



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)

La crisis financiera y su impacto en América Latina: orígenes, reformas y desafíos

Parte I: Orígenes, evolución y riesgos

José Luis Machinea

SERIE IAES-IELAT: DOCUMENTOS DE TRABAJO
CONJUNTOS

01/2009

**INSTITUTO
UNIVERSITARIO DE
ANÁLISIS ECONÓMICO
Y SOCIAL**

DIRECTOR

**Dr. D. Tomás Mancha
Navarro**

Catedrático de Economía
Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

**Dr. D. Juan R. Cuadrado
Roura**

Catedrático de Economía
Aplicada, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

**Dr. D. Rubén Garrido
Yserte**

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

**Dr. D. Carlos Iglesias
Fernández**

Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

ESTUDIOS SECTORIALES,
FINANCIEROS Y PYME

**Dr. D. Antonio García
Tabuenca**

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

**Dr. D. Luis Rubalcaba
Bermejo**

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

**INSTITUTO DE
ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS**

PRESIDENCIA

**Dr. D. Juan Ramón de la
Fuente**

DIRECCIÓN

Daniel Sotelsek Salem

SUBDIRECCIÓN

Pedro Pérez Herrero

CENTROS

CENTRO EURO AMERICANO DE ESTUDIOS
JURÍDICOS (CEAEJ)

Dr. D. Diego Luzón Peña

CENTRO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE
AMÉRICA LATINA (CEEAL)

**Dr. D. Diego Azqueta
Oyarzún**

CENTRO DE ESTUDIOS HISTÓRICO-
CULTURALES (CEHC)

Dr. D. Pedro Pérez Herrero

CATEDRAS

CÁTEDRA SIMÓN BOLÍVAR

**Dr. D. Juan Ramón de la
Fuente**

CÁTEDRA RAÚL PREBISCH

Dr. D. José Luis Machinea

CÁTEDRA JEAN MONNET

Dr. D. Carlos Jiménez Piernas

CÁTEDRA DE DEMOCRACIA Y DERECHOS
HUMANOS

**Dra. Dña. Isabel Garrido
Gómez**

DOCUMENTOS DE TRABAJO CONJUNTOS IELAT-IAES

BREVE PRESENTACIÓN

Esta nueva serie de Documentos de Trabajo Conjuntos es el inicio visible de una colaboración entre estos dos Institutos, ya realizada en otros ámbitos, y que esperamos constituyan el arranque de una nueva etapa en la que podamos coordinar otras formas de actuar conjuntamente en trabajos de investigación y en la difusión de temas de relevancia, teniendo siempre presente que la vocación latinoamericana del IELAT se vea reforzada con la que el IAES siempre ha mantenido.

De una forma más concreta, esperamos que esta colección que arranca con la valiosa colaboración de José Luis Machinea en su análisis, en dos documentos, sobre la crisis financiera y económica que nos viene afectando en los últimos dos años se convierta en un breve plazo en un foro donde los investigadores de ambos Institutos, así como otros de otros centros y de otras partes del mundo, especialmente Latino América, expongan adelantos o resultados ya cerrados de sus trabajos. Además la oportunidad del tema, la crisis económica actual, encaja perfectamente en la línea editorial que, en particular, el IAES venía manteniendo desde el año 2008, aunque obviamente la colección se abrirá a otros temas, buscando siempre un equilibrio entre la rigurosidad y la posibilidad de difusión que son dos parámetros que en la evolución actual de muchas revista no son fáciles de conciliar, pero que aspiramos a lograr en esta serie de documentos de trabajo. En cualquier caso, el rigor presidirá siempre el contenido de los trabajos que se publiquen en esta colección, que serán seleccionados por una comisión conjunta de ambos Institutos.

TOMÁS MANCHA
Director IAES

DANIEL SOTELSEK
Director IELAT

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet:

- [Http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm](http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm)
- [Http://www.ielat.es](http://www.ielat.es)

ISSN: 2172-6876



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211
Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es



Universidad
de Alcalá

INSTITUTO DE ESTUDIOS
LATINOAMERICANOS (IELAT)

C/ Trinidad Nº 1, Edificio Colegio de Trinitarios, 28801 Alcalá de Henares.
Tel: (34) 91885 2573-2579-5275
Fax: (34) 91885 2579
Email: ielat@uah.es. WEB: www.ielat.es

PARTE I: CRISIS FINANCIERA: ORÍGENES, EVOLUCIÓN Y RIESGOS *

RESUMEN:

El artículo discute los orígenes de la crisis por la que todavía atraviesa la economía mundial, enfatizando la inestabilidad del sistema financiero y su excesiva desregulación como el principal motivo de la misma. Esta discusión es un elemento central para evaluar las medidas que habrán de tomarse si se pretende disminuir las posibilidades de crisis en el futuro. Asimismo se analiza las características y la conveniencia de las políticas contracíclicas, tanto en el plano monetario y financiero como en el fiscal, y los desafíos, en gran parte vinculados con el elevado endeudamiento público y privado y con la persistencia de desequilibrios globales, para sentar las bases de un crecimiento sostenido.

Palabras clave: economía mundial, crisis, sistema financiero, desregulación, medidas, desafíos, endeudamiento, crecimiento sostenido

Códigos JEL:

ABSTRACT

The article discusses the origins of the crisis that is still going through the world economy, emphasizing the instability of the financial system and excessive deregulation as the main reason for it. This discussion is central to assessing the measures to be taken if we are to reduce the chances of future crises. It also analyzes the characteristics and desirability of countercyclical policies, at monetary, financial and fiscal level, and the challenges, largely linked to the high public and private debt and the persistence of global imbalances, to lay the foundations for sustained growth.

Key words: global economy, crisis, financial system, deregulation, measures, challenges, debt, sustained growth

AUTOR:

JOSÉ LUIS MACHINEA, Director de la Cátedra Raúl Prebisch del Instituto de Estudios Latinoamericanos. Email: jl.machinea@uah.es

* Este documento fue posible gracias al financiamiento de la Fundación Carolina. Agradezco la colaboración de Guido Zack.

INDICE

1 – Introducción	6
2 – Los orígenes de la crisis	9
3 – De las fallas del mercado a las fallas del gobierno: El papel de las políticas públicas.....	14
4 – La salida de la crisis: el papel determinante de las políticas públicas.....	20
5 – Los riesgos vinculados a la recuperación del crecimiento	31
6 – Reflexiones finales	34
Anexo	37
Notas al final:	41
Bibliografía:	45

1 – INTRODUCCIÓN

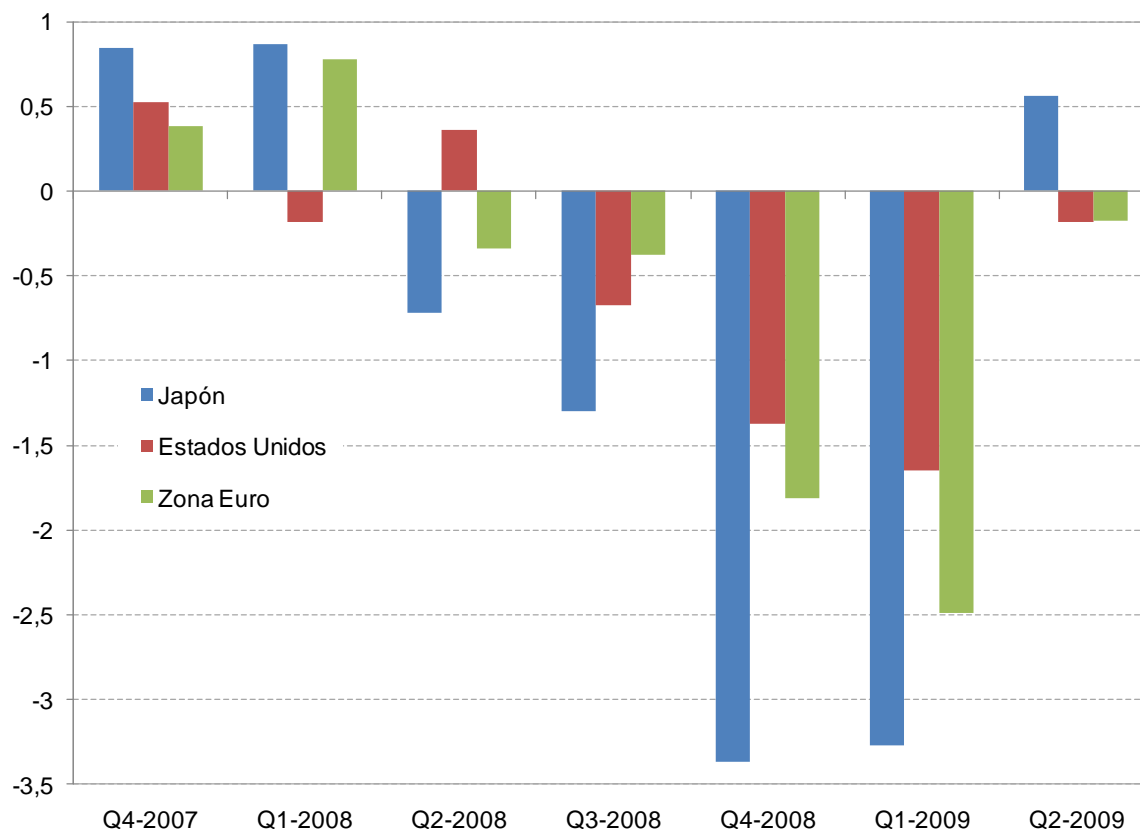
Ha transcurrido un año desde que la crisis financiera global con epicentro en Estados Unidos parecía convertirse en un pandemio difícil de controlar. Si bien la crisis había comenzado alrededor de un año antes, no hay duda que la quiebra de Lehman Brothers actuó como el disparador que la potenció hasta niveles nunca vistos desde la crisis financiera que comenzó a fines de 1929.

