



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](mailto:iaes@iaes.es). WEB: [www.iaes.es](http://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](mailto:ielat@uah.es). WEB: [www.ielat.es](http://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](mailto: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

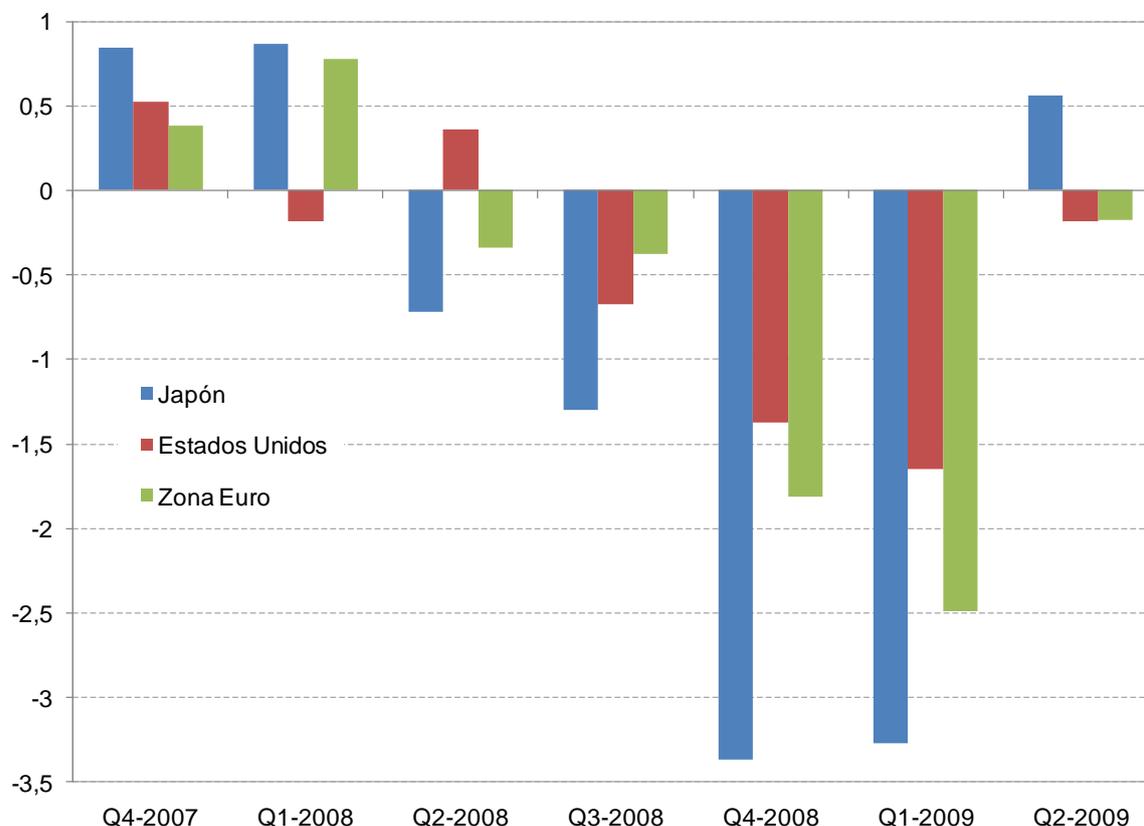
Ha transcurrido un año desde que la crisis financiera global con epicentro en Estados Unidos parecía convertirse en un pandemio difícil de controlar. Si bien la crisis había comenzado alrededor de un año antes, no hay duda que la quiebra de Lehman Brothers actuó como el disparador que la potenció hasta 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 empresas<sup>1</sup>. 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

