdidas de los activos. Dado que la variación del apalancamiento es procíclica, este alcanza su valor máximo en el momento en que el precio de los activos comienza a reducirse. Por lo tanto, en esta etapa se intensifican los efectos de la caída de precios y, con ello, de la menor capacidad de pago de los deudores; de esa manera, el impacto en la solvencia del sistema es marcadamente acentuado.

Los problemas de solvencia se ven potenciados por otra característica del período de expansión. Considerando que las tasas de interés a corto plazo son usualmente inferiores a las de largo plazo, las entidades financieras

<sup>4</sup> Bagehot escribió: “*In England, after a great calamity, everybody is suspicious of everybody, as soon as that calamity is forgotten, everybody again confides in everybody*” (Bagehot, 1920, pp. 124 y 125).

<sup>5</sup> Al respecto, véanse Minsky (1972, 1975 y 1986) y Kindleberger y Aliber (2005). Bordo (2008) recuerda que esta explicación tiene sus raíces en la tradición de la economía monetaria del siglo XIX y fue potenciada por Irving Fisher (1933).

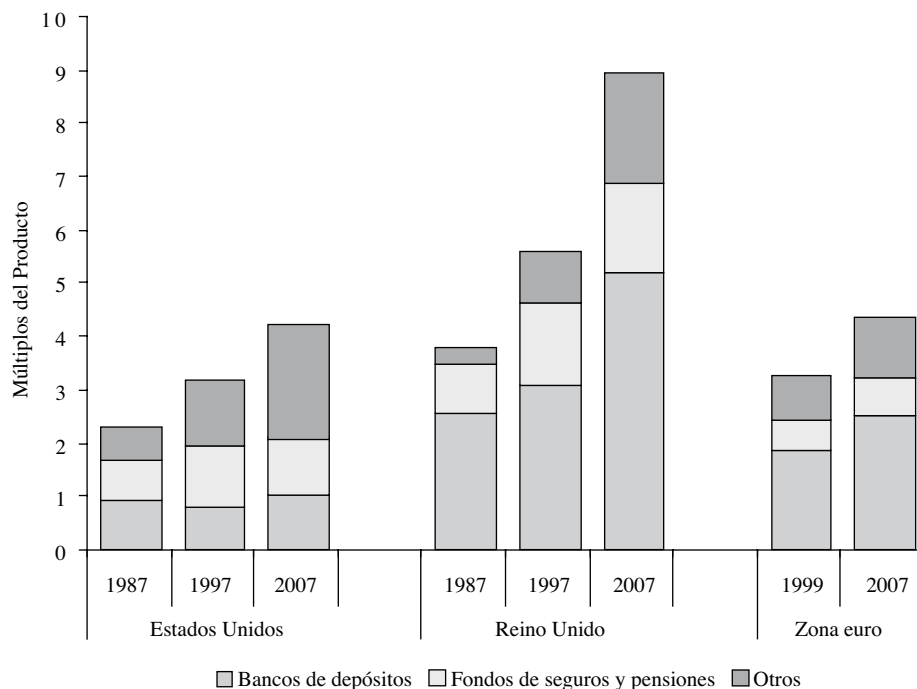
<sup>6</sup> Minsky (2008) p. 210, traducción del autor. Se habla de financiamiento especulativo cuando los ingresos solo permiten pagar los intereses, pero no el capital; de financiamiento Ponzi, cuando los ingresos no son suficientes para pagar el capital y los intereses. En ambos casos, las ganancias de capital son fundamentales para “sobrevivir”.

<sup>7</sup> Este mayor apalancamiento que Minsky observara en la fase expansiva del ciclo ha sido corroborado por Reinhart y Rogoff (2008).

<sup>8</sup> Si bien la dimensión que han alcanzado otros intermediarios financieros es inédita, no lo es su existencia y relevancia. Hace 100 años, las dificultades de los fondos fiduciarios (*trust funds*) y de los agentes de Bolsa fueron cruciales para explicar los momentos más críticos de la crisis financiera de 1907 y su resolución favorable (Bruner y Carr, 2007).

GRÁFICO 3

**Tamaño y distribución de los activos financieros**  
(En múltiplos del producto)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington, D.C., 2008.

suelen financiar el optimismo del auge mediante el aumento de sus obligaciones a corto plazo. Un excesivo descalce contribuye a hacerlas muy vulnerables a los cambios de humor del mercado, ya que los inversores tienden a reducir su financiamiento cuando comienzan a observar dificultades relacionadas con la calidad de los activos. La creciente falta de liquidez afecta la solvencia del sistema en la medida en que las entidades deban liquidar activos a “precios de remate” para hacer frente a sus obligaciones. La magnitud del impacto en la solvencia depende de varios factores, entre ellos el tamaño de la burbuja y la existencia de un prestamista de última instancia que resuelva los problemas de liquidez y evite que la caída de precios de los activos sea muy pronunciada.

En opinión de Minsky, la inestabilidad es una característica del capitalismo financiero moderno y está vinculada con las expectativas que en gran medida se nutren del pasado, generando comportamientos especulativos y Ponzi. ¿Por qué, entonces, los períodos de auge no terminan siempre en crisis, como al parecer

se desprende de la lógica del modelo? Hay varias respuestas, que van desde el tamaño de la burbuja hasta los factores detonantes de las crisis, pero un elemento de especial relevancia es la existencia en las recesiones de políticas contracíclicas que se manifiestan por medio de déficits fiscales más elevados (en parte mediante estabilizadores automáticos) y del financiamiento del sistema financiero, cuyo papel suele superar el de prestamista de última instancia. Son estas políticas las que evitarían el agravamiento de la recesión y el surgimiento de situaciones de pánico. Al respecto, Minsky advierte que esa capacidad de las políticas contracíclicas estaría en peligro si se mantuviese la tendencia a una excesiva liberalización del sistema financiero y a una creciente participación de otros intermediarios financieros.<sup>9</sup>

Esta visión, que depende de la formación de expectativas basadas en el pasado reciente, tiene escasos

<sup>9</sup> Al respecto, véanse Minsky (1986, caps. 2, 3 y 4) y la excelente introducción de Papadimitriou y Wray a la edición de Minsky de 2008.

puntos de contacto con la de las expectativas racionales; más aún, en el contexto de estas últimas es difícil imaginar cambios tan repentinos en el comportamiento de los agentes económicos como los que caracterizan a las crisis, en especial cuando este cambio de expectativas no obedece a variaciones significativas de la conducta prevista del sector público.

b) *La crisis 2007-2008*

La teoría analizada en el apartado anterior se ajusta razonablemente bien al comportamiento del mercado financiero de los últimos años y, en particular, al marcado incremento del precio de la vivienda en los Estados Unidos y en varios países europeos (véase el gráfico 4). La baja del precio de las propiedades fue el detonante de la crisis, ya que dejó en evidencia la mala calidad de los créditos *subprime*, que en 2006 representaban un monto anual de 600.000 millones de dólares y equivalían al 20% del total de créditos hipotecarios en ese país. A medida que los precios fueron disminuyendo, este hecho afectó al segmento “no *subprime*” del mercado hipotecario.

Para complicar la situación, a la euforia que suele acompañar a los períodos de auge se le agregaron los modelos utilizados para evaluar el riesgo. Estos tenían dos defectos: por una parte, en varios países, pero muy

especialmente en los Estados Unidos, se basaban en información de los últimos cinco años, un lapso demasiado breve porque puede reflejar solo una fase del ciclo; por otra, el hecho de que estos modelos suponen que las acciones que se emprenden sobre la base de ellos no influyen, como en la física, en las variables que se intenta predecir. Se acentúan así los movimientos “en manada” y no es posible distinguir entre los cambios puntuales y los movimientos sistémicos. En otras palabras, las crisis no pueden explicarse mediante modelos de riesgo que suponen que el mundo es estacionario: en los períodos de crisis, los parámetros que definen los procesos estocásticos no son estables y, por ende, los modelos basados en tales procesos no sirven para calcular los riesgos (Fanelli, 2008 y Heymann, 2007).<sup>10</sup>

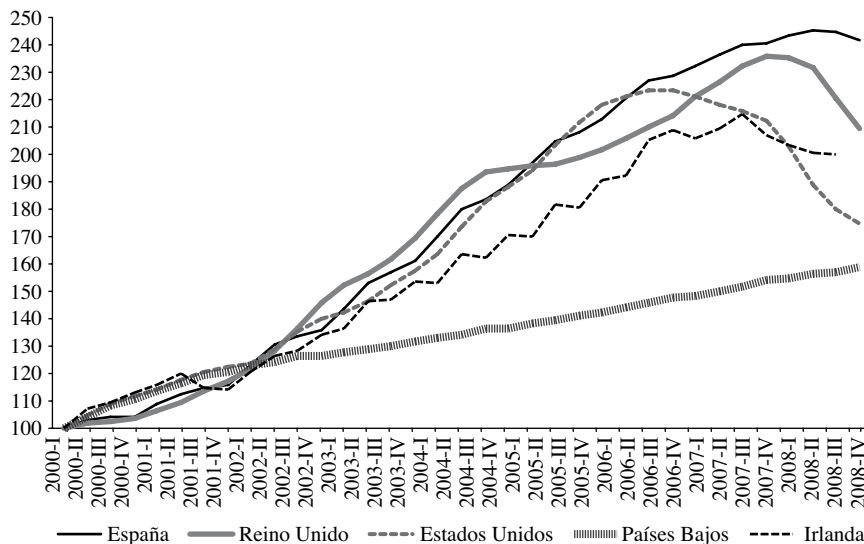
Obviamente, la supervisión fue inadecuada, no solo porque no se exigieron modelos cuyos supuestos fueran más razonables, sino también porque se permitió la utilización de distintos artilugios para tomar riesgos excesivos y aumentar el apalancamiento.<sup>11</sup> Las razones de la supervisión deficiente parecen haber sido varias, desde

<sup>10</sup> Para una reseña y evaluación del uso de los modelos de riesgo, véase Sotelsek y Pavón (2008).

<sup>11</sup> Los *special investment vehicle (SIV)* fueron el caso más notorio de esta práctica.

GRÁFICO 4

**Países seleccionados: evolución del precio de la vivienda, 2000-2008**  
(Datos trimestrales: 2000-I = 100)



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Ministerio de Vivienda de España, Banco de Inglaterra, Standard and Poor's, Statistics Netherlands y Department of the Environment, Heritage and Local Government de Irlanda.

los bajos salarios y la ausencia de capacidad apropiada en los organismos pertinentes, hasta el intento de favorecer la competencia global de las entidades financieras locales. Sin embargo, el factor más relevante fue un enfoque que contribuyó a incrementar la autorregulación al priorizar la responsabilidad de las entidades financieras, las que en este caso eligieron los modelos que fueron funcionales a su estrategia de expansión.