En medio de una total incertidumbre respecto a la salud de las entidades financieras que se manifestaba en corridas sobre sus pasivos, las autoridades económicas de Estados Unidos inyectaron en el mercado recursos en montos inéditos para salvar algunas entidades del colapso. Un ejemplo paradigmático de esa actitud fue el rescate de la compañía de seguros AIG, cuya caída habría producido la quiebra de varias entidades o, al menos, hubiese generado una considerable incertidumbre sobre el futuro de esas empresas¹. Más allá de las ayudas de corto plazo, que se extendieron a varios países de Europa, los gobiernos del mundo, liderados por Estados Unidos, empezaron a evaluar programas para “eliminar” los activos tóxicos de las entidades financieras y

restablecer la confianza en las mismas. El ejemplo más notorio fue el envío al Congreso de Estados Unidos del programa Troubled Asset Relief Program TARP por 0,7 billones de dólares.

Un año más tarde y después de la mayor caída del nivel de actividad económica de que se tenga memoria desde la segunda guerra mundial, se perciben signos de recuperación en casi todo el mundo (Gráfico 1). Estos signos han dado lugar a una repentina euforia en los mercados de valores, al punto que la crisis actual tiene una característica distintiva a juzgar por los precios de las acciones: es la crisis que muestra una caída mayor del mercado accionario en los primeros dieciocho meses de iniciada la crisis y aquella donde la mejora es mayor durante los primeros seis meses de iniciada la recuperación, con la excepción de la crisis del '29, aunque en este caso se partía de una caída mucho mayor (Gráfico 2). Si bien el mercado accionario tiende a “sobreajustar” ante variaciones en el nivel de actividad económica y el cambio en las expectativas, su comportamiento señala la magnitud de la crisis, tal como fue percibida hasta fines del primer trimestre de 2009, y los síntomas de recuperación en los meses subsiguientes.

GRÁFICO 1
Crecimiento de las principales economías desarrolladas
 Variaciones trimestrales en porcentajes, datos desestacionalizados



Fuente: OECD

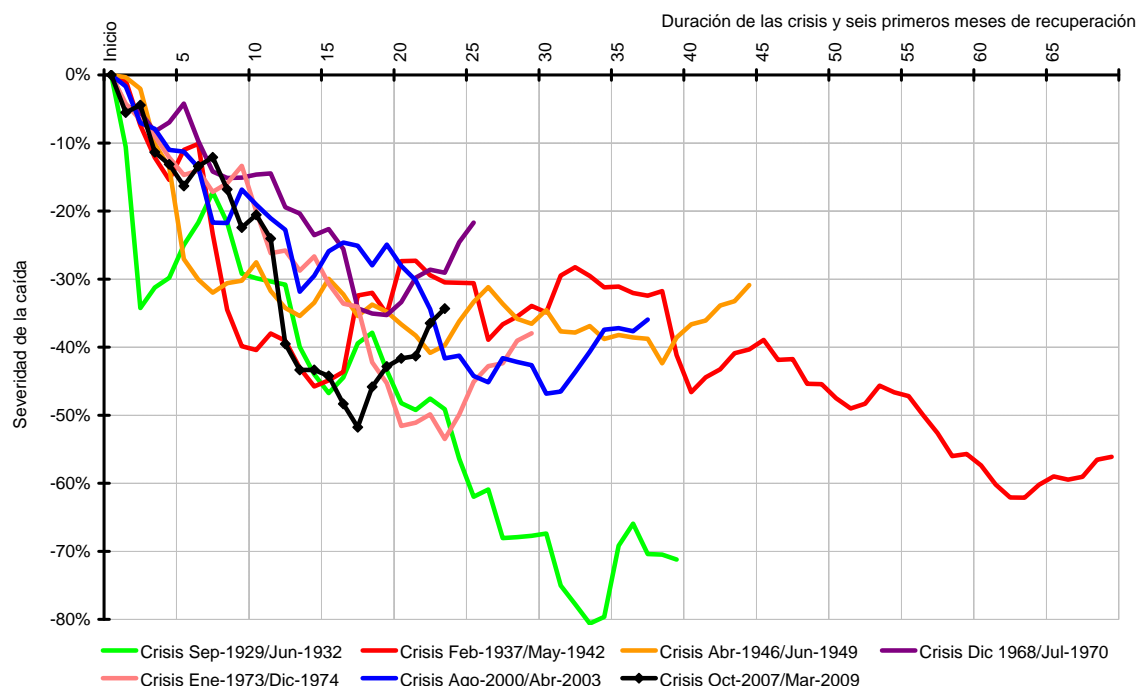
Sin embargo, no es evidente que esa recuperación sea fácilmente sostenible en el tiempo. En parte ello se debe a que la estabilización o leve aumento de la demanda es básicamente consecuencia de las medidas, inéditas en cuanto a su monto, de estímulo monetario y fiscal que la mayoría de los países aplicaron alrededor del mundo.

Si bien "a posteriori" hay cierto consenso sobre estas medidas y sobre que los estímulos no deben restringirse en los próximos meses, so

pena de que la economía mundial vuelva a entrar en fuerte recesión, pareciera que si el actual desequilibrio fiscal se prolongara por mucho más tiempo, al menos en los niveles actuales, se generarían dudas sobre la capacidad de los gobiernos de hacer frente a sus deudas. Por lo tanto, la incertidumbre sobre el crecimiento futuro está vinculada a si en el momento en que se reduzcan sensiblemente los estímulos fiscales y monetarios, el sector privado será capaz de remplazarlos mediante el aumento de la demanda de bienes de

consumo y de capital.

GRÁFICO 2
El mercado de valores en las crisis financieras de los últimos 80 años
 Caída porcentual (%) del Índice Standard & Poor's 500, ajustada por la inflación



Nota: El período seleccionado incluye desde el inicio de la caída en el precio de las acciones hasta seis meses posteriores al cambio de tendencia.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Financial Times, Standard & Poor's y Shiller, R.J. (2000).

Por su parte, las dificultades con el sistema financiero no han terminado. Los bancos no han reconocido y por ende provisionado casi las mitad de las pérdidas, lo que implica un desafío en términos del capital requerido para su capitalización. Los beneficios que han generado durante los últimos meses pueden ser una parte de esos fondos, pero difícilmente sean suficientes. A las actuales necesidades habrá que agregarle los mayores requerimientos de capital que se prevé que surjan del cambio de las

regulaciones. Por otra parte, sus necesidades de liquidez asociadas a los mercados de capitales son considerables, en particular si los gobiernos comienzan a disminuir las garantías que se otorgaron desde el comienzo de la crisis.

Más allá de las características de la recesión, las medidas para aliviarla y la sostenibilidad del crecimiento a la salida de la crisis, la otra discusión relevante se vincula con las medidas necesarias para reducir la ocurrencia

de crisis futuras vinculadas al comportamiento del sistema financiero. Las características de esas medidas serán resultado del diagnóstico respecto a las razones que originan la crisis.

Más allá de ciertos consensos, la importancia de distintos factores para explicar el origen de la crisis, tal como el peso relativo de los desequilibrios globales, de la política de bajas tasas de interés de la Reserva Federal a comienzos de la presente década, de las deficientes regulaciones, de los incentivos para asumir excesivos riesgos y de la excesiva liberación de los mercados financieros a fines de la década de los noventa, siguen generando discusiones en distintos ámbitos.

Esta discusión está lejos de ser una cuestión meramente académica, ya que si bien todos estos factores tienen alguna responsabilidad en el origen de la crisis, su peso relativo será determinante a la hora de proponer las medidas para reducir las posibilidades de crisis futuras.

En todo caso, parece más evidente que hay tres áreas que serán objeto de estas reformas: las regulaciones y las instituciones de los sistemas financieros nacionales, su coordinación en el ámbito global y, de especial importancia para los países en desarrollo, las reformas de los organismos multinacionales.

Una crisis de esta magnitud ya ha sido y será en los próximos años motivo de muchos seminarios y

documentos, que explorarán algunas de sus principales características, desde los orígenes de la misma, su impacto, el papel de las políticas monetarias y fiscales y, en particular, las medidas para evitar, o al menos, para reducir, las posibilidades de nuevas crisis generadas en el sistema financiero. En este artículo nos proponemos revisar críticamente los distintos argumentos respecto de los orígenes de la crisis y analizar su relevancia. Asimismo, discutiremos el papel de las políticas contracíclicas en esta coyuntura y cuáles son los límites a las mismas. Las principales medidas vinculadas a las nuevas regulaciones del sistema financiero que aparecen como imprescindibles si se quiere evitar, o al menos reducir, la ocurrencia de una nueva crisis financiera en el futuro cercano, son discutidas en otro documento que se publica simultáneamente con éste (Machinea, 2009b).

2 – LOS ORÍGENES DE LA CRISIS

a. Opacidad e interdependencia

Las principales características de las crisis financieras han sido discutidas en repetidas oportunidades, por lo que no vamos volver sobre ellas en este artículo². Simplemente quisiéramos subrayar que hay dos elementos que han estado presentes en la mayoría de las crisis financieras, pero que nunca han tenido la magnitud y la importancia de la actual: la opacidad y la interdependencia de los distintos

intermediarios financieros (Machinea, 2009a).