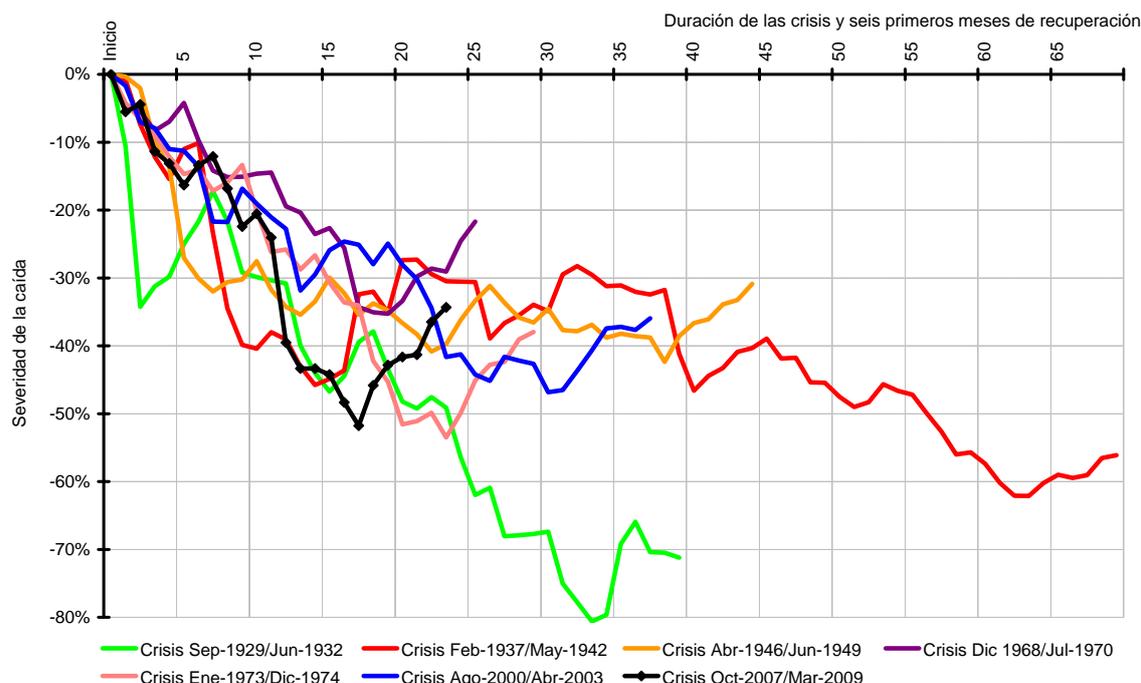
Sin embargo, no es evidente que esa recuperación sea fácilmente sostenible en el tiempo. En parte ello se debe a que la estabilización o leve aumento de la demanda es básicamente consecuencia de las medidas, inéditas en cuanto a su monto, de estímulo monetario y fiscal que la mayoría de los países aplicaron 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 artículo<sup>2</sup>. 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 vendido<sup>3</sup>; 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 I<sup>4</sup>.

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 información<sup>5</sup>.

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 quiebra<sup>6</sup>.

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 2004<sup>7</sup>, 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

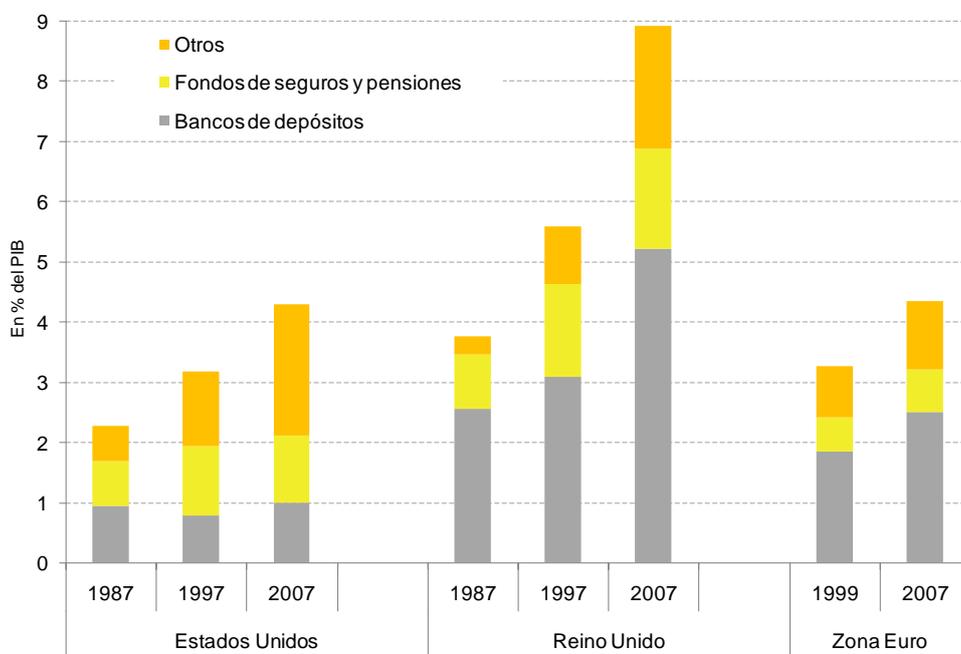
Minsky (1986): "Un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo y Ponzi"<sup>8</sup>. De esa manera, Minsky nos explicaba en los ochenta la operatoria subprime de nuestros días.

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)<sup>9</sup>. 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)<sup>10</sup>.