A mediados de 2007, cuando la caída del precio de las viviendas comenzó a afectar los activos de los intermediarios financieros y a generar nerviosismo en el mercado, cobró relevancia el otro factor antes mencionado: la volatilidad del financiamiento bancario como resultado de la sustitución de los depósitos por colocaciones en el mercado de capitales y, lo que es mucho más grave, por valores comerciales de corto plazo.<sup>12</sup> De hecho, la importancia de los depósitos en las obligaciones de los bancos ha ido disminuyendo durante las últimas décadas: en 1980 representaban el 70% de los pasivos y en 2008 solo el 40% (FMI, 2008b).

Acudir a los mercados monetarios (*money markets*) y a los mercados de capitales es una tendencia de los últimos años que se explica por las facilidades vinculadas a la obtención de créditos por montos elevados sin tener que incurrir en costos administrativos (entre otros, sucursales, salarios y publicidad). Cuando esta tendencia se complementaba con la mencionada titularización (*securitization*) de las hipotecas, el cuadro se consumaba: se evitaba el “problema de los depósitos”, se potenciaba el apalancamiento y se eludía la responsabilidad en materia de calidad de los créditos.<sup>13</sup>

Cabe hacer un último comentario sobre la distorsión de los incentivos en el otorgamiento de créditos ocasionada por la titularización de los activos. El hecho de pasar del banco al mercado como elemento central de la diversificación del riesgo tiene claras ventajas en materia de liquidez y, además, permite diversificar el riesgo más allá de un área geográfica determinada, incluidas las fronteras del país de que se trate. Ello supone que la información es suficientemente transparente como para que los inversores estén al tanto de los riesgos del “paquete” que están comprando, un principio que estuvo

lejos de cumplirse. Además, reemplazar al banco por el mercado genera algunos interrogantes, ya que si todos fueran productos “enlatados”, ¿cuál sería la ventaja de conocer al cliente, que ha sido uno de los principales factores detrás del surgimiento de los bancos? Asimismo, si el conocimiento de los clientes no afecta la rentabilidad de una entidad financiera, ¿dónde estaría el incentivo a otorgar buenos créditos?

La sensación de que algo andaba mal con los activos de algunas entidades financieras, en especial los respaldados por hipotecas de baja calidad, se percibió con toda intensidad entre mayo y agosto de 2007, cuando varios *hedge funds* afrontaron grandes pérdidas y las agencias de riesgo redujeron la calificación de los bonos garantizados por hipotecas de distinta calidad. La incertidumbre se manifestó en el mercado de valores comerciales de corto plazo respaldados por activos, que en pocos meses se redujo a la mitad (véase el gráfico 5). La consecuencia fue una fuerte reducción de la liquidez de todos los bancos que habían acudido a este mercado, sin distinción de la calidad de la cartera de cada uno de ellos. Así como la solvencia de algunas entidades financieras afectó la liquidez del sistema, inicialmente por la asimetría de información y crecientemente por la incertidumbre generalizada, la falta de liquidez potenció los problemas de solvencia de ellas.

En síntesis, el excesivo apalancamiento, el aumento de los pasivos de corto plazo y la creciente importancia de las entidades financieras no reguladas adecuadamente se convirtió en una mezcla peligrosa difícil de manejar.

Por último, un comentario sobre las remuneraciones del personal de dirección de los bancos, especialmente en el mundo desarrollado<sup>14</sup>. Durante los últimos años, esas retribuciones han sido el resultado de los beneficios de corto plazo y, en muchos casos, de la cantidad de operaciones realizadas. Los distintos “vehículos” y el creciente apalancamiento eran funcionales al aumento de la rentabilidad de corto plazo y, por consiguiente, de las remuneraciones, sin importar sus repercusiones a mediano y largo plazo. Más aún, los ingresos de las agencias de riesgo dependían de los intermediarios que solicitaban su evaluación a fin de colocar sus instrumentos, con lo cual eran, al mismo tiempo, juez y parte en el proceso. Considerando los resultados, pareciera que fueron más parte que juez.

<sup>12</sup> Un caso paradigmático de esta tendencia fue el del banco *Northern Rock*, nacionalizado en septiembre de 2007. Véase Milne y Wood (2008).

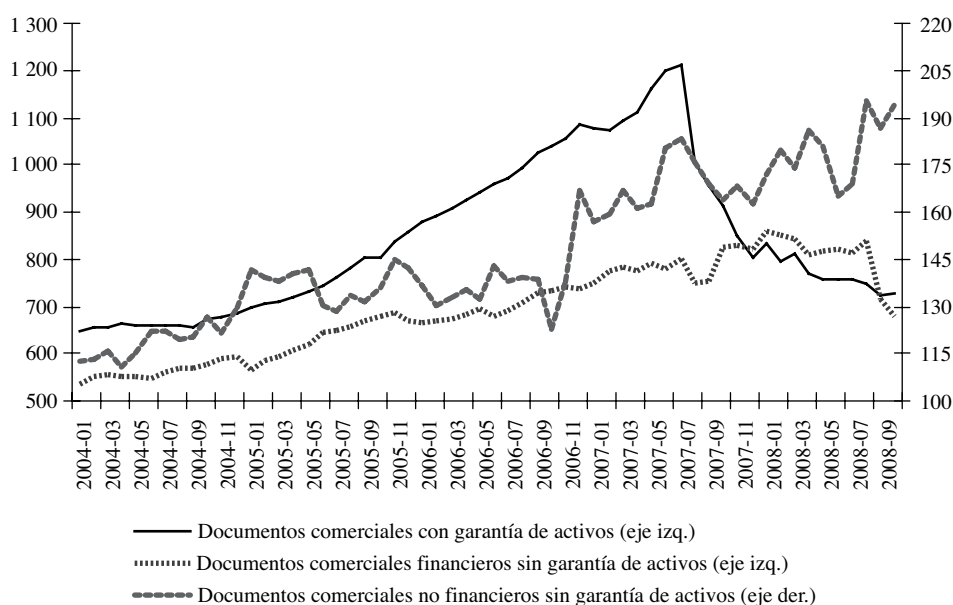
<sup>13</sup> En las operaciones con los *siv*, los bancos solían comprometerse a aportar liquidez o a retomar el crédito en el caso en que hubiera problemas de solvencia, por lo que las entidades iniciadoras se quedaban con una responsabilidad que habría de afectarlas. Además, en algunos casos de este tipo de inversiones se terminó por comprar los bonos que el banco propietario había vendido inicialmente (Mizen, 2008).

<sup>14</sup> Hace 40 años, Galbraith (1967) alertaba sobre la creciente importancia que había adquirido el personal de dirección, cuyos objetivos eran distintos a los de los accionistas.



GRÁFICO 5

**Documentos comerciales con garantía de activos y documentos comerciales financieros y no financieros sin garantía de activos**  
(En miles de millones de dólares, datos mensuales y ajustados estacionalmente)



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Reserva Federal.

La remuneración de los ejecutivos y el papel de las agencias de riesgo fueron más que funcionales a un modelo basado en la toma excesiva de riesgos. Si bien no puede decirse que ellos provocaron la burbuja y la crisis financiera, sin duda la potenciaron hasta niveles desconocidos.

Como suele suceder, no ha habido un solo factor explicativo de la crisis financiera actual. ¿Quién podría sostener que la política de mantener bajas tasas de interés durante un tiempo demasiado prolongado en los años 2001 a 2004 no afectó la situación posterior? Antes de pasar revista a este y otros argumentos en cuanto a la responsabilidad que les cabe a las políticas económicas en la crisis, un breve comentario relacionado justamente con la falta de incentivos a implementar políticas contracíclicas durante el período de auge.

### c) *La economía política del “eterno” auge*

En un período de bonanza económica, la prociclicidad del crédito, el crecimiento del producto por sobre la tendencia y la burbuja del mercado de activos, en particular en el precio de la vivienda, son “buenas noticias”. Por lo tanto, es difícil encontrarle críticas al proceso. No solamente los bancos están contentos, sino

también los empresarios que ven aumentar su demanda y que pueden acceder a créditos más baratos, y para qué decir de aquellos que pueden acceder a su primera vivienda o a una segunda y los poseedores de activos, que observan con satisfacción cómo se incrementa su riqueza en forma ininterrumpida. En ese ambiente, el gobierno de turno no puede dejar de sentirse eufórico: gracias a la situación económica hay una mayoría de la población que aprueba su gestión y eso le permita ganar elecciones. Dadas estas circunstancias, ¿quién se anima a arruinar la fiesta?

Probablemente, habrá analistas que tengan algunas objeciones al respecto, pero habrá muchos otros que escribirán sesudos artículos en los que se mostrará que el aumento del nivel de actividad económica por sobre la tendencia obedece al hecho de que el cambio tecnológico ha incrementado la productividad en forma más o menos permanente; que el precio de las propiedades todavía es bajo considerando las variaciones en la demanda de las familias, que han decidido tener dos viviendas o, como se ha señalado en repetidas oportunidades en varios países en desarrollo, que el precio de las propiedades sigue siendo mucho más bajo que en... ¡París o Roma! Asimismo, habrá quienes justifiquen el déficit elevado

en cuenta corriente, sea porque este “es el resultado” de la fuerte demanda de inversión (aunque ella se oriente a los bienes no comerciables) o porque obedece al mayor ahorro del resto del mundo, que alguien “debe” absorber para mantener el equilibrio mundial.

En fin, en los períodos de bonanza hay una economía política muy funcional a los excesos. No es casual que el clamor por la aplicación de políticas contracíclicas se escuche insistentemente en épocas

de recesión, pero muy pocas veces en las fases expansivas del ciclo. Es por ello que hay razones para desconfiar de la capacidad de regular los ciclos,<sup>15</sup> por lo que lo más conveniente pareciera ser reducir la discrecionalidad de los gobernantes mediante la introducción de ciertas reglas contracíclicas. No se nos escapa el hecho de que estas medidas seguramente serán difíciles de imponer; sin embargo, esta es la coyuntura para hacerlo.

### III

## Una explicación alternativa: los errores de las políticas monetaria y financiera

Hay dos líneas de argumentación que enfatizan los errores de política económica como factores explicativos de las crisis financieras. La primera subraya el manejo de la política monetaria; la segunda tiene fundamentos microeconómicos y se centra en la red de seguridad —sea implícita o explícita— del sistema financiero, que reduce el costo de la crisis para los distintos actores (bancos e inversores).

#### 1. La política monetaria

De acuerdo con este enfoque, la crisis actual obedeció a una política monetaria excesivamente expansiva de la Reserva Federal desde fines de 2001 hasta diciembre de 2004, que se manifestó en tasas de interés inferiores al 2% para los fondos federales. Si bien la Unión Europea y el Reino Unido aplicaron una política similar, la reducción de las tasas fue menos marcada y el período de tasas bajas menos prolongado (véase el gráfico 6).