Si bien la opacidad está claramente vinculada a la información asimétrica que es característica de los sistemas financieros, lo novedoso de esta crisis es la dimensión que fueron adquiriendo los "activos opacos", que en gran fuerte fueron conformando un verdadero sistema financiero en las sombras. Una muestra de esa opacidad está dada por: a) el mercado de derivados que excedía en 9 veces al producto mundial (500 billones) y la mayoría de sus operaciones no estaban registradas; b) las operaciones que supuestamente estaban destinadas a la cobertura de riesgo de los créditos (CDSs) superaba los 60 billones de dólares y se estimaba que el 80% de ellos eran pura especulación (Crotty, 2009); c) los bancos no sabían cuál era el valor de los "paquetes de hipotecas" que habían comprado y vendido³; d) los bancos desconocían cuál era el costo eventual de las operaciones que mediante los SIV (special investment vehicles) habían sacado de los balances, una práctica permitida y hasta incentivada por Basilea I⁴.

A medida que pasaba el tiempo ni los originadores de los distintos instrumentos y "vehículos" fueron capaces de evaluarlos adecuadamente. De esa manera, la asimetría de información fue dando paso a la desinformación y finalmente a la incertidumbre generalizada. De hecho, muchas crisis nos muestran que cuando ocurren hechos que cambian radicalmente la situación y

destruyen lo que los agentes creían saber, el problema no es sólo que unos están informados y otros no lo están, sino que nadie tiene información⁵.

Si bien la crisis se inició en el mercado de créditos hipotecarios y en particular en el de las hipotecas sub-prime de Estados Unidos, no cabe duda que la mala evaluación de los riesgos se convirtió, por ese entonces, en un fenómeno general que alcanzó a diferentes mercados.

En lo que respecta a la interdependencia, basta sólo mirar el impacto de la liquidación de Lehman Brothers sobre el conjunto del sistema financiero, o la cantidad de hipotecas basura en manos de los intermediarios financieros europeos o la decisión de rescatar a la principal compañía de seguros de mundo (AIG) para evitar el impacto del no pago de los seguros de créditos que podían llevar a varias firmas financieras a situaciones difíciles, cuando no a la quiebra⁶.

No hay duda de que la opacidad y la interdependencia impulsaron la crisis más allá de lo que era previsible inicialmente. Pero, por importante que hayan sido para amplificarla, sus orígenes deben buscarse en otras variables e indicadores.

Si bien hay un creciente reconocimiento respecto a que la casi total desregulación de los mercados financieros es central para explicar la crisis, hay otros factores que han sido resaltados: a) las bajas tasas de

interés de la Reserva Federal en la primera mitad de la presente década, vinculadas a los grandes desequilibrios globales expresados en grandes desequilibrios de las cuentas corrientes; b) el riesgo moral asociado a la idea de que las entidades, al menos las de mayor tamaño, serían rescatadas y el consiguiente sesgo hacia la toma de excesivos riesgos; y c) la ausencia de regulaciones y supervisión adecuadas, con una lógica que pone el énfasis en problemas técnicos y la escasa capacidad de los supervisores. Es interesante señalar que las tres explicaciones tienen un factor común: las deficiencias de las políticas públicas.

Cada uno de estos factores ha tenido un papel en el origen de la crisis, pero su relevancia ha sido, a nuestro entender, diferente. En esta sección nos ocuparemos del papel que jugó la desregulación de los mercados y en la próxima de los tres factores mencionados.

b. La centralidad de las deficiencias del mercado

A partir de la década de 1980 se comenzó un proceso de desregulación de los mercados financieros que se profundizó en los últimos años. Hitos en ese proceso de mayor confianza en la autorregulación de los mercados financieros fueron la eliminación en 1999 de la separación de actividades entre la banca comercial y la banca de inversión que había sido establecida en 1933 (Glass-Steagall Act), la ampliación del apalancamiento de la

banca de inversión en 2004⁷, y la regulación impulsada por Basilea I que permitía a las entidades financieras medir su propio riesgo y establecer sus propios requerimientos de capital y permitía, incluso incentivaba, mantener varios activos fuera del balance, sin requerimientos de capital. Fue esa confianza en la autorregulación del mercado la que determinó que la regulación y supervisión fuera más laxa que lo que era necesario. Una confianza que difícilmente se puede justificar a la luz de la historia, porque si algo es evidente, además de que ha habido muchas crisis, es que las caídas por lo general son más frecuentes y sobre todo más profundas cuanto menor la regulación previa y menor la intervención del gobierno a posteriori.

Minsky (1986), y Kindleberger y Aliber (2005) lo explicaron de forma exhaustiva hace décadas. La historia muestra que la euforia lleva a que a medida que avanza la fase expansiva del ciclo, la que es financiada 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. Este proceso genera una burbuja en el precio de todos o algunos activos, lo que crea la sensación de que la compra de esos activos financiada por crédito es una operación muy rentable, ya que el aumento de la valuación supera a las tasas de interés. De hecho, a medida que avanza el auge, en un número creciente de casos el aumento del precio es la única manera de pagar el crédito. Para decirlo en palabras de

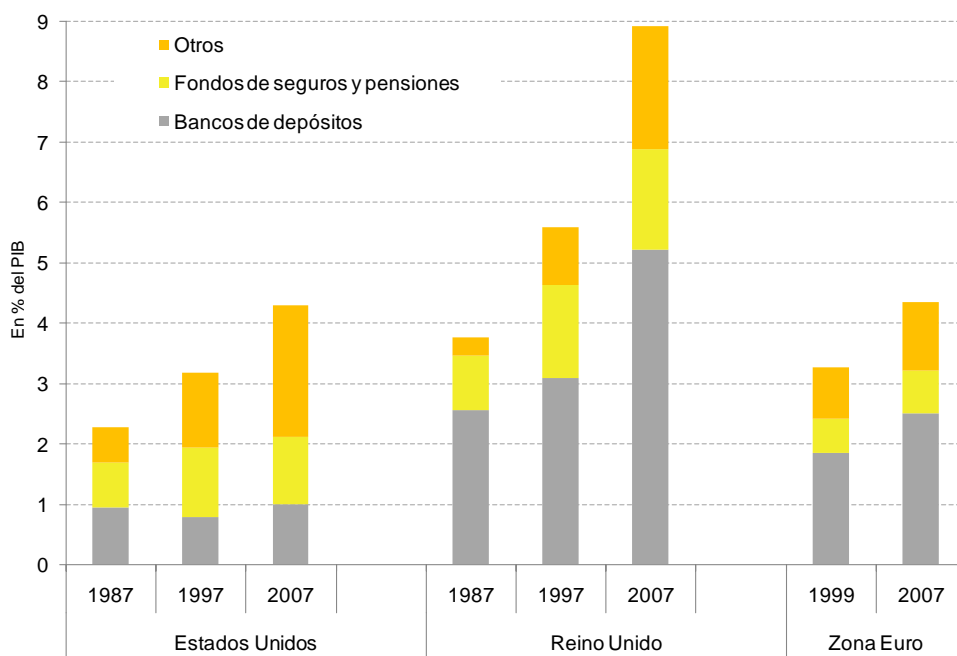
Minsky (1986): "Un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo y Ponzi"⁸. De esa manera, Minsky nos explicaba en los ochenta la operatoria subprime de nuestros días.

El aumento del crédito, que muchas veces se da en el contexto de una política monetaria acomodaticia, se potencia durante la expansión por el aumento de la relación entre activos y patrimonio (apalancamiento)⁹. Históricamente esta relación es resultado de innovaciones menos demandantes de capital y de la aparición de nuevos intermediarios, lo que ha dado lugar a una reducción en

la participación de los bancos de depósitos en el conjunto del sector financiero, siendo Estados Unidos un extremo de esta tendencia (Gráfico 3)¹⁰.

El mayor apalancamiento va debilitando al sistema financiero, ya que el capital queda cada vez más expuesto a pequeñas pérdidas en los activos. Dado que la variación del apalancamiento es procíclica, éste alcanza su valor máximo en el momento en que el precio de los activos comienza a disminuir. Por lo tanto, el impacto de la caída del precio sobre la capacidad de pago de los deudores y, por ende, sobre la solvencia del sistema es máximo en esta etapa.

GRÁFICO 3
Tamaño y distribución de los activos financieros
En porcentaje del PIB



Fuente: IMF (2008), capítulo 2.

Los problemas de solvencia se ven potenciados por otra característica del período de expansión. Considerando que las tasas de interés de corto plazo son usualmente inferiores a las de largo plazo, una brecha que fue especialmente elevada en la primera mitad de esta década, las entidades suelen financiar el optimismo del auge mediante el aumento de sus obligaciones de corto plazo. Un excesivo descalce convierte a las entidades en muy vulnerables, ya que cuando los inversores de los mercados de capital, que suelen estar mejor informados que el depositante promedio, comienzan a observar dificultades relacionadas con la calidad de los activos tienden a reducir su financiamiento. La creciente iliquidez afecta la solvencia 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 del tamaño de la burbuja y de la existencia de un prestamista de última instancia, que resuelva los problemas de liquidez y evite que una venta precipitada genere que la caída en el precio de los activos sea muy pronunciada.