Desde una óptica más estructural, puede argumentarse que la política de bajas tasas de interés fue el resultado de un exceso de fondos “prestables” en el mercado internacional, producido por: i) la política de China de maximizar las exportaciones y acumular reservas internacionales, ii) la política de autoseguro mediante la acumulación de reservas aplicada por Brasil, China, la Federación de Rusia, la República de Corea y varios países en desarrollo y iii) la política de acumulación de recursos en fondos soberanos de los países petroleros. Este incremento del ahorro en el “resto del mundo” sería la contrapartida de la baja tasa de ahorro de los Estados Unidos y explicaría el déficit en cuenta corriente de este país que, sorprendentemente, pudo combinar así

una reducción del ahorro con una disminución de las tasas de interés (Roubini, 2005, y Eichengreen, 2005). Si bien esta interpretación es correcta desde el punto de vista de la abundancia de fondos “prestables” en los mercados internacionales, debe matizarse con el hecho de que, excluidos los Estados Unidos, no se registró un aumento de la tasa de ahorro global, ya que el incremento de esta en los países mencionados se compensó mediante la disminución del ahorro en el resto del mundo, sobre todo en Japón y Europa. Además, en el resto de Asia, con excepción de China, lo que se observó en los últimos años es que el “exceso de ahorro” obedeció básicamente a una menor inversión.<sup>16</sup>

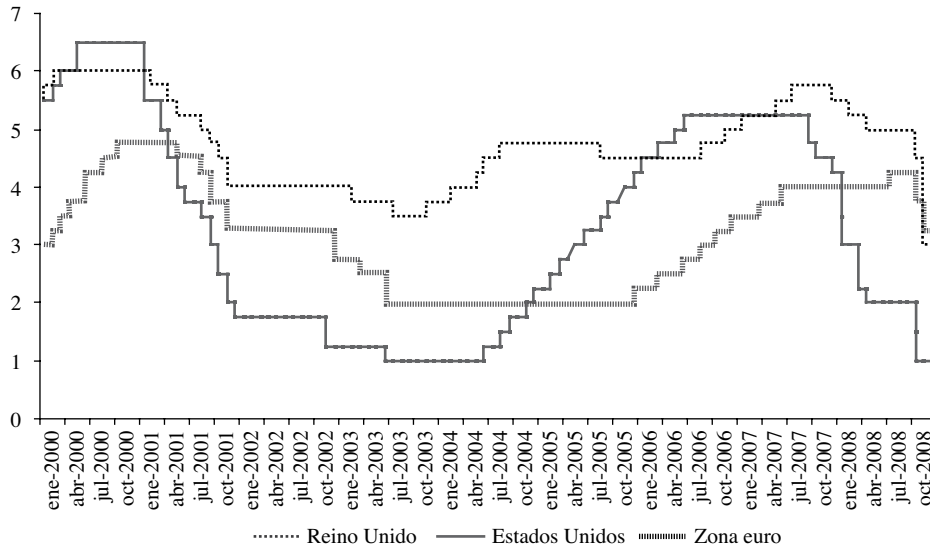
Por razones estructurales, de política monetaria o ambos, las bajas tasas de interés fueron funcionales a una expansión excesiva del crédito. Sin embargo, el énfasis en este argumento debe ser ponderado. En primer lugar, y tal como lo muestra el gráfico 6, pese a que la reducción de tasas de los bancos centrales de Europa y del Reino Unido fue inferior a la disminución de la tasa de interés de la Reserva Federal, también se produjo una burbuja en el precio de las viviendas de varios países europeos. Además, si bien en Europa hubo menos hipotecas *subprime* que en los Estados Unidos, ello podría deberse a una regulación más adecuada o, probablemente,

<sup>15</sup> Véase, por ejemplo, Gerchunoff (2008, p. 1), quien ha afirmado que “del examen de esas fallas se puede aprender para el futuro, pero las crisis son inherentes a un mundo capitalista que se sostiene sobre los *animal spirits* y a un mundo democrático que se sostiene sobre la esperanza del progreso social”.

<sup>16</sup> Véase Eichengreen (2005).

GRÁFICO 6

**Tasas de interés de las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal, el Banco Central de Europa y el Banco de Inglaterra, 2000-2008**  
(En porcentajes)



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Banco de Inglaterra, la Reserva Federal y el Banco Central de Europa.

a que la mayor profundidad del mercado hipotecario estadounidense contribuyó a “agotar” las posibilidades de hipotecas *prime* antes que en otros países.

En segundo lugar, la crisis actual no puede atribuirse a una restricción de la oferta monetaria como señalaron Friedman y Schwartz (1963) en relación con el período 1929-1932. Si bien esta vez, como entonces, hubo una marcada reducción del multiplicador bancario, el incremento de la base monetaria lo compensó con creces.<sup>17</sup>

Por último, cabe preguntarse si el hecho de mantener bajas las tasas de interés a corto plazo durante un período relativamente prolongado de tiempo pudo haber provocado la burbuja en el precio de las viviendas y la crisis posterior. Sin duda debe haber incidido, sobre todo porque puede haber generado expectativas de que la política monetaria no “permitiría” una recesión y que, por ende, el precio de ciertos activos seguiría subiendo. Sin embargo, las tasas de interés a mediano y largo plazo

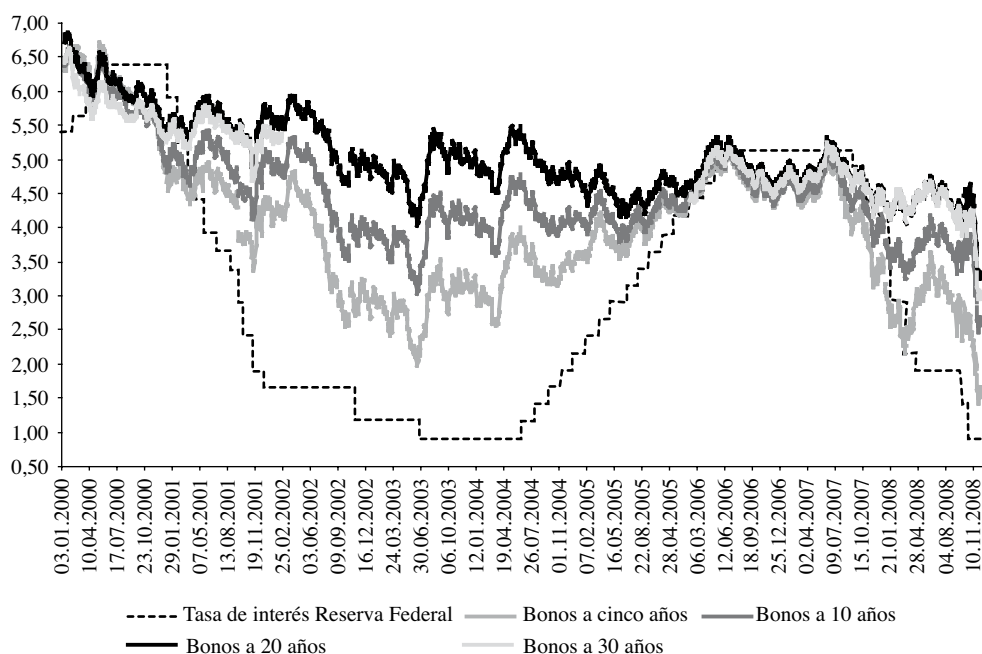
se redujeron sustancialmente menos (véase el gráfico 7), de modo que sería difícil justificar la racionalidad de una entidad financiera que decidiese otorgar un préstamo hipotecario a 30 años porque la tasa de interés a corto plazo es muy baja. Tal vez fue una manera de asegurar tres años de tasas bajas en los créditos de vivienda a fin de entusiasmar a los compradores con escasos conocimientos financieros, pero no puede suponerse que las instituciones financieras extrapolaran esa situación a mediano y largo plazo. ¿O será que alguien consideró que las bajas tasas de interés no formaban parte de la política contracíclica y que por lo tanto no subirían en la fase expansiva del ciclo? Además, ¿por qué continuó la expansión crediticia en 2005 y gran parte de 2006, en circunstancias que la Reserva Federal estaba elevando aceleradamente las tasas de interés, enviando claras señales de que el período de tasas bajas había llegado a su fin? Más que en la política monetaria, la respuesta hay que buscarla en el hecho de que el incentivo a aumentar los créditos no era la rentabilidad a largo plazo de la entidad financiera, sino el bono de fin de año o el premio por operación realizada.

Resumiendo, es posible que el hecho de haber mantenido bajas tasas de interés durante un período prolongado de tiempo haya influido en el comportamiento de los distintos actores, pero difícilmente puede afirmarse

<sup>17</sup> En la década de 1930, la disminución del multiplicador se debió al aumento de la demanda de circulante en relación con los depósitos bancarios (Bernanke, 2000), mientras que en la crisis actual fue consecuencia del extraordinario aumento de las reservas de los bancos. En los Estados Unidos, en julio de 2008 las reservas representaban el 5,4% del circulante en poder del público, mientras que en noviembre de 2008 esta cifra se elevó al 79,3%.

GRÁFICO 7

**Estados Unidos: tasa de interés de las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal y rendimiento de los bonos del Tesoro**  
(En porcentajes)



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Reserva Federal.

que esta sea la causa fundamental de la burbuja que se produjo en el mercado de viviendas de los Estados Unidos y varios países europeos. En cualquier caso, el error de la política económica de ese período fue no haber actuado de conformidad con la “exuberancia irracional de los mercados”, pero no es evidente que esta debería haber sido una tarea de la política monetaria. Si la tasa de interés ya tiene el objetivo de controlar la tasa de inflación y, al menos en los Estados Unidos, de regular el nivel de actividad económica, parece un poco exagerado agregarle un cometido adicional como es el de controlar la burbuja en el precio de los activos. Lo razonable hubiese sido utilizar otro instrumento; el más obvio se vincula con la regulación del sistema y, en particular, con las mayores exigencias de capital durante el período de auge.

## 2. La red de seguridad

Una segunda explicación relacionada con las políticas públicas incorrectas es la que han sostenido tradicionalmente el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial. La idea central es que la presencia “excesiva” de redes de seguridad públicas evita el efecto disciplinador del mercado y, por lo tanto, genera actitudes demasiado

riesgosas. En relación con la crisis actual, este enfoque se encuentra en un artículo de tres analistas del Banco Mundial (Caprio, Demirgüç-Kunt y Kane, 2008), quienes argumentan que uno de los problemas de la crisis fue el hecho de que la inadecuada regulación y supervisión no siguió el ritmo de las innovaciones financieras. Sin embargo, en la tradición de los documentos del Banco Mundial, el énfasis está puesto en la existencia de subsidios explícitos o implícitos que se otorgan a través de la red de seguridad de los distintos países.

Las crisis serían, por lo tanto, consecuencia de una estructura de incentivos que estimula la idea de que, en caso de dificultades, las autoridades habrán de socorrer a los accionistas e inversores de las entidades financieras. Es decir, los riesgos excesivos que se toman durante los períodos de auge obedecerían a que los actores no creen que el mercado llegue a castigarlos, dada la presencia “providencial” del sector público. Esto es lo que se conoce como riesgo moral.<sup>18</sup> Ejemplo de ello, según los

<sup>18</sup> En un mundo de expectativas racionales y de equivalencia ricardiana, si se espera una operación de rescate (*bail out*) del sector público, los distintos agentes económicos deberían reducir sus gastos en un monto similar al costo de la intervención estatal, esto

autores, habría sido el rescate de Bear Stearns durante la última crisis, cuando lo que había eran problemas de insolvencia; lo adecuado habría sido, siguiendo la lógica de los autores, la liquidación de Lehman Brothers.<sup>19</sup> De acuerdo con este enfoque, no se trataría de reducir la toma de riesgos mediante regulaciones, sino de que el mercado penalizara a quienes se equivocan, lo cual implicaría reducir el tamaño de la red de seguridad, sea explícita o implícita.

Hay dos conceptos en torno a los cuales se centra esta discusión: riesgo sistémico y riesgo moral. En general, lo que genera riesgos sistémicos es la ausencia de información perfecta sobre la solvencia y la liquidez de las entidades financieras, aunque también pueden darse en presencia de esa información perfecta, ya que “puede ser un comportamiento racional retirar los depósitos de una entidad financiera solvente si se piensa que la misma puede dejar de serlo como consecuencia de que los otros depositantes “corren” sobre los depósitos de esa entidad. En este caso hay expectativas racionales condicionadas al comportamiento de los demás agentes, cuyo nivel de información es desconocido” (Machinea, 2002, p. 14).

La historia nos muestra que después de la crisis de 1930 es difícil encontrar situaciones de crisis financiera aguda que no hayan conducido a una intervención significativa de las autoridades económicas.<sup>20</sup> Es decir, se ha dado prioridad al riesgo sistémico por sobre el riesgo moral (Goodhart, 1999). La razón es obvia: una crisis sistémica puede generar costos elevados en términos de caída del producto y aumento del desempleo, mientras que los costos relacionados con el riesgo moral no parecen tan considerables o, al menos, aparecen como alejados en el tiempo. Además, con el objeto de reducir

---

es, al incremento de la deuda y, con ello, de los impuestos futuros. En otras palabras, el riesgo moral incentivaría a tomar más riesgos, pero al mismo tiempo generará una reducción de la demanda, dos efectos que en el extremo podrían compensarse, al menos en cuanto a sus efectos en el ciclo.

<sup>19</sup> Algo similar argumenta Bordo (2008). Sin embargo, es difícil entender el impacto sobre el riesgo moral en el caso de los accionistas, ya que estos perdieron poco más del 90% del precio que un año antes tenían las acciones.

<sup>20</sup> Por “intervenciones significativas” entendemos aquellas que superan la garantía de los depósitos para proteger a los pequeños depositantes desinformados. En la actualidad, las corridas sobre las entidades financieras suelen ser lideradas por los grandes depositantes.

el riesgo moral de las intervenciones públicas se han utilizado usualmente dos estrategias: i) la “discrecionalidad constructiva” y ii) evitar el rescate de los accionistas de los bancos. La primera implica que el banco central no es explícito respecto a cuál ha de ser su política en relación con las entidades financieras que se encuentran en problemas.

Sin embargo, la estrategia de reducir el riesgo moral castigando a los accionistas presenta la dificultad de que en varias entidades financieras grandes la dirección suele ser bastante independiente. En particular, los ejecutivos que reciben bonos extraordinarios relacionados con los beneficios de corto plazo por lo general no se ven afectados por el castigo aplicado a los accionistas.

En síntesis, si se preservan los dos principios enunciados previamente, parece difícil que banqueros e inversores asuman tantos riesgos cuando la probabilidad de ser rescatados es sustancialmente inferior a uno y las ganancias deben evaluarse en relación con una pérdida del 100% del capital.

Al respecto, se ha argumentado que si el riesgo sistémico es resultado de la asimetría de información, la manera de resolverlo es mediante una mayor transparencia, de tal manera que las corridas sobre ciertas entidades financieras sean el resultado de los efectos depuradores del mercado y no de la confusión de los ahorristas respecto de la solvencia de ellas.<sup>21</sup> Considerando los costos de obtener información individual e interpretarla, la solución sería el asesoramiento de especialistas que tendrían claras economías de escala. Este es el papel que deberían cumplir, por ejemplo, las agencias de riesgo. El rol que estas han desempeñado en varias de las últimas crisis, pero sobre todo en la actual, nos permite omitir una discusión más profunda sobre el tema.

Cabe mencionar que en los años noventa varios países de la región redujeron significativamente las redes de seguridad, mientras que aumentaba a su vez el flujo de información en el mercado. La eliminación de las redes de seguridad se mantuvo durante el tiempo que tardó en presentarse la crisis.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Al respecto, véanse Calomiris y Gorton (1990) y Calomiris y Powell (2000).

<sup>22</sup> Para una visión crítica de estas reformas en la Argentina, véanse Machinea (1996) y Rozenwurcel y Bleger (1997).

## IV

### La propagación de la crisis: la prioridad del riesgo moral

A comienzos de septiembre de 2008 había una considerable restricción crediticia y dificultades para conseguir créditos interbancarios, aunque el premio sobre los bonos del Tesoro estadounidense en el mercado de valores comerciales y en el interbancario era inferior al promedio de los 12 meses anteriores (véase el gráfico 2). La desaparición de Bear Stearns mediante su adquisición por J.P. Morgan había confirmado la percepción de que había entidades financieras que eran demasiado grandes para caer, incluyendo los bancos de inversión. Los acreedores recuperaron el dinero y los únicos castigados fueron los accionistas, quienes recobraron menos del 10% del valor que un año antes tenían las acciones. Se evitó de esa manera la profundización del riesgo sistémico, pero evitando el riesgo moral de los accionistas.

La situación cambió radicalmente el 15 de septiembre tras la liquidación del banco de inversión Lehman Brothers; se calcula que como consecuencia de ello las pérdidas del sistema financiero en su conjunto alcanzarían los 500.000 millones de dólares. La lectura de los mercados fue que cualquier intermediario podía quebrar, independientemente de su tamaño, con los consiguientes efectos en el sistema. Ante esa señal, cundió el pánico y los mercados de crédito se cerraron. En el mercado interbancario, la tasa de interés subió 175 puntos en 10 días y 350 en un mes por sobre el rendimiento de

los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (véase el gráfico 2); en el mercado de valores comerciales pasó algo similar. Todo indica que se estuvo a horas del cierre de los mercados financieros.

La lección, no nueva por cierto, es que disciplinar al mercado en medio de una crisis financiera es, más que un error, un desatino. Puede ser que la quiebra de Lehman Brothers haya permitido ordenar a otros actores, como lo demuestra el hecho de que ese mismo día se cerrara la operación de venta de Merrill Lynch. Pero en todo caso, en los días siguientes fue evidente que si bien la medicina surtió efecto para disciplinar a algunos bancos de inversión, lo hizo a un costo extraordinariamente alto para la estabilidad del sistema. Si había alguna duda respecto de qué privilegiar en una crisis, si el riesgo sistémico o el riesgo moral, es probable que la quiebra de Lehman Brothers quede en la historia como el episodio que terminó con el debate... al menos por un tiempo.

Obviamente, subsiste el problema del riesgo moral, pero no puede eliminarse a costa de poner en riesgo la economía mundial. Si bien puede argumentarse que el colapso obedeció a causas estructurales subyacentes, más allá de Lehman Brothers, no cabe duda de que su liquidación aumentó la probabilidad de que la crisis se profundizara.

## V

### Del rescate de las entidades financieras al rescate de la economía

La búsqueda de una respuesta a la interrogante de qué se requiere para salir de la crisis ha ocupado a muchos economistas y políticos durante los últimos meses; de esa búsqueda han surgido distintas propuestas al respecto. Sin embargo, más allá de la necesidad de replantearse el funcionamiento del sistema financiero internacional, las respuestas han ido convergiendo en dos elementos que deberían, según nuestra opinión, impulsarse a corto

plazo: restablecer “ciertos niveles” de crédito e impulsar la demanda mediante la política fiscal.

#### 1. El crédito y el sistema financiero

Para restablecer ciertos niveles de crédito es necesario, pero no suficiente, reducir la incertidumbre en torno a las entidades financieras. Por consiguiente, las medidas

adoptadas a partir de mediados de septiembre han tendido a regenerar la liquidez y la solvencia de estas instituciones. Ello ha requerido de una fuerte intervención de los sectores públicos por montos tan elevados que eran inimaginables hasta ese momento.

Concretamente, para mejorar la liquidez el sector público decidió garantizar las obligaciones de las entidades financieras, con algunas variantes entre los países, aumentando el monto de garantía de los depósitos (o eliminándolo en casos extremos) y avalando los créditos interbancarios y las colocaciones en los mercados de capitales. Gracias a estas medidas disminuyó el costo del pasivo de las entidades financieras y se restableció gran parte de su liquidez.

Sin embargo, el aumento de la liquidez no se ha traducido en un incremento del crédito al sector privado, lo cual obedece a tres motivos. En primer lugar, entre las entidades financieras todavía persiste cierta incertidumbre respecto de la renovación de sus pasivos, aunque la situación tiende a normalizarse. Ello las obliga a mantener un nivel de liquidez más elevado de lo habitual, lo que se manifiesta en el mencionado incremento de las reservas de los bancos. Esta es una variante de la trampa de la liquidez, ya que impide que la política monetaria sea capaz de reducir las tasas de interés de los préstamos al sector privado.<sup>23</sup>

El segundo motivo es la pérdida de capital de los bancos y, por lo tanto, la necesidad de restablecer la relación entre capital y activos. El tercero sería la incertidumbre respecto de la solvencia de los eventuales clientes, en un contexto donde la recesión se profundiza.