La crisis actual se enmarca dentro de lo descrito en los párrafos precedentes, aunque hay dos factores que potencian algunos de los elementos arriba mencionados: la posibilidad de dar créditos y no tener la responsabilidad de cobrarlos, y los grandes bonos de los directivos de las entidades financieras, vinculados a las ganancias de corto plazo de las

entidades. Dar créditos, pasar el riesgo de su recupero a otros y cobrar grandes bonos por la operación fue una de las más novedosas "innovaciones" de Wall Street, desgraciadamente una innovación para el fraude. La opacidad de los instrumentos que se vendieron en el mercado de capitales y la interconexión de las entidades del sistema financiero a escala global hicieron que la mala evaluación del riesgo de los préstamos hipotecarios se convirtiera en una crisis financiera en gran parte del mundo desarrollado. Sin embargo, las entidades no pudieron y no quisieron pasar la totalidad del riesgo a otros actores. En efecto, para convencer a los compradores, en ocasiones las entidades financieras iniciadores debieron mantener algunos activos riesgosos (los activos tóxicos), práctica que se vio incentivada porque esos activos al generar más beneficios en el corto plazo elevaban los "bonos anuales", lo que determinó que algunas de las instituciones no sólo mantuvieran activos riesgosos, sino que además los compraran en el mercado (Mizen, 2008 y Crotty, 2009).

Sobre los perversos incentivos a los directivos de las entidades financieras ya se ha escrito mucho. Por lo tanto sólo hay dos cosas que quisiéramos decir aquí. En primer lugar es necesario cambiar los incentivos de corto plazo por otros de mediano y largo plazo; en segundo lugar, además de ser necesario reducir los incentivos mediante límites expresos o vía mayores tasas del impuesto a las ganancias, es indispensable que

los directivos hasta un determinado nivel tengan incentivos que reduzcan las posibilidades de fraude, haciendo a estos directivos penal y económicamente responsables por acciones reñidas con ciertas normas éticas.

Un último comentario, sobre la economía política durante el proceso de auge. La prociclicidad del crédito, el crecimiento del producto por encima de la tendencia, la burbuja en el mercado de activos, en particular en el precio de la vivienda, son “buenas noticias” para la mayoría de los actores, entre ellos los bancos, los empresarios que ven aumentar su demanda y que pueden acceder a créditos relativamente baratos, los compradores de vivienda y los que poseen importantes activos. Por cierto ese es también el caso del gobierno, ya que la buena situación económica hace que una mayoría de la población apruebe su gestión. En esas circunstancias, ¿quién se anima a arruinar la fiesta?

Habrán algunos analistas que tendrán algunas objeciones, pero habrá muchos otros que escribirán artículos mostrando que el aumento en el nivel de actividad económica por encima de la tendencia se explica porque hay un cambio tecnológico que ha incrementado la productividad en forma más o menos permanente; o señalando que el precio de las propiedades todavía es bajo considerando el cambio en la demanda de las familias. En fin, hay una economía política muy funcional a los excesos durante el auge. No es

casualidad que el clamor por políticas contracíclicas se escuche insistentemente en épocas de recesión, pero muy pocas veces en la fase expansiva del ciclo.

Es por ello que hay razones para ser escépticos sobre la capacidad de regular los ciclos. Lo más conveniente pareciera ser la reducción de la discrecionalidad de los gobernantes mediante la introducción de ciertas reglas contracíclicas. No se nos escapa que esta medida es difícil de imponer; ésta es, sin embargo, la coyuntura para hacerlo.

3 – DE LAS FALLAS DEL MERCADO A LAS FALLAS DEL GOBIERNO: EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS

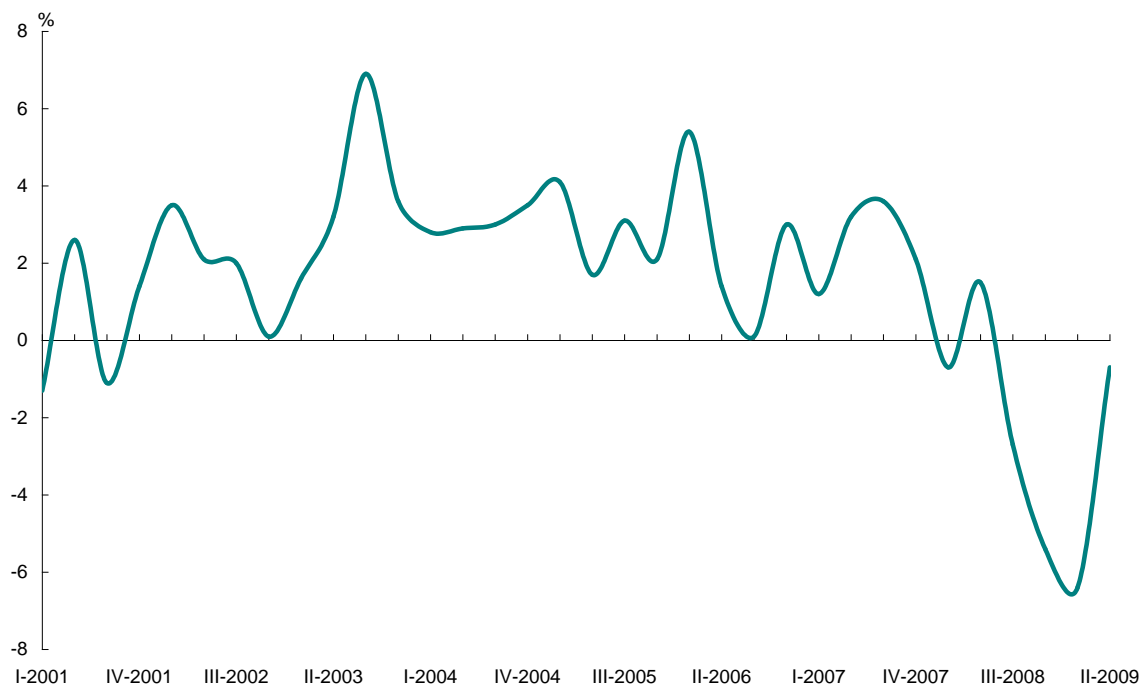
a. Bajas tasas de interés y los desequilibrios globales

La política monetaria excesivamente expansiva la Reserva Federal a comienzos de la presente década fue, sin duda, un factor que facilitó y en cierta medida incentivó, los comportamientos arriba enunciados. En efecto, la reducción de las tasas de interés a comienzos de 2001, como una manera de reducir el impacto sobre la demanda de la fuerte caída en el precio de las acciones tecnológicas, fue continuada más allá de lo razonable, ya que a comienzos de 2003 era evidente que la economía había retomado el crecimiento (Gráfico 4)¹¹.

Estas tasas fueron, por cierto inferiores a las que hubiesen

resultado de aplicar la "regla de Taylor" (Taylor, 2007).

GRÁFICO 4
Producto Interno Bruto de Estados Unidos
Variación trimestral, datos desestacionalizados



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Desde una óptica estructural, se puede argumentar que la política de bajas tasas de interés fue el resultado de un exceso de fondos prestables en el mercado internacional, exceso producido por: a) la política de China de maximizar exportaciones y acumular reservas internacionales, b) la política de autoseguro mediante la acumulación de reservas de República de Corea, la Federación de Rusia, China, Brasil y varios países en desarrollo, y c) la política de acumulación de recursos en fondos soberanos de los países petroleros.

Este aumento 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).

Sin duda estos desequilibrios globales han tenido el efecto de incentivar la baja de las tasas de interés en el mundo desarrollado y en particular en Estados Unidos, que fue durante los

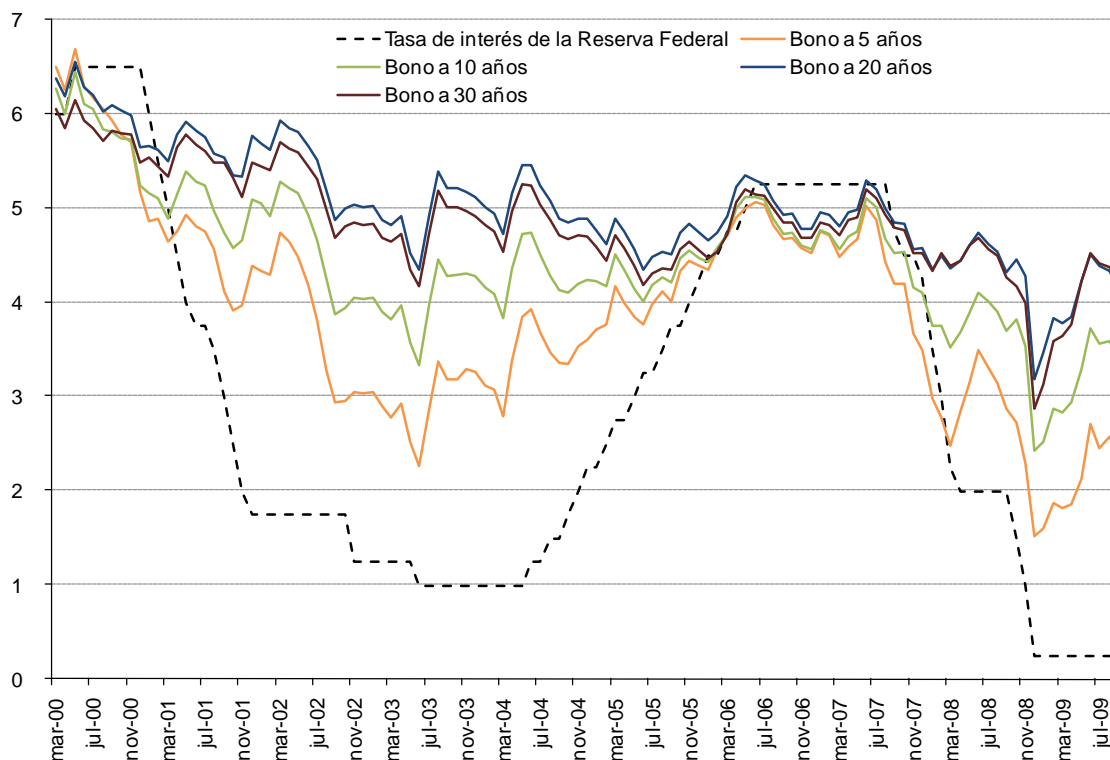
últimos 10 años el país que generó más del 60% del déficit en cuenta corriente de los países “deficitarios”. Un excesivo crecimiento de la deuda externa de Estados Unidos puede provocar una creciente desconfianza en el dólar y llevar a reducir el financiamiento externo. Si este cambio se produjera de forma brusca podría generar un desplome del dólar y un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos. Se requiere, por lo tanto, disminuir estos desequilibrios para evitar situaciones poco sostenibles en el mediano plazo y, por ende, precursoras de crisis globales¹².

Hay sin embargo algunos comentarios que es conveniente hacer respecto a su impacto en la crisis. En primer lugar, a diferencia de lo que se suele sostener, el problema no fue sólo el gran ahorro de China, sino también el inexistente ahorro de las familias de Estados Unidos¹³. Más aún, una política de mayores tasas de interés de Estados Unidos hubiese sido, desde la óptica de los desequilibrios, posible y prudente. De hecho una mayor tasa de interés en Estados Unidos hubiese reducido la demanda en ese país y por ende el déficit en cuenta corriente. Es decir, la causalidad en este caso no es unívoca.

En segundo lugar, el argumento de las bajas tasas de interés como la principal razón para la crisis en el mercado inmobiliario genera algunos reparos. Sin duda, las bajas tasas de interés incentivaron la demanda por

activos con mayores retornos, y de esa manera contribuyeron a una actitud “menos cuidadosa” ante el riesgo. Asimismo, redujeron el incentivo para ahorrar y aumentaron la demanda de bienes durables. Sin embargo, más allá de estos efectos, es difícil de entender por qué bajas tasas de interés de corto plazo pueden haber incidido de manera considerable en el otorgamiento de créditos hipotecarios a treinta años de plazo. De hecho las tasas de interés de largo plazo se redujeron mucho menos que las de corto (Gráfico 5). Se puede concebir que las bajas tasas de interés de corto plazo hayan sido utilizadas por los bancos comerciales como una estrategia para atraer a compradores mediante unos primeros años de tasas bajas en los créditos hipotecarios. Difícilmente puede suponerse que las entidades financieras extrapolaran esa situación a plazos más largos, porque era imposible que esas tasas fueran relevantes en el mediano y largo plazo. Además, en 2005 y 2006 era evidente que desde mediados de 2004 la Reserva Federal estaba dejando atrás la política de bajas tasas de interés. En otras palabras, sin la actitud poco responsable de un gran número de entidades financieras, incentivado por los pagos de bonos asociados a los beneficios de corto plazo, es imposible pensar que bajas tasas de corto plazo puedan haber producido una burbuja como la observada en el mercado inmobiliario.

GRÁFICO 5
Estados Unidos: Tasa de interés de las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal y rendimiento de los Bonos del Tesoro
 En porcentaje



Fuente: Reserva Federal

Estos argumentos están en línea con un trabajo reciente del Fondo Monetario Internacional que no encuentra una clara asociación entre las tasas de interés reales y el precio de la vivienda en la última década para un conjunto de países desarrollados, ya que las variaciones en el precio de las viviendas se dieron tanto en contexto de bajas como altas tasas de interés reales de corto plazo^{14 15}.

b. Riesgo moral

La presencia excesiva de redes de seguridad pública, lo que evita el efecto disciplinador del mercado, podría ser una de las razones por la que las entidades financieras hallan estado inclinadas a tomar riesgos excesivos. Esta posición ha sido sostenida desde hace mucho tiempo por el Banco Mundial (Caprio et al., 2008). El problema con esta explicación es que la propuesta que se desprende de la misma es que la actitud adoptada con Lehman

Brothers habría sido la correcta, ya que de esa manera se dejó claro al mercado que no habría salvatajes indiscriminados y que, por lo tanto, era necesario adoptar actitudes más cuidadosas con el excesivo riesgo¹⁶. Si bien en nuestros días es difícil encontrar muchas opiniones favorables a esta visión, no puede ignorarse el hecho de que una actitud permanente de las autoridades tendientes a salvar a las grandes entidades financieras en problemas puede generar una toma excesiva de riesgos¹⁷.

Sin embargo, lo que no se entiende es porque se supone que el riesgo moral es tan relevante cuando en la mayoría de los casos el salvataje de entidades no incluye a los accionistas. En otras palabras, rescate de entidades con castigo económico a los accionistas y si fuera posible responsabilidades económicas y penales para los directores, no debiera generar un incentivo a una excesiva toma de riesgos, en especial si a ello se le agrega que el Banco Central no debiera ser explícito respecto a cuál ha de ser su política en relación con las entidades financieras en problemas (“discrecionalidad constructiva”).

En todo caso, más allá de las recomendaciones normativas, la experiencia muestra que después de la Gran Depresión no hay gobierno en el mundo que haya aplicado la disciplina del mercado hasta sus últimas consecuencias en caso de crisis, o sea “casi todos” parecen haber aprendido que no se debe

intentar disciplinar al mercado en el medio de una crisis.

Ello no significa que el problema del riesgo moral asociado a entidades “demasiado grandes para quebrar” no merezca un tratamiento especial, ya que dependiendo de la manera que pueda resolverse una situación de crisis dependerán varias cuestiones: el costo fiscal de la crisis, la posibilidad de riesgo sistémico y, vinculado a ello, la capacidad de “negociación” de los directivos de la entidad en dificultades. Lo relevante, por lo tanto, es la manera de resolver una situación de crisis de solvencia. Para ello debe ser posible intervenir una entidad desplazando a sus autoridades cuando las instituciones a cargo de la supervisión del sistema estimen que una entidad ha perdido todo o gran parte de su capital.

España durante la crisis financiera de los setenta y varios países de América Latina con las crisis de los ochenta y los noventa tiene experiencias y metodologías que podrían ser de utilidad. Finalmente, lo que muestra la actual crisis es que tampoco es válida la idea de que se puede tener a algunos intermediarios financieros regulados y supervisados y con una red de seguridad explícita y a otros no regulados pero sin red de seguridad. Como fue mencionado previamente, la interconexión de los intermediarios financieros hace poco viable esta alternativa¹⁸.

c. Deficientes regulaciones

Hay quienes opinan que el problema ha sido que los reguladores y supervisores no fueron eficientes para adaptarse a las innovaciones del mercado financiero. No observaron, entre otras cosas, que los modelos utilizados para evaluar el riesgo eran incorrectos, ni sobre el doble papel de las agencias de riesgo como clientes y evaluadoras de las entidades financieras y de los activos puestos a la venta en el mercado de capitales, y no previnieron sobre los pasivos escondidos en los balances de las entidades, ni sobre la dificultad para evaluar el riesgo en varios "paquetes" de hipotecas que se ofrecían en los mercados de capital. Es interesante notar que mientras los reguladores de Estados Unidos fallaron al permitir una inadecuada valuación del riesgo, los europeos lo hicieron al aceptar que sus bancos, con la excepción de España, tomaran papeles que incluían esos malos activos.

Considerando los hechos que han ido saliendo a la luz durante el último año, el argumentar en contra de una deficiente regulación y supervisión es imposible. Sin embargo, lo relevante es preguntarse por qué la regulación y la supervisión no fueron adecuadas de forma simultánea en varios países. La respuesta, al menos parcial, debe buscarse en el intento de los reguladores nacionales de favorecer "la competitividad" de las entidades financieras nacionales en el ámbito global. En el extremo, lo que esta experiencia muestra es que la falta de coordinación global puede llevar a una

carrera para eliminar regulaciones y suavizar la supervisión ("race to the bottom") de manera similar a lo que ha pasado, por falta de una mínima coordinación, con las tasas y la estructura impositiva de varios países en desarrollo. Por otra parte, esta búsqueda de competitividad basada en que las regulaciones y la supervisión fueran relativamente laxas, no debiera resultar en riesgos excesivos según la visión dominante en ese entonces, la que sostenía que el mercado financiero buscaría sus propios equilibrios. Esa estrategia se manifestaba en una característica de los acuerdos de Basilea I y II, como era la "autorregulación de los intermediarios financieros" como piedra básica de la regulación del sistema. Sin esa visión y la consecuente normativa, resulta difícil creer que los reguladores y supervisores hubieran ignorado el apalancamiento y la opacidad del sistema. Por ello, como decíamos en la sección previa, gran parte de las inadecuadas regulaciones fueron resultado de una concepción sobre el efecto autorregulador del mercado que, una vez más, resultó erróneo.

En síntesis, no hay duda de que los desequilibrios globales crearon las condiciones para la exhuberancia de los mercados y, en particular, para las relativamente bajas tasas de interés. Sin embargo, las tasas de largo plazo no bajaron tanto y la exhuberancia continuó aún en el período en que la Reserva Federal comenzó a dar señales de que el período de bajas tasas de interés había quedado atrás. Por otra parte, los desequilibrios

globales no son sólo causa de las bajas tasas de interés, sino que también son consecuencias de las mismas. Si bien estos factores han tenido su influencia, la crisis no hubiese tenido la magnitud que tuvo sino hubiese sido por una actitud poco responsable de las entidades financieras, incentivada por una política que fomentó la autorregulación de los mercados y que permitió que los ingresos de los directivos fueran resultado de los beneficios de corto plazo.