Para resolver, o al menos paliar, el problema de solvencia de las entidades financieras, las medidas del sector público apuntaron inicialmente a comprar los activos contaminados y, en forma creciente, a capitalizar a esas instituciones mediante aportes estatales. El problema con esta medida es la dificultad para estimar la calidad de la cartera en plena recesión y, por ende, determinar el aporte de capital necesario. Dadas las noticias que aparecen casi a diario en los medios en el sentido de que varios de los bancos que ya fueron auxiliados requieren de nuevos aportes de capital, es preciso tomar una decisión final que reduzca significativamente la incertidumbre. Una primera alternativa, que funcionó en los países nórdicos a comienzos de los años noventa, es la nacionalización transitoria de los bancos. La segunda sería que el sector público les comprara a las entidades financieras sus

“activos malos” (*bad bank*), pero la dificultad estribaría en definir el precio: si se optara por el precio de mercado, esto no solucionaría el problema; pero si se optara por el valor nominal equivaldría a hacerles un regalo a los bancos con dinero de los contribuyentes.<sup>24</sup> Una solución intermedia sería adquirir los activos a un precio superior al de mercado, pero estipulando que el banco favorecido se obligue a pagar, con parte de sus utilidades futuras, la diferencia entre ese valor y el que finalmente se recupere.<sup>25</sup> En ese caso y en el período de emergencia, considerando que la deuda se cancelaría con beneficios, habría que exceptuarla del cálculo del patrimonio neto de la entidad.<sup>26</sup> Otra alternativa es crear un nuevo banco con los “activos buenos” (*good bank*) de las instituciones bancarias existentes. Los acreedores (excepto los depósitos garantizados) y los accionistas de los bancos remanentes solo cobrarían lo que puedan recuperar de los “activos malos” más la diferencia (si fuera positiva) entre los “activos buenos” y los depósitos garantizados que pasen al nuevo banco (Buitter, 2009). Si bien esta opción es la de menor costo fiscal a corto plazo, también es la que genera mayor incertidumbre debido a las cuantiosas pérdidas en que incurrirían los acreedores no garantizados. De no tomarse una decisión a corto plazo, las pérdidas crecientes dejarán como única alternativa la tercera de las mencionadas.

En parte a causa de la insuficiencia de capital, pero también debido a los otros dos factores mencionados anteriormente, sobre todo la incertidumbre vinculada con la recesión, la Reserva Federal —en una acción impensable hasta hace pocos meses, aunque no inédita en la historia financiera— decidió prestar directamente al sector privado, participando en la compra de documentos comerciales.<sup>27</sup> Por su parte, a comienzos de 2009 el Banco de Inglaterra anunció que garantizaría parte de los

<sup>24</sup> Esta alternativa es similar a garantizar parte de los activos existentes de los bancos.

<sup>25</sup> Se podría dar la administración de la cartera al propio banco. El incentivo es obvio: cuanto más recobre, menos tendrá que pagar.

<sup>26</sup> Obviamente, esta no puede ser una práctica habitual, pero puede utilizarse durante el período de emergencia.

<sup>27</sup> Si bien es poco usual, la historia nos muestra algunos hechos similares. Por ejemplo, Bagehot cita las palabras de un director del Banco de Inglaterra en la crisis de 1825: “Nosotros prestamos de todas las formas posibles y de una manera no utilizada hasta entonces; mantuvimos acciones en garantía, compramos notas del Tesoro, no sólo descontamos directamente depósitos de dinero, sino que además adelantamos plata contra ellos por cantidades nunca vistas; en resumen por cualquier medio compatible con la seguridad del Banco...” (Bagehot, 1920, p. 52). Asimismo, en 1970, tras el colapso de la compañía ferroviaria Penn Central, la Reserva Federal otorgó créditos a empresas no financieras tomando como garantía documentos comerciales.

<sup>23</sup> Véase Krugman (2008), para una manera ingeniosa de demostrar la importancia de las políticas fiscales en este contexto.

créditos orientados a las pequeñas y medianas empresas. Es decir, de prestamistas de última instancia los bancos centrales han pasado a ser los únicos prestamistas.

Desafortunadamente, la hiperactividad actual no compensa la falta de acción anterior en relación con el control del sistema financiero y la burbuja inmobiliaria. Más allá de los costos extraordinarios del paquete de ayuda, es difícil que las medidas financieras restablezcan el crecimiento. Su objetivo central es evitar la depresión debido al cierre de bancos y la desaparición del crédito. Una cosa es evitar la “desaparición” del crédito y otra su restablecimiento en niveles normales. Más allá de que se requiere ejercer presión adicional sobre las entidades financieras que son auxiliadas por el sector público para que vuelvan a prestar, y de que el Estado podría garantizar algunos créditos nuevos, todo indica que el proceso de restablecimiento del crédito a los niveles normales tardará un tiempo considerable. Al respecto, no solo inciden los factores de oferta mencionados, sino también el hecho de que los eventuales prestatarios solventes difícilmente estarán dispuestos a endeudarse para comprar bienes durables o para invertir en este clima de incertidumbre. Ello representa un obstáculo adicional para la política monetaria, ya que a la trampa de la liquidez se agrega otro de los factores enfatizados por Keynes: la escasa elasticidad del gasto respecto de la tasa de interés en un clima de depresión.<sup>28</sup>

## 2. La necesidad de un impulso fiscal

Como consecuencia de lo analizado en el apartado anterior, es preciso aumentar el déficit fiscal como mecanismo para estimular la demanda. Ello no implica desconocer la relevancia de las políticas monetarias, incluidas las reducciones adicionales de la tasa de interés. De lo contrario, colapsarían el crédito y la confianza y no habría medidas fiscales suficientes para evitar una gran depresión.

Cabe señalar que antes de la crisis actual había cierto consenso, al menos en los Estados Unidos, en que la mejor manera de conducir la política contracíclica era mediante los estabilizadores fiscales automáticos y la política monetaria.<sup>29</sup> Es decir, se excluía la política

fiscal discrecional sobre la base de algunas evidencias históricas y de argumentos que fueron centrales en la discusión de los años sesenta y setenta entre monetaristas y keynesianos, tales como el tiempo que tardaban en aplicarse las políticas fiscales desde el momento en que se hacían necesarias hasta su ejecución (diagnóstico, preparación, apoyo del Congreso, licitación), la “expulsión” del sector privado como consecuencia del aumento de las tasas de interés y la existencia, como resultado de las teorías del ingreso permanente o del ciclo de vida, de un multiplicador fiscal más bajo.<sup>30</sup>

Sin embargo, la magnitud de la crisis actual, su duración esperable y, en particular, la escasa o nula efectividad de la política monetaria en una situación como la presente, han terminado con varias de esas objeciones (Taylor, 2008b, y Blinder, 2008). La discusión parece haberse centrado ahora en el tipo de estímulo fiscal; los “monetaristas” recomiendan reducir los impuestos de la manera más generalizada posible o aplicar subsidios, en ambos casos con carácter permanente (Taylor, 2008b). Creo que decidirse por soluciones de este tipo sería un error, porque no es el momento de adoptar medidas permanentes que requieren un mayor tiempo de discusión y porque es preciso focalizar los recursos, por razones de equidad y eficiencia, en los sectores que se están viendo más afectados por la crisis. Decimos “eficiencia” y no solo “equidad” porque esos son los sectores en que las restricciones de liquidez son determinantes para las decisiones de gasto. Los países desarrollados han establecido un canal que actúa como estabilizador automático: el seguro de desempleo. La idea es que este se convierta en algo más que un estabilizador automático, para lo cual podría aumentarse en forma excepcional el monto o el tiempo de recepción del subsidio. Otras medidas complementarias podrían ser subsidiar la cuota hipotecaria de algunos deudores (desempleados y de menores recursos) y financiar obras públicas locales que, por lo general, son de menor tamaño y de más rápida ejecución. A ello podrían agregarse medidas fiscales que incentiven el consumo presente en relación con el consumo futuro. Lo que debe quedar claro es que en este caso la eficiencia no debe evaluarse por la “calidad” del gasto, sino en función de sus efectos en la demanda global y según la rapidez con que se ejecute el gasto (FMI, 2008a).

<sup>28</sup> El menor efecto de la tasa de interés en la demanda no significa que su reducción no genere un aumento del ingreso disponible. El caso más obvio es la relación entre las tasas del Banco Central de Europa y la Euribor, tasa por la que la mayoría de los créditos hipotecarios están indexados.

<sup>29</sup> Estados Unidos fue uno de los pocos países donde la política monetaria desempeñó este papel en distintas oportunidades; en otros lugares, el objetivo explícito de la inflación (*inflation targeting*) en

su visión “extrema” impidió en algunas circunstancias que la política monetaria ejerciera un rol anticíclico.

<sup>30</sup> Véanse, por ejemplo, Feldstein (2002), Auerbach (2002), Taylor (2000 y 2008a) y Blinder (2004), aunque este último señala que la política fiscal sería necesaria en “situaciones extremas”.



Las medidas señaladas no deberían incluir una reducción tributaria, dado que en un ambiente de crisis e incertidumbre es probable que un menor pago de impuestos no se traduzca en un aumento significativo del gasto, en especial porque es difícil focalizar la disminución de impuestos en los sectores de menores recursos o en los más afectados por la crisis. Desafortunadamente, las negociaciones políticas conducen de manera creciente a esa dinámica. Sería un grave error aumentar la deuda en estas circunstancias, sin estar seguros de los efectos que ello provocará en la demanda.

En síntesis, se requiere un incentivo fiscal de grandes proporciones, con amplias repercusiones en la demanda y que se materialice lo más rápidamente posible. Si bien hay momentos en que parece difícil encontrar un estímulo fiscal que pueda compensar la marcada caída del consumo y la inversión privada, no se trata de invertir la tendencia a corto plazo, sino de encontrar un piso para la recesión, que podría ayudar a cambiar las expectativas.

Para aumentar significativamente la demanda global se requiere de un esfuerzo coordinado, que incluya tanto a los países desarrollados como a los en desarrollo. Al respecto, vale la pena recordar que la salida de la recesión de 2001 tuvo a los países en desarrollo como actores clave, ya que ellos explican más del 60% del

crecimiento mundial de los últimos años. Obviamente, China y la India han sido los actores principales de esta nueva realidad. Sin embargo, la capacidad de implementar políticas contracíclicas de los países en desarrollo es, con algunas excepciones, mucho más reducida que la de los países desarrollados.

Cabe hacer dos comentarios finales. Por una parte, si algunos de los grandes países desarrollados y en desarrollo no cooperan en esta tarea habrá menos posibilidades de tener éxito y, además, se producirá un problema de inequidad: en un mundo globalizado de economías más abiertas, los que no participen se beneficiarán del esfuerzo de los demás. Por otra, no se trata solo de aumentar el gasto, sino de evitar que las políticas fiscales contengan cláusulas más o menos encubiertas de “compre nacional”. Si bien es cierto que estas facilitan la aprobación de los paquetes fiscales, tienen dos problemas. El primero es que se corre el riesgo de iniciar una política proteccionista cuyas consecuencias ya experimentó el mundo en la década de 1930, pero que en nuestros días serían mucho mayores. El segundo es que los países en desarrollo serían los más afectados, tanto por el proteccionismo como por el hecho de que las políticas contracíclicas, según lo que se analiza en la próxima sección, serán más relevantes en los países desarrollados.

## VI

### Los países en desarrollo: necesidades y restricciones de América Latina

#### 1. Evaluación de la situación

Como no podía ser de otra manera en un mundo globalizado, los países en desarrollo han comenzado a sufrir los efectos de la crisis financiera. En América Latina ellos se manifiestan por medio de dos canales: el real y el financiero.<sup>31</sup>

Vía el “canal real”, México y los países de Centroamérica están siendo afectados por la caída de las exportaciones industriales y de las remesas, así como por la reducción del turismo y de la inversión extranjera

directa (IED). La baja de precios de los productos básicos tiene un mayor impacto en América del Sur y, en menor medida, en México; sin embargo, la reducción del precio del petróleo favorecerá a Centroamérica (CEPAL, 2008a y 2008b).