4 – LA SALIDA DE LA CRISIS: EL PAPEL DETERMINANTE DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS

La crisis financiera que comenzó en 2007 y se profundizó a lo largo de 2008, tuvo su manifestación más aguda con la liquidación del banco de inversión Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008. Los acontecimientos posteriores han sido descritos en numerosos artículos¹⁹. Lo que queremos remarcar es que la crisis resultó en la intervención pública más masiva de que se tenga antecedentes y en lo que sigue hacemos un análisis de las características de esa intervención.

a. La política monetaria y financiera

No sólo la política monetaria estableció tasas de interés de corto plazo inéditas (0,25% en Estados Unidos y 1% en Europa), sino que los bancos centrales otorgaron créditos a

las entidades financieras por montos nunca vistos. El objetivo de la intervención fue triple: proveer liquidez, auxiliar a entidades financieras en problemas y reconstruir el mecanismo de crédito, primero en el mercado interbancario, luego en el mercado de capitales en relación con las renovaciones de las entidades financieras (básicamente a través de garantías, las que alcanzaron no sólo al mercado de capitales sino también al monto mínimo garantizado de los depósitos) y, finalmente, el mercado de documentos comerciales mediante compras directas.

Es difícil establecer la magnitud del apoyo. Según algunas estimaciones (IMF, 2009a, Capítulo 1) el total del apoyo habría llegado al 30% del producto de los países desarrollados, de los cuales la mitad son garantías de distinto tipo. Muchos de estos apoyos no significan reales costos para los sectores públicos y los bancos centrales, pero una evaluación final depende de la evolución de la crisis y del verdadero estado de las entidades financieras²⁰.

A través de esta política la Reserva Federal pudo obviar, para algunos tomadores de crédito, las dificultades impuestas por las deficiencias de capital y básicamente por la fuerte aversión a prestar de las entidades financieras (Recuadro 1). Si bien esta ayuda no alcanzó a las pequeñas y medianas empresas, el evitar la ruptura de la cadena de pagos facilitó que parte de esa liquidez llegará a las empresas de menor tamaño relativo.

Recuadro 1

La crisis reflejada en los balances de los principales bancos centrales del mundo

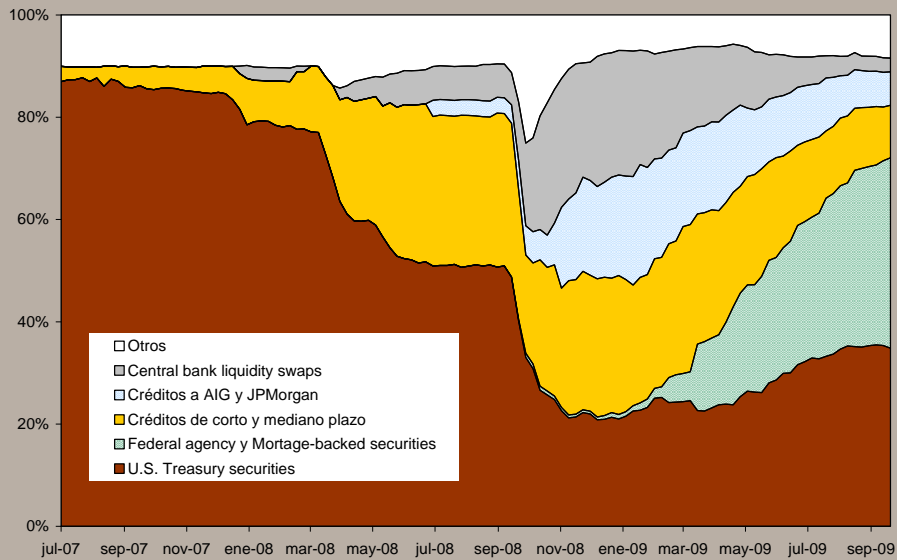
En la presente crisis, las primeras señales de la necesidad de liquidez de los bancos se observaron hacia septiembre de 2007, cuando los créditos a corto y mediano plazo de la Reserva Federal comenzaron a aumentar a una tasa interanual muy elevada. No obstante, su balance no creció en forma acelerada, ya que la emisión fue esterilizada a través de la venta de activos del Tesoro.

El cambio más abrupto en el balance de la Reserva Federal se dio a partir del 15 de septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers: en unas pocas semanas el balance más que se duplicó (intervención equivalente a 1,3 billones de dólares, es decir más del 10% del producto de Estados Unidos). Los cambios en la composición del activo y del pasivo fueron contundentes. En relación al activo, los bonos de Tesoro, que históricamente significaban alrededor del 85% de los activos de la Fed, pasaron a representar el 50% hasta mediados de septiembre y algo más del 20% a fin de 2008. La contrapartida fueron los préstamos a entidades financieras (incluyendo el rescate de intermediarios como bancos de inversión y compañía de seguros) y, posteriormente, a sectores productivos mediante la compra de papeles comerciales y la protección de los títulos garantizados con activos²¹. De esta manera, la Reserva Federal pasó de ser prestamista de última instancia para el sector financiero a serlo para el conjunto del sistema productivo.

La intervención no terminó ahí: dado la imposibilidad de renovar los créditos tomados en los mercados de capitales, las entidades financieras pudieron optar, con un costo muy bajo, por garantías de los bancos centrales o de los gobiernos.

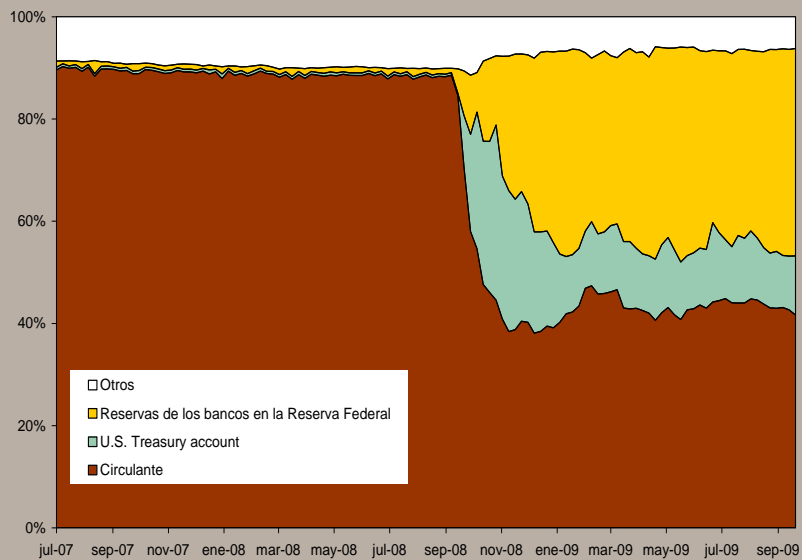
La manera de absorber la expansión monetaria fue a través de dos mecanismos: la venta de títulos del tesoro, cuyos recursos fueron depositados en la Reserva Federal, y el aumento de las reservas de las entidades financieras, motivado inicialmente por la incertidumbre de estas entidades respecto a la renovación de sus pasivos e incentivado a partir del 9 de octubre, cuando la Reserva Federal comienza a remunerar esos depósitos. Así, estos pasivos alcanzaron una participación de más del 50% del total, cuando históricamente rara vez representaron más del 2%. Por su parte, el circulante redujo su participación de 90% del pasivo total, a cerca de 40%.

GRÁFICO A
Composición del activo de la Reserva Federal
 En porcentaje del Total



Fuente: Reserva Federal

GRÁFICO B
Composición del pasivo de la Reserva Federal
 En porcentaje del Total



Fuente: Reserva Federal

De esa manera aumentó la base, pero el multiplicador monetario cayó abruptamente²². La gran diferencia respecto a la crisis del 30 es que en ese entonces la disminución del multiplicador más que compensó el aumento de la base monetaria, determinando una caída de la oferta monetaria, mientras que en esta oportunidad la cantidad de dinero (M2) aumentó algo menos de 8% entre agosto de 2008 y 2009.

Otros bancos centrales también tuvieron un papel muy dinámico en el otorgamiento de liquidez y rescate de entidades financieras. En el Reino Unido el incremento del activo más que multiplicó por tres los valores de junio y una expansión similar tuvo lugar en el Banco Central de Suecia. Por su parte, la intervención del Banco Central Europeo fue menos contundente, aunque sus activos exhibieron un aumento de más de 50% hacia finales de 2008. Este comportamiento fue impulsado principalmente por los préstamos a las instituciones financieras, los que presentaron un crecimiento a partir de fines de 2007, para luego acelerarse a partir de septiembre de 2008, al alcanzar variaciones interanuales mayores a 100%, evidenciando las necesidades crecientes de liquidez. En relación a los pasivos, se observa que las instituciones financieras, al igual que en el caso de la Reserva Federal, depositaron en el banco central gran parte de los créditos obtenidos, ya que las dos variables mostraron un comportamiento muy similar. De este modo, el circulante perdió participación, al pasar de ser el 40% de los pasivos hasta agosto de 2007 al 30% a partir de septiembre de 2008.

Cabe destacar que el nivel de reservas de las entidades financieras puede utilizarse como un indicador de liquidez adicional, e incluso en algunos casos más adecuado, al tamaño del balance de los bancos centrales. Como se mencionara previamente, en la actual crisis, las reservas se incrementaron en proporciones muy significativas. Estados Unidos es el caso más paradigmático de este comportamiento, al haber multiplicado por 84 el nivel de reservas (medidas como porcentaje del PIB). Sin embargo, una evolución similar se dio en la Unión Europea (aumento de 1,5 veces), Inglaterra (7,9) y Japón (1,7). La gran diferencia que separa a Estados Unidos del resto de los casos presentados puede explicarse por la remuneración a estos depósitos que dispuso la Fed y por haber comenzado el período con el nivel de reservas en relación al PIB más bajo (0,06% contra más del 1,2% en el resto de los bancos centrales; IMF, 2009b, Capítulo 3).