En el cuadro 2 se sintetizan varios de los efectos de la crisis en la cuenta corriente de los países de la región. El cuadro se construyó a partir de la cuenta corriente de 2008, con los ajustes que son consecuencia de la crisis financiera internacional (“factores exógenos”). Es decir, no toma en cuenta los ajustes internos (tipo de cambio y nivel de actividad) que serían necesarios en caso de que no pudiera financiarse el mayor déficit en cuenta corriente. Se supone que no hay cambios en las importaciones totales, lo que es compatible con una tasa de crecimiento del 3% si disminuye marcadamente

<sup>31</sup> Considerando que en este número de la *Revista CEPAL* hay un artículo en que se discute específicamente el impacto de la crisis en América Latina, aquí se ofrece una versión estilizada de algunos hechos.

CUADRO 2

**América Latina: balance de la cuenta corriente y requerimientos de financiamiento adicional**

	En porcentajes del PIB				En millones de dólares	
	2008	2009 escenario 1 <sup>a</sup>	2009 escenario 2 <sup>a</sup>	Promedio 1997-1998	2009 escenario 1: balance ajustado de la cuenta corriente	2009 escenario 1: necesidades de financiamiento neto de la IED
Argentina	3,7	-1,4	-2,4	-4,5	-4 027	-352
Bolivia	14,8	6,8	5,6	-7,4	942	0
Brasil	-2,0	-3,4	-3,7	-3,7	-45 450	-30 450
Chile	-3,3	-9,7	-9,6	-4,7	-16 507	-8 130
Colombia	-3,0	-4,6	-5,8	-4,6	-9 794	-3 311
Costa Rica	-9,0	-9,6	-10,9	-3,7	-2 606	-1 205
Ecuador	3,2	-7,3	-10,8	-5,4	-3 558	-3 033
El Salvador	-6,4	-7,8	-9,4	-0,8	-1 636	-1 308
Guatemala	-5,3	-7,1	-8,3	-5,0	-2 449	-1 872
Haití	-2,7	-3,9	-5,3	-1,2	-245	-222
Honduras	-13,2	-14,7	-15,2	-3,5	-1 878	-1 204
México	-1,5	-4,0	-5,2	-2,9	-41252	-31 433
Nicaragua	-29,7	-28,5	-28,3	-22,0	-1 684	-1 384
Panamá	-10,0	-9,2	-10,5	-7,2	-1 949	-599
Paraguay	-2,6	-14,7	-14,5	-4,8	-1 882	-1 725
Perú	-4,8	-8,6	-9,1	-5,8	-10 108	-5 233
Rep. Dominicana	-13,6	-14,4	-15,4	-1,3	-6 191	-4 316
Uruguay	-4,3	-4,0	-4,3	-1,7	-1 026	0
Venezuela, Rep. Bol. de	16,6	1,3	-3,2	-0,4	3 213	0
América Latina	-0,7	-4,0	-5,1	-3,7	-148 087	-91 306

Fuente: elaboración propia (véase el anexo).

<sup>a</sup> El balance de la cuenta corriente de 2009 está expresado en términos del PIB de 2008. Véase el anexo para los supuestos de ambos escenarios.

la inversión ante las expectativas negativas y la ausencia de financiamiento.<sup>32</sup> Las variaciones exógenas reflejan los cambios previstos en: i) los precios de exportación e importación, ii) el volumen de las exportaciones industriales, iii) las remesas, iv) los ingresos que obedecen al turismo y v) en algunos países, la menor renta enviada al exterior por concepto de explotación de los recursos naturales. Para todas estas variables se utilizan dos alternativas que se presentan en el anexo. Los resultados muestran la magnitud del problema: en el escenario menos pesimista, el déficit en cuenta corriente aumenta en promedio 3,3 puntos del producto, hasta un 4,0%, superando el registrado en el período 1997-1998 (véase el cuadro 2). En la alternativa algo más pesimista alcanza un 5,1% del PIB. Para complicar la situación, se prevé una fuerte caída de la inversión extranjera

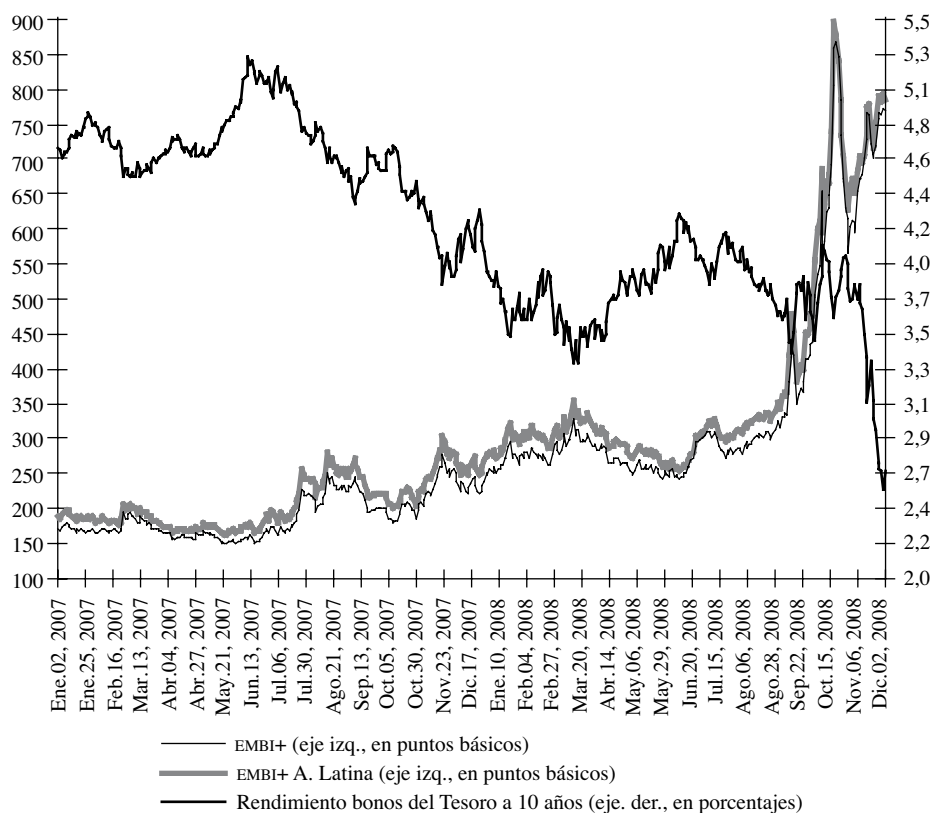
directa, con lo cual se reduce una de las fuentes menos inestables de financiamiento de la cuenta corriente. En la hipótesis menos pesimista (25% de disminución) la IED neta sería equivalente al 1,6% del producto en la región en su conjunto. Ello implica una necesidad de financiamiento de 91.000 millones de dólares (138.000 millones en el escenario más pesimista), el 68% de los cuales se concentra en dos países: Brasil y México (véase el cuadro 2).

A lo anterior habría que agregar los vencimientos de la deuda externa, que de acuerdo con distintas estimaciones alcanzarían los 120.000 millones de dólares, lo cual hace un total de 210.000 millones. Financiar este desequilibrio no será fácil, ya que las repercusiones de la crisis por la vía del “canal financiero” se manifiestan en el incremento del riesgo país (véase el gráfico 8). De hecho, hay varios países sin acceso al crédito internacional (Argentina, Ecuador y República Bolivariana de Venezuela). Además, va a ser difícil renovar los vencimientos del sector privado, ya que ello supondría una normalización del mercado financiero respecto del último trimestre de 2008, período en que la salida de

<sup>32</sup> Si las importaciones de bienes de capital —que representan aproximadamente un 25% de las importaciones totales— disminuyeran un 15%, eso daría margen para que las importaciones de otros productos aumentaran un 5%, lo cual es compatible con un crecimiento del 3%.

GRÁFICO 8

**Evolución del EMBI+ y del rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años, 2007-2008**



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Reserva Federal y J.P. Morgan.

Nota: EMBI+ = Índice de bonos de mercados emergentes (*Emerging Markets Bond Index*)

capitales privados se tradujo en fuertes devaluaciones. Estas han afectado el pasivo de las empresas privadas, aunque el efecto más significativo ha sido la “desaparición” del crédito, lo cual ha dejado a muchas de ellas al borde del incumplimiento (*default*) y con créditos de muy corto plazo.<sup>33 34</sup>

La falta de financiamiento internacional adicional afectará, dependiendo de las características de cada país y de las medidas de política económica que se adopten, las reservas internacionales, el tipo de cambio

real y el nivel de actividad económica. Es decir, la falta de financiamiento podrá ser compensada, al menos parcialmente y por un tiempo limitado, con una disminución de las reservas internacionales. Si con eso no alcanzara, los otros dos instrumentos para ajustar el desequilibrio externo serán la devaluación del tipo de cambio real y una disminución del nivel de actividad económica. En el último trimestre de 2008 fue posible apreciar una combinación de cambios simultáneos de estas tres variables.

Si bien no se ha realizado un ejercicio que muestre los efectos de la crisis en las cuentas públicas, debido a la estrecha relación entre el precio de los productos básicos de exportación y los ingresos fiscales, se prevé una caída considerable de estos últimos (Jiménez y Tromben, 2006). Como elemento compensador, habrá una reducción de los fuertes subsidios a la energía, que en 2008 llegaron a representar más de un punto del

<sup>33</sup> La situación es todavía más crítica en varios países de Europa oriental y Asia, en particular la Federación de Rusia. Al respecto, véase J.P. Morgan (2008).

<sup>34</sup> Cabe mencionar que varias corporaciones, sobre todo en Brasil y México, habían especulado en el mercado de derivados contra una devaluación de la moneda local, lo que produjo pérdidas considerables en varias de ellas y en algunos casos la quiebra.

producto en varios países. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2008b), en 2009 el aumento del déficit fiscal alcanzará alrededor del 1,5% del producto. Si bien la estimación puede ser un poco optimista, no cabe duda que en comparación con otras crisis las diferencias en materia de solvencia fiscal, por suerte, son asombrosas.

Para enfrentar la crisis, será entonces necesario implementar políticas contracíclicas orientadas a compensar la disminución de la demanda (externa e interna) y financiar el desequilibrio externo y el fiscal. Como es natural, ambas problemáticas están claramente interrelacionadas.

## 2. Las políticas contracíclicas

Cabe preguntarse qué pueden hacer los países en desarrollo, en especial América Latina, para implementar políticas contracíclicas. En principio, bastante menos que en el mundo desarrollado.<sup>35</sup>

En primer lugar, los canales mediante los cuales puede aumentarse la ayuda a los sectores más afectados por la crisis no son evidentes, entre otras cosas porque en la mayoría de los países en desarrollo no existe un seguro de desempleo o, al menos, un seguro que funcione eficazmente y cuya cobertura sea adecuada. Por lo tanto, más allá de canalizar un mayor número de recursos hacia los programas contra la pobreza y de realizar obras públicas en localidades pequeñas, es apremiante buscar otras vías para llegar a los sectores medios que se están viendo afectados por la crisis (por ejemplo, continuidad de la cobertura de salud existente durante un cierto período de tiempo y un subsidio más elevado por hijo).

En segundo lugar, y esto es lo más relevante, en épocas de crisis existe una clara asimetría macroeconómica entre los países desarrollados y en desarrollo. Esta se manifiesta en el comportamiento de las tasas de interés, ya que los inversores buscan refugio en los activos de los países desarrollados y “huyen” de las monedas de los países en desarrollo. La consecuencia es que mientras las tasas de interés se reducen en los primeros, aumentan en el mundo en desarrollo. La crisis actual es el ejemplo más extremo de ello. Mientras que el riesgo país del promedio de los países emergentes aumentó aproximadamente 445 puntos básicos entre comienzos de junio y

fin de diciembre de 2008, el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos se redujo 145 puntos básicos en el mismo período (véase el gráfico 8). De manera similar, mientras las monedas de los países en desarrollo se deprecian, las de los países desarrollados tienden a apreciarse.

Los efectos de lo señalado en el párrafo precedente son más o menos obvios. La salida de capitales, que se produce como consecuencia de la mayor incertidumbre, dificulta la implementación de políticas monetarias contracíclicas. Esto no significa que no haya margen para reducir las tasas de interés, dados las menores presiones inflacionarias y el aumento, en muchos casos exagerado, de esas tasas durante los primeros nueve meses de 2008. Por su parte, el incremento del costo del crédito, o su virtual “desaparición” en ciertas circunstancias, hace mucho más dificultoso aplicar políticas fiscales contracíclicas. Sin embargo, la situación es bastante heterogénea, en parte debido a políticas del pasado reciente que difícilmente cambiarán en esta coyuntura.<sup>36</sup> En un extremo se encuentra Chile, que tiene capacidad para implementar políticas fiscales contracíclicas gracias a los recursos que ahorró en la época de marcado superávit fiscal, aunque su déficit en cuenta corriente debería ser fuente de preocupación. En el otro están Argentina, Ecuador y República Bolivariana de Venezuela, con un riesgo país superior a los 1.500 puntos que es equivalente a no tener acceso al crédito. Otros países, si bien tienen posibilidades de endeudarse, lo harán a tasas bastante más elevadas que las de los últimos años.<sup>37</sup> Por lo tanto, con diferencias entre países, la posibilidad de implementar políticas fiscales contracíclicas se verá comprometida.<sup>38</sup>

## 3. El financiamiento de los organismos de crédito

En las circunstancias descritas, la ausencia de un prestamista internacional de última instancia cobra más relevancia que nunca. Al respecto, el anuncio de la Reserva Federal de una línea de crédito contingente para Brasil y México es un paso en la dirección correcta; sin embargo, el problema mayor es el de aquellos países que, pese a haber tenido un comportamiento macroeconómico responsable, no

<sup>36</sup> Véase Gerchunoff (2008).

<sup>37</sup> Brasil y México tendrán, además, posibilidades de acceder a la línea de crédito contingente por 30.000 millones anunciada por la Reserva Federal.

<sup>38</sup> Sin embargo, varios países ya han anunciado medidas contracíclicas. Para una buena síntesis, véase CEPAL (2009). En los próximos meses se comprobará la capacidad de implementar estos anuncios.

<sup>35</sup> Hay excepciones; la más notable es China cuyo extraordinario nivel de ahorro y de reservas internacionales le permiten llevar adelante políticas expansivas.

podrán acceder a financiamiento especial porque no son “estratégicos” para los Estados Unidos. Es por ello que se requiere de un prestamista de última instancia que genere incentivos orientados a reducir los grandes desequilibrios y a proteger el nivel de actividad económica. Seguramente este será un FMI renovado, que desembolsará montos significativos de recursos con prontitud y que, en situaciones de cambios abruptos de los mercados de capitales, lo hará sin condicionamientos, al menos en el caso de los países que muestren un comportamiento macroeconómico responsable.<sup>39</sup> No hacerlo a tiempo implica que los recursos que deberían ayudar a detener la corrida del mercado de cambios, evitando las devaluaciones marcadas y contribuyendo a sostener la demanda, esto es, sirviendo de mecanismo contracíclico, pueden terminar financiando la salida de capitales.

El apoyo multilateral debe ser complementado con las redes regionales que en todo el mundo desempeñan un papel cada vez más relevante.<sup>40</sup> Son complementarias porque si bien las redes regionales son mucho más eficientes para llegar en tiempo y forma con la ayuda, al menos en América Latina, difícilmente poseen los recursos necesarios para financiar a los países de mayor tamaño relativo en un contexto de fuertes perturbaciones.<sup>41</sup>

Más allá de las diferencias en cuanto a capacidad de implementar políticas contracíclicas entre los países en desarrollo, hay una realidad que es común a todos ellos y a los “recientemente desarrollados” como

como la República de Corea: desde la crisis asiática, estos países han mantenido una política de autoseguro caracterizada por el aumento de las reservas internacionales y la creación de fondos soberanos. En línea con ello, varios de estos países han tenido superávit en cuenta corriente, lo que ha contribuido a la oferta de fondos “prestables” en el ámbito global. Si lo que se necesita ahora es aumentar la demanda para apoyar la recuperación económica, es razonable pensar que se debilitará la cuenta corriente de estos países, realidad que se verá potenciada en algunos de ellos por la caída de los precios de sus productos de exportación. Por lo tanto, no solo desde el punto de vista estructural, sino también desde una óptica coyuntural, es preciso eliminar el incentivo al autoseguro como consecuencia del mal funcionamiento del sistema financiero internacional.<sup>42</sup>

Por último, y volviendo a los requerimientos financieros de 2009 y seguramente de 2010, la ausencia de financiamiento internacional puede condenar a la región y en especial a los países de menor tamaño relativo a un ajuste desproporcionado. Suponiendo cierta normalización del crédito privado, se requiere con urgencia un financiamiento neto de al menos 70.000 millones de dólares anuales (en términos brutos alrededor de 90.000 millones) provenientes de los organismos crediticios o de los países desarrollados.<sup>43</sup> Obviamente, la cifra aumenta cuanto más difícil sea acceder al crédito.

## VII

### Reflexiones finales

En los años previos a la crisis que comenzó en 2007 y se profundizó en 2008, la economía mundial tuvo una elevada tasa de crecimiento. En ese período, el sector financiero creció de la mano de la globalización y de las innovaciones que contribuyeron a expandir los mercados de capitales, a potenciar la creación de nuevos intermediarios e instrumentos y, sobre todo, a reducir en términos relativos el capital del negocio financiero en su conjunto. Fue también una época en que las utilidades

de los intermediarios financieros se incrementaron en forma exponencial, aumentando desde el 5% del total de ganancias de las empresas listadas en la Bolsa de Nueva York en 1980 al 40% en 2007.

Esta “explosión” del negocio financiero favoreció el crecimiento de ciertos sectores, en particular la compra de bienes durables y la construcción, pero lo hizo —especialmente en los últimos 10 años— a costa de su creciente debilitamiento estructural. Este no es

<sup>39</sup> En el caso de los países de ingreso medio-bajo se requerirían tasas concesionales. Véase Griffith-Jones y Ocampo (2008).

<sup>40</sup> Véase Ocampo (2006).

<sup>41</sup> Machinea y Titelman (2007) discuten cómo potenciar las instituciones regionales en América Latina.

<sup>42</sup> Obviamente, este mecanismo no modificará el incentivo de China o la Federación de Rusia a acumular reservas internacionales, ya que la estrategia de estos países obedece a otro tipo de consideraciones.

<sup>43</sup> El Instituto de Finanzas Internacionales prevé que en 2009 esos organismos desembolsarán solo 8.000 millones de dólares netos en América Latina.

un fenómeno nuevo, ya que se ha dado en muchas ocasiones en los dos últimos siglos y, en particular, durante los últimos 40 años. En este documento hemos discutido los principales factores causantes de la crisis, haciendo hincapié en la inestabilidad propia del sistema financiero, que se agudizó en los últimos años a causa de las políticas de desregulación excesiva. Además, hemos argumentado que el instrumento adecuado para corregir la exuberancia del sistema y sus efectos en el mercado de activos no es la tasa de interés, sino las regulaciones financieras.

También examinamos qué podía hacerse para disminuir la magnitud de la recesión y evitar la combinación de depresión y deflación que amenaza a la economía mundial. Al respecto, es mayor la responsabilidad de los países desarrollados, no solo por haber sido los causantes de la crisis, sino también porque los bancos con problemas se encuentran en su territorio y porque tienen mayores posibilidades de implementar políticas contracíclicas. Además de acelerar la implementación de las medidas, es preciso actuar en forma lo más concluyente posible, tanto en relación con el paquete de estímulo fiscal como con la capitalización de los bancos. Las demoras e “insuficiencias” pueden costar años de recesión, agravando los problemas futuros del endeudamiento del sector público. En otras palabras, sería mejor endeudarse algo más ahora para evitar una recesión prolongada que perpetúe la tendencia al crecimiento de la deuda pública, tal como ha sido el caso de Japón en los últimos años.

En cuanto a los bancos, en algunos países las alternativas se van reduciendo. De no lograrse una solución definitiva mediante la nacionalización transitoria o la compra de los “activos malos”, con todos los problemas que ello acarrea, comenzará a predominar la opción de crear entidades nuevas sobre la base de los “activos buenos” de los bancos existentes y de sus depósitos garantizados, dejando los “activos tóxicos” y los pasivos garantizados en la antigua entidad. Si bien esta última alternativa es menos costosa desde el punto de vista fiscal, contribuirá a aumentar la incertidumbre en torno a los bancos (o países) que no hayan optado por alguna de las otras soluciones, de manera que sus efectos globales son difíciles de prever.