Recuadro realizado por:
Zack, Guido

La política de los bancos centrales permitió restablecer el crédito en el mercado Interbancario (Gráfico 6) y reducir el costo del crédito en los distintos mercados en un período de tiempo relativamente breve dado la magnitud del shock inicial. Claro está que las reducciones de la tasa

interbancaria y de los documentos comerciales financieros están sesgadas como consecuencia de la aparición a partir del último trimestre de 2008 de garantías públicas en ambos mercados. Una mejor idea del verdadero riesgo del mercado se obtiene al observar el Cuadro 1,

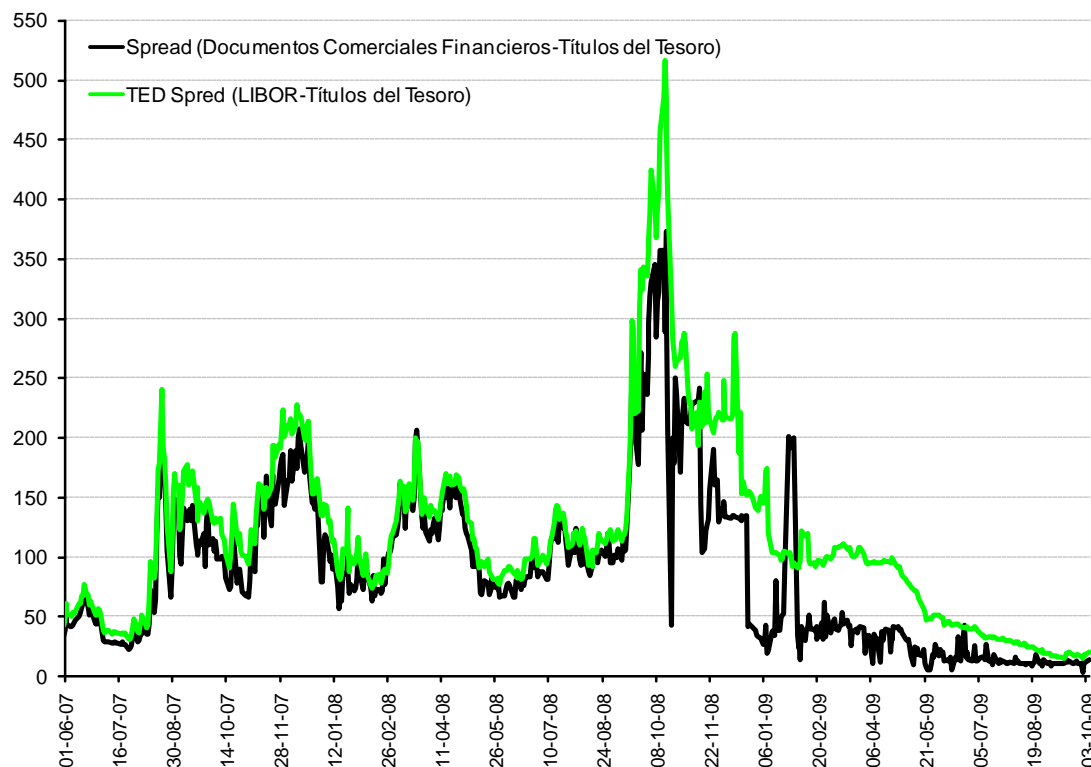
donde se puede observar con mayor rigurosidad que los mercados están lejos de haber vuelto a evaluaciones

de riesgo -tasas de interés- similares a las existentes previo a la crisis.

GRÁFICO 6

Spread entre las tasas del mercado interbancario y los bonos del tesoro

En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal

Si bien se ha evitado el colapso generalizado del crédito, como se temía en los meses que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers, la situación del sector financiero está lejos de estar normalizada. Persisten, no con la intensidad del último trimestre del 2008 y el primer trimestre de este año, los problemas

de liquidez y solvencia en las entidades financieras y elevadas tasas de interés en los préstamos a personas y empresas. Sobre ambos temas se vuelve en la sección 5, cuando se discutan los riesgos que se avizoran para un restablecimiento del crecimiento.

CUADRO 1
Diferencial en el mercado de crédito
 En puntos porcentuales

	31/08/2009	28/02/2009	Pre-Lehman 12/09/2008	Pre-Crisis 30/06/2007
Préstamos hipotecarios ABS				
Reino Unido	190	315	215	10
Estados Unidos	1.328	1.195	875	26
Préstamos Comerciales ABS				
Europa	975	850	330	20
Estados Unidos	650	1.100	290	30
Préstamos al consumidor ABS				
Reino Unido	465	650	255	12
Estados Unidos	55-90	250-350	130-200	0-10
Bonos líquidos corporativos				
Europa alta calidad	205	422	209	51
Financieros	262	526	242	50
No financieros	142	301	159	52
EE.UU. Alta calidad	253	548	344	100
Financieros	352	753	432	93
No financieros	203	442	282	106
Europa alto rendimiento	1.116	2.103	900	226
EE.UU. alto rendimiento	912	1.738	854	298

Fuente: IMF (2009b), capítulo 1

b. La política fiscal

Al comienzo de la crisis y ante las intenciones y anuncios de las autoridades económicas de implementar medidas fiscales contracíclicas, se generó una discusión sobre la efectividad de dichas políticas. Hubo dos elementos

que caracterizaron esas discusiones: a) las políticas fiscales discrecionales no habrían sido durante un largo periodo de tiempo demasiado efectivas como políticas contracíclicas, debido a distintos factores, tales como las demoras en implementarse, el impacto sobre las tasas de interés y la consecuente "expulsión" del sector privado, y la existencia de un bajo multiplicador, ya sea porque el

consumo es función del ingreso permanente y no del ingreso corriente o por la existencia de la equivalencia ricardiana²³; y b) en consecuencia los estabilizadores fiscales automáticos junto con la política monetaria han sido los instrumentos contracíclicos más eficaces.

Más allá de que puedan discutirse algunas características del consenso previo, lo más relevante es en qué medida esos análisis siguen siendo válidos en el contexto de una crisis donde la política monetaria pierde parte de su efectividad a muy bajas tasas de interés, en el extremo a tasas cercanas a cero, y donde la caída de la demanda, por aumento de la tasa de ahorro y el aumento del desempleo, alcanza magnitudes poco comunes. En principio pareciera que en la medida en que los análisis previos no incluyen una crisis de la magnitud de la presente, tanto el cuerpo analítico como las estimaciones econométricas tendrían escaso valor. Desde el punto de vista analítico, en un contexto de gran incertidumbre respecto del futuro, incluyendo el empleo, es difícil que disminuciones adicionales –si fuera posible– de las tasas de interés, fueran capaces de aumentar el gasto privado. Es por ello que pareciera que la única manera de estimular la demanda en estas circunstancias es a través de una expansión del déficit fiscal. Por otra parte, la efectividad de las políticas monetaria y fiscal en situaciones diversas fue central al análisis de Keynes sobre la economía inglesa en la década de los treinta y lo que sostenía en la Teoría General

respecto al menor valor del multiplicador cuando más se acercaba la economía a una situación de pleno empleo (Keynes, 1936, pag 127).

Por otra parte, si bien las estimaciones del multiplicador keynesiano del déficit fiscal muestran valores relativamente bajos durante las últimas décadas, cabe preguntarse cuál es su relevancia cuando las estimaciones han sido hechas en situaciones que están lejos de ser caracterizadas como depresiones o, para decirlo en la lógica de los modelos económicos, las estimaciones han sido hechas para situaciones cercanas al equilibrio, o al menos para momentos muy diferentes al desequilibrio en el que se encontraba la economía mundial a fines de 2008 y comienzos de 2009 (Spilimbergo *et al* 2008 y Fanelli, 2009)²⁴. Es por ello que, dado la magnitud del *shock* la necesidad de estímulos fiscales parece menos discutible.

En ese contexto, la discusión parece haberse trasladado a las características de ese estímulo fiscal: ¿reducción de impuestos o aumento del gasto? ¿variaciones permanentes o transitorias? ¿aumento del gasto en infraestructura o en transferencias?

En nuestra opinión, en la medida en que haya canales existentes de transferencias (por ej. el seguro de desempleo) lo más eficiente para aumentar la demanda sería utilizar esos canales: por mayor rapidez en efectuar el estímulo y por mayor propensión a consumir, por problemas

de liquidez, de quienes reciben las transferencias.

Las transferencias tienen la gran ventaja sobre los impuestos que pueden focalizarse en quienes más sufren la crisis (por ej. los desempleados), lo que es mejor desde la óptica de la equidad y del multiplicador keynesiano. (IMF, 2009a y Machinea, 2009a).