En este documento, salvo algunos comentarios, no se examinaron los cambios necesarios en el escenario internacional y en los sistemas financieros nacionales. Al respecto, solo cabe mencionar que además de modificar el sistema de incentivos del personal directivo de los bancos, reorganizar el funcionamiento de las agencias de riesgo para lograr que sean realmente independientes,

evitar que los pasivos que no sean depósitos no excedan un determinado valor y aumentar la transparencia de los activos que se comercializan, es imprescindible crear una regulación financiera contracíclica, esto es, aumentar las exigencias de capital en los períodos de bonanza y disminuirlas en los de recesión. Asimismo, teniendo en cuenta la enorme capacidad de innovación del sector financiero, es necesario que más allá de los requerimientos particulares de capital según el tipo de riesgo se establezca un nivel máximo general que incluya las distintas variedades de activos.<sup>44</sup> En cualquier caso, las regulaciones que se planteen en el ámbito internacional requerirán de una mayor presencia de los países en desarrollo, ya que esas regulaciones no pueden ser idénticas para países con niveles distintos de volatilidad macro y de profundización e inestabilidad financieras.<sup>45</sup>

La economía política de las medidas contracíclicas no es sencilla, ya que a nadie le gusta “interrumpir la fiesta”, especialmente considerando que casi todos los sectores se benefician en los momentos de auge. Sin embargo, al final de la historia, es decir, cuando el proceso deviene en una crisis, las cargas —como lo demuestra el desenlace de la crisis actual— no se reparten de manera similar a como lo hacían en el período de auge. El menor crecimiento, el desempleo y los impuestos más elevados afectan sobre todo a los sectores medios y a la población de menores recursos. Por lo tanto, más allá de las presiones, sería importante construir una institucionalidad que ayude a implementar políticas financieras contracíclicas en las épocas de bonanza. Aunque difícil, esta es la coyuntura para hacerlo.

El otro aspecto a enfatizar, una vez más, es la necesidad de contar con redes de seguridad en los ámbitos global y regional, de manera que los países en desarrollo tengan más posibilidades de implementar políticas contracíclicas. Ello requiere una reestructuración del FMI, desde su gobernabilidad, con mayor presencia de los países en desarrollo en el directorio, hasta la flexibilización del acceso al crédito, especialmente en contextos como el actual.

La existencia de redes de seguridad a nivel mundial también evitaría que los países tengan que autoasegurarse mediante el aumento de sus reservas internacionales, lo que limita su predisposición a incurrir en déficits moderados de la cuenta corriente. De esta manera, las redes de seguridad, globales y regionales, no solo ayudarán a que los países en

<sup>44</sup> Una propuesta que recoge ambos requisitos es la de Goodhart y Persaud (2008).

<sup>45</sup> Véase Fanelli (2008).

desarrollo puedan moderar sus ajustes coyunturales, sino que además serán funcionales para evitar desequilibrios estructurales como los de los últimos años.

Por último, dado que una regulación adecuada del sistema financiero requiere reducir su comportamiento procíclico y, en general, aumentar las necesidades de capital de riesgo, es posible que a corto plazo haya una menor expansión del crédito, un costo menor si la contrapartida es un sistema financiero menos procíclico y más estable y,

por ende, con una mayor expansión del crédito a mediano y largo plazos. En el futuro, los cambios en la regulación financiera deberán enfrentar a grupos de presión que en poco tiempo tenderán a querer hacer “olvidar” los efectos de la crisis o a poner la responsabilidad en otros actores. Asimismo, es necesario que esas regulaciones no dificulten el surgimiento de innovaciones financieras y, en particular, que los intentos por reducir el riesgo no obstaculicen el financiamiento de los países en desarrollo.

#### ANEXO

##### Supuestos utilizados para la construcción de los escenarios

Los efectos de la recesión económica mundial en la cuenta corriente de los países de América Latina se estimaron de acuerdo con los supuestos que se detallan a continuación, que en varios casos se construyeron utilizando la información del último trimestre de 2008. Por ejemplo, las remesas disminuyeron aproximadamente un 5% en el último trimestre de 2008, previo al marcado aumento del desempleo en los Estados Unidos, por lo que se analizaron dos alternativas: un 8% y un 15% de reducción. En el caso de los términos de intercambio, se utilizaron los supuestos de la CEPAL para 2009. En cuanto a las exportaciones de manufacturas, se consideró el porcentaje de exportaciones de manufacturas bajo el régimen de maquila y se les imputó solamente el valor agregado. Con excepción de los términos de intercambio, en el resto de los casos se estimó que el porcentaje de variación respecto de 2008 sería el mismo en todos los países.

#### 1. Términos de intercambio:

Alternativa 1: reducción del 12,8% (con una caída del 40% del precio del petróleo).

Alternativa 2: reducción del 14,2% (50% de caída del precio del petróleo).

#### 2. Exportaciones manufactureras:

Alternativa 1: reducción del 5% del volumen.

Alternativa 2: reducción del 10% del volumen.

#### 3. Turismo:

Alternativa 1: disminución del 10% de los ingresos netos.

Alternativa 2: disminución del 20%.

#### 4. Remesas:

Alternativa 1: reducción de un 8%.

Alternativa 2: reducción de un 15%.

Rentas de las inversiones

#### 5. Rentas de las inversiones

Considerando la caída de la rentabilidad de las explotaciones mineras, se redujeron las rentas enviadas al exterior de modo de volver a los valores de 2005, año en el cual los precios de exportación de los minerales era similar al previsto para 2009. El ejercicio se realizó para tres países en que esta partida había aumentado de manera extraordinaria en los últimos años. La reducción implica una disminución de aproximadamente 10.000, 4.000 y 3.000 millones de dólares en Chile, Colombia y Perú, respectivamente.

En relación con el financiamiento, se supuso respecto de la inversión extranjera directa neta:

a. Alternativa 1: disminución del 25% respecto de 2008.

b. Alternativa 2: disminución del 35%.

#### Bibliografía

- Auerbach, A. (2002), “Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy,” documento presentado en la Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Rethinking Stabilization Policy, agosto.
- Bagehot, W. (1920), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres, John Murray. Publicado originalmente en 1873.
- Bernanke, B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- Blinder, A. (2008), *On Designing a Fiscal Stimulus - Quickly*, Testimony to the Senate Budget Committee, enero [en línea] [http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2008/BLINDERStimulusNow\\_final.pdf](http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2008/BLINDERStimulusNow_final.pdf)
- (2004), “The case against the case against discretionary fiscal policy”, *CEPS Working Paper*, N° 100, Princeton, Princeton University.
- Bordo, M. (2008), *An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008*, documento presentado en la Conference on Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking, Santiago de Chile.
- Bordo, M. y B. Eichengreen (2001), “Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?”, documento presentado durante la conferencia en honor de Charles Goodhart en el Banco de Inglaterra, noviembre.
- Bruner, R. y S. Carr (2007), *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Buiter, W. (2009), “Good bank/new bank vs. bad bank: a rare example of a no-brainer”, *Financial Times*, Londres, 8 de febrero.

- Calomiris, C. y G. Gorton (1990), "The origins of banking panics: models, facts, and bank regulation", *Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers*, N° 11-90, Filadelfia, Wharton School Rodney, University of Pennsylvania.
- Calomiris, C. y A. Powell (2000), "Can emerging market bank regulators establish credible discipline? The case of Argentina, 1992-1999", *NBER Working Papers*, N° 7715, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Caprio, G. Jr., A. Demirgüç-Kunt y E.J. Kane (2008), "The 2007 meltdown in structured securitization: searching for lessons, not scapegoats", *Policy Research Working Paper*, N° 4756, Washington, D.C., Banco Mundial.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2009), "Políticas contracíclicas para paliar la crisis económica en América Latina", Nueva York, Comité Plenario de la CEPAL.
- \_\_\_\_\_ (2008a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008* (LC/G.2386-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.2.
- \_\_\_\_\_ (2008b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2008*, Santiago de Chile.
- Eichengreen, B. (2005), *The Blind Men and the Elephant*, Berkeley, Universidad de California, noviembre.
- Fanelli, J.M. (2008), "Macro volatility and financial institutions", *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Feldstein, M. (2002), "The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment", *NBER Working Paper*, N° 9203, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Fisher, I. (1933), "The debt deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, Nueva York, Econometric Society.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2008a), *Fiscal Policy for the Crisis* (SPN/08/01), Washington, D.C., diciembre.
- \_\_\_\_\_ (2008b), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington, D.C.
- Friedman, M. y A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, Princeton University.
- Galbraith, J.K. (1967), *The New Industrial State*, Boston, Houghton Mifflin.
- Gerchunoff, P. (2008), "América Latina en las crisis mundiales", inédito.
- Goodhart, C. (1999), "Myths about the lender of last resort", *International Finance*, vol. 2, N° 3, Oxford, Blackwell Publishing.
- Goodhart, C. y A. Persaud (2008), "How to avoid the next crash", *Financial Times*, Londres, 30 de enero.
- Griffith-Jones, S. y J.A. Ocampo (2008), "A countercyclical framework for a development-friendly IFA", *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Heymann, D. (2007), "Macroeconomía de las promesas rotas", *Revista de economía política de Buenos Aires*, año 1, vol. 2, Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Jiménez, J.P. y V. Tromben (2006), "Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL*, N° 90 (LC/G.2323-P), Santiago de Chile.
- J.P. Morgan (2008), *Emerging Markets Outlook Strategy*, Nueva York, 13 de octubre.
- Keynes, J.M. (1931), "The consequences to the banks of the collapse of money values", *Essays in Persuasion*, Nueva York, Harcourt Brace and company.
- Kindleberger, C. y R. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, John Wiley & Sons.
- Krugman, P. (2008), *Optimal Fiscal Policy in a Liquidity Trap*, Princeton, Princeton University, diciembre.
- Laeven, L. y F. Valencia (2008), "Systemic banking crises: a new database", *Working Paper*, N° WP 08-224, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Machinea, J.L. (2002), "La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 117 (LC/L.1713-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.02.II.G.23.
- \_\_\_\_\_ (1996), "La crisis financiera argentina de 1995: causas, características y lecciones", Buenos Aires, inédito.
- Machinea, J.L. y D. Titelman (2007), "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, N° 91 (LC/G.2333-P), Santiago de Chile.
- Milne, A. y G. Wood (2008), "Banking crisis solutions old and new", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), septiembre-octubre.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Londres, Yale University Press.
- \_\_\_\_\_ (1975), *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press.
- \_\_\_\_\_ (1972), "Financial instability revisited: the economics of disaster", *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington D.C., Junta de Gobernadores.
- Mizen, P. (2008), "The credit crunch of 2007-2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), septiembre-octubre.
- Ocampo, J.A. (2006), *Regional Financial Cooperation*, Nueva York, Brookings Institution Press/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Papadimitriou, D.B. y L.R. Wray (2008), "Minsky's stabilizing an unstable economy: two decades later", *Stabilizing an Unstable Economy*, H. Minsky, Nueva York, McGraw Hill.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2008), "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working Paper*, N° 13882, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Roubini, N. (2005), "Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations", Nueva York, Universidad de Nueva York, inédito.
- Rozenwurcel, G. y L. Bleger (1997), "El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistemática", *Desarrollo económico*, vol. 37, N° 146, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- Sotelsek, D. y L. Pavón (2008), "The Banking Supervision and Regulation: Its Impact in Emerging Countries", inédito.
- Taylor, J.B. (2008a), "The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy", documento presentado en la Reunión Anual de la American Economic Association, enero.
- \_\_\_\_\_ (2008b), *The State of the Economy and Principles for Fiscal Stimulus*, Testimony before the Committee on the Budget, United States Senate, noviembre.
- \_\_\_\_\_ (2000), *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, Stanford, Stanford University.