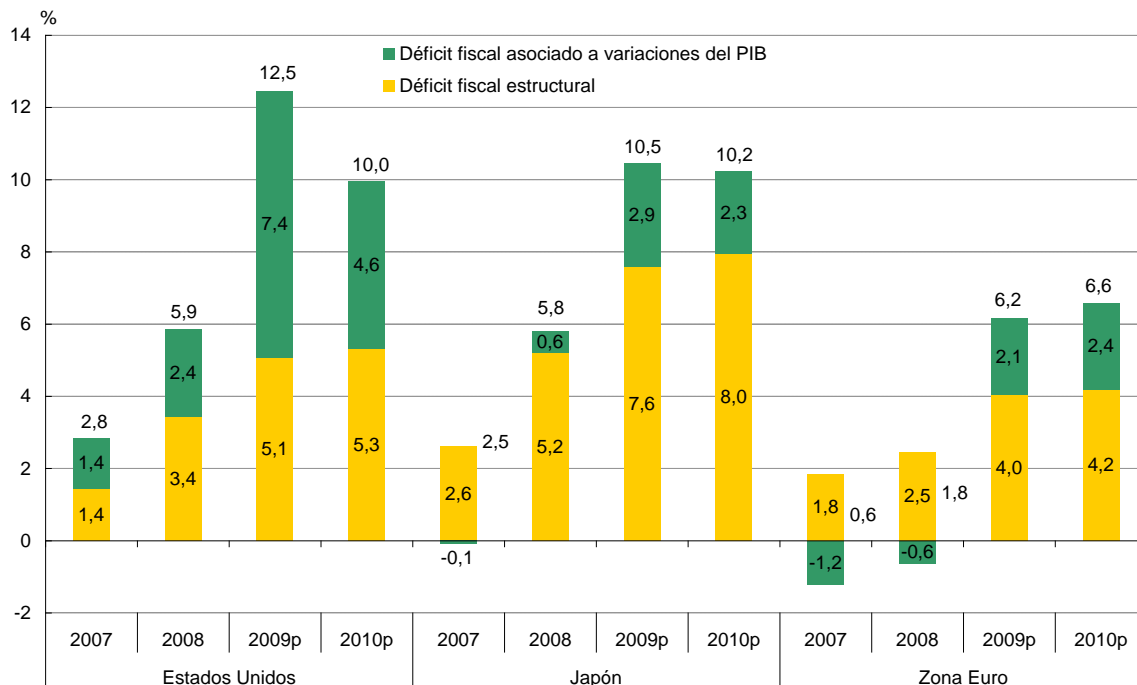
De cualquier manera no puede negarse que la inversión en infraestructura, más allá de los aspectos positivos sobre el crecimiento, genera un multiplicador inicial mayor que las transferencias y tendría un mayor impacto sobre la competitividad²⁵.

El gráfico 7 muestra la evolución del déficit fiscal de los países desarrollados a partir de 2007, incluyendo las proyecciones para 2009 y 2010. El déficit fiscal está dividido en dos componentes: el desequilibrio estructural y el asociado a las variaciones del producto. Como allí puede verse, gran parte del desequilibrio fiscal proyectado para 2009/10 es explicado por los estabilizadores automáticos.

El estímulo fiscal, aun cuando se excluye el generado por la ayuda a entidades financieras, ha sido mayor en Japón y Estados Unidos que en Europa. Asimismo la mayoría del estímulo fiscal durante el primer semestre de 2009 parece haber sido consecuencia de transferencias y reducción de impuestos, pero se espera para el segundo semestre y el 2010 un mayor peso de la obra pública que, salvo la estadual y en especial la municipal que ha aumentado en Estados Unidos y algunos países de Europa (por ej. España), ha demorado, como suele pasar, más tiempo en comenzar a ejecutarse. La excepción parece haber sido China que, en parte como consecuencia de su régimen político, pudo comenzar varias obras públicas en un breve período de tiempo.

En este sentido, cabe mencionar que Corea, China y Japón implementaron una política fiscal mucho más expansiva que la se dio en los países en desarrollo y en el mundo desarrollado, en algún caso aún más que en Estados Unidos (IMF, 2009a, capítulo 2).

GRÁFICO 7
Déficit fiscal de Estados Unidos, Japón y la Zona Euro
 En porcentaje del PIB



p: proyecciones

Fuente: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database, October 2009*

Habrá que esperar las evaluaciones de estas políticas para estimar su verdadero impacto, aunque con el aumento de la tasa de ahorro privado y la fuerte restricción del crédito al sector privado de los últimos meses (Gráfico 8), resulta difícil imaginar qué otro factor, además del estímulo fiscal, puede haber generado el aumento de la demanda que compensó, al menos parcialmente, el menor consumo e inversión del sector privado y puso un piso a la caída del nivel de actividad.

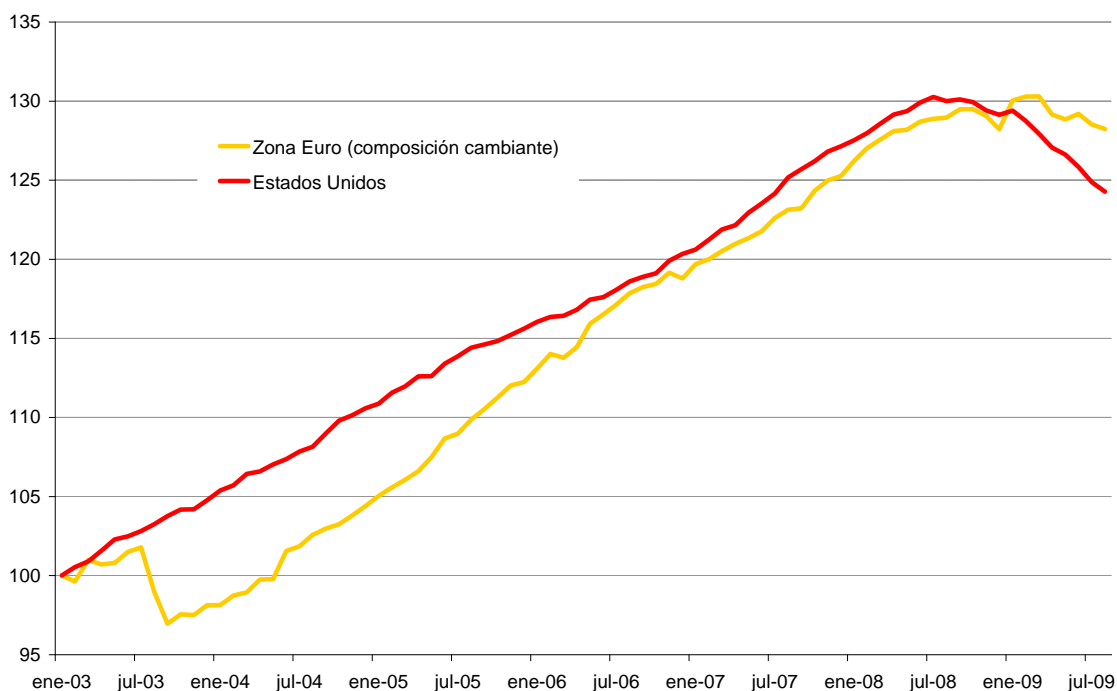
Obviamente el estímulo fiscal tiene un costo: el aumento de la deuda pública que en tres años habrá de incrementarse en el entorno de veinte a cuarenta puntos del producto para la mayoría de los países desarrollados, y diez a veinte puntos mas en los cuatro años subsiguientes (Cuadro 2). La carga de este endeudamiento sobre las futuras generaciones no es menor.

Sin embargo, como siempre pasa en economía, la mirada correcta para evaluar la medida es cuáles hubiesen sido los costos de no haberse

implementado esta política fiscal. Dos comentarios en relación a este tema. Si la alternativa a una expansión del déficit fiscal era una depresión, como se solía prever a comienzos de 2009, es probable que el costo para las futuras generaciones hubiese sido mayor, tanto por la pérdida de un mayor número de empleos como por un aumento del déficit fiscal estructural ante una mayor disminución del producto²⁶.

Más aún, diversos estudios muestran que la caída del producto en las grandes recesiones usualmente no se recupera, por lo que hay una pérdida permanente de bienestar²⁷. (IMF 2009a, capítulo 3). Por lo tanto, no hay otra alternativa razonable que mantener el estímulo fiscal hasta que haya señales claras de reactivación de la demanda privada.

GRÁFICO 8
Crédito a las familias
Índice Enero de 2003 = 100



Fuente: Reserva Federal y Banco Central Europeo

El segundo comentario es que el nivel previsto de deuda pública hace difícil imaginar la posibilidad de estímulos

fiscales adicionales o por tiempos muy prolongados sin generar una excesiva presión sobre las tasas de interés real

y grandes incrementos de la presión tributaria en los próximos años (Cuadro 2). Eso significa que la recuperación tiene riesgos considerables, ya que requiere un

aumento de la demanda privada en un breve período de tiempo, de manera de evitar un crecimiento mayor de la deuda pública.

CUADRO 2
Deuda Pública Bruta
En porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2014
Estados Unidos	61,9	70,4	84,8	93,6	108,2
Zona Euro	65,7	69,2	80,0	86,3	95,6
Reino Unido	44,1	52,0	68,7	81,7	98,3
Japón	187,7	196,6	218,6	227,0	245,6

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009

Hubo un breve período a fines de la segunda guerra mundial en la que el peso de la deuda del sector público de Estados Unidos fue superior a los niveles actuales y los previstos para los próximos años (Gráfico 9). En efecto, en la crisis de 1929 hubo un endeudamiento acelerado, ya que al inicio las obligaciones de Estados Unidos representaban sólo el 16% de su PIB. Este valor se incrementó hasta algo más de 40% antes del comienzo de la Segunda Guerra Mundial y alcanzó su máximo en 1946 al superar el 120%. Hay, sin embargo, dos diferencias con la situación actual: a) la recuperación económica después de la guerra fue muy superior a la que se espera en

nuestros días; b) el sector privado tuvo 6 años para desendeudarse durante el conflicto, lo que le permitió ser el factor más dinámico en la recuperación, mientras que en la actualidad su nivel de endeudamiento es muy elevado (Gráfico 9) y no tiene más de dos años para incrementar la demanda en forma considerable²⁸. Como resultado del crecimiento económico asociado al gran aumento de la demanda privada, ya en 1948 la deuda pública se había reducido más de 25 puntos porcentuales y continuó el camino descendente hasta la primera crisis del petróleo, cuando equivalía a un valor apenas mayor al 30% del PIB²⁹.