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**

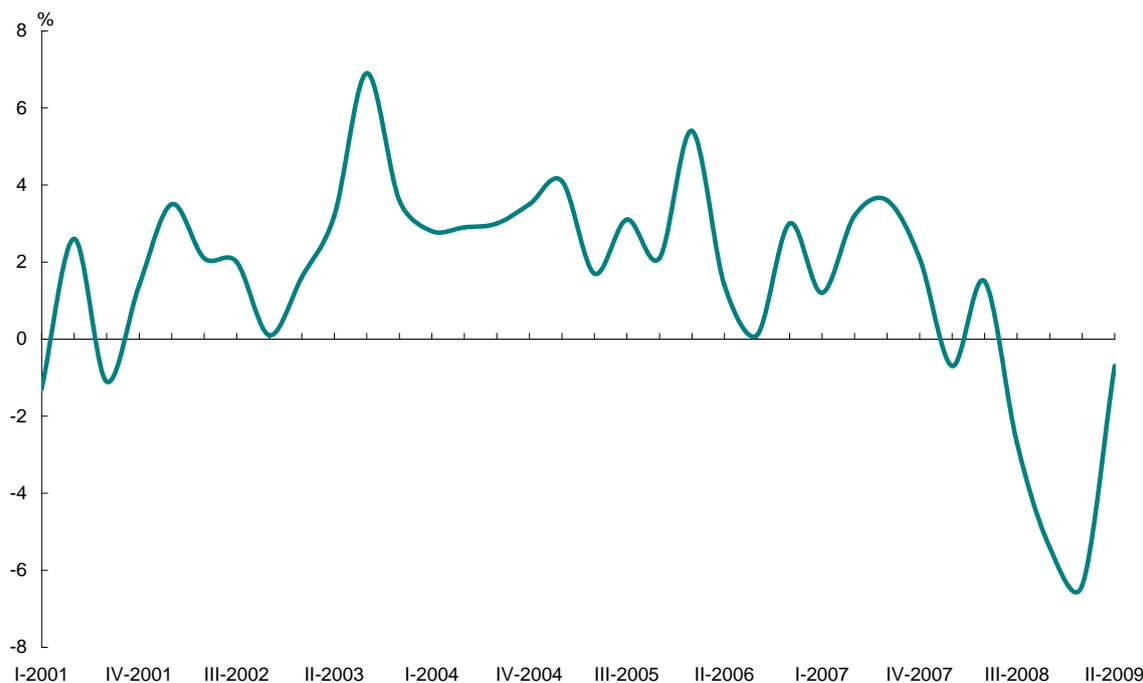
#### **a. Bajas tasas de interés y los desequilibrios globales**

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)<sup>11</sup>.

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

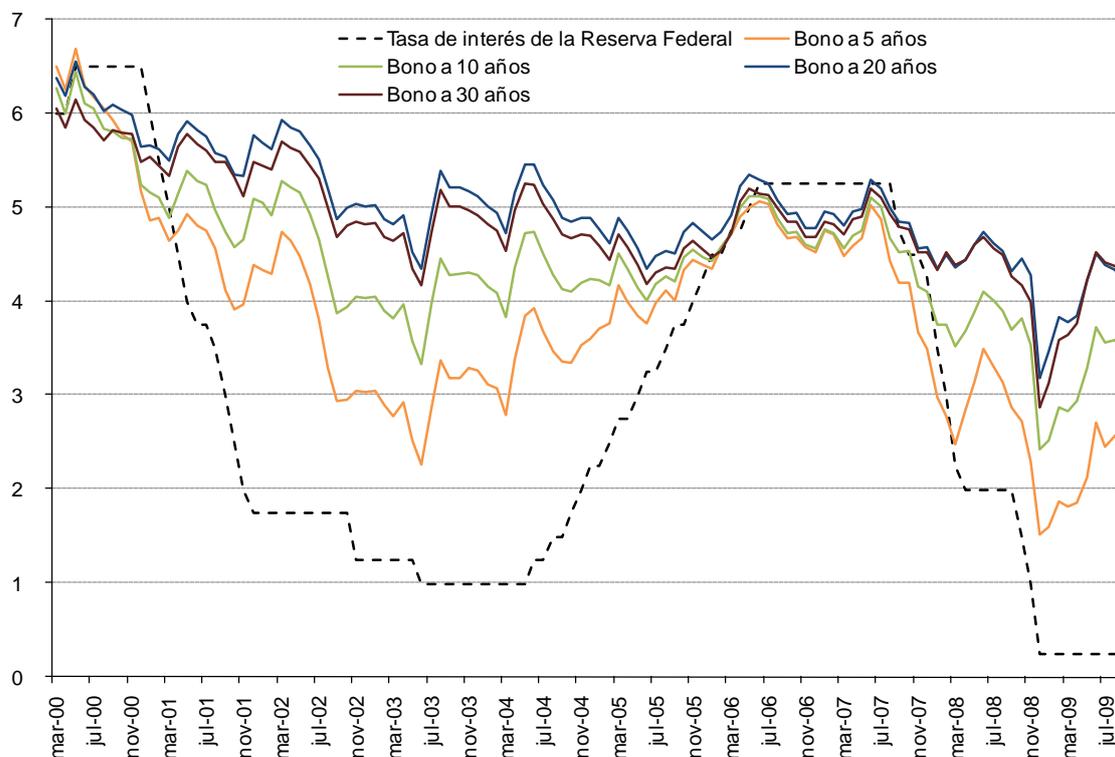
últimos 10 años el país que generó más del 60% del déficit en cuenta corriente de los países “deficitarios”. Un excesivo crecimiento de la deuda externa de Estados Unidos puede provocar una creciente desconfianza en el dólar y llevar a reducir el financiamiento externo. Si este cambio se produjera de 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 globales<sup>12</sup>.

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 Unidos<sup>13</sup>. 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<sup>14 15</sup>.

### 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 riesgo<sup>16</sup>. 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 riesgos<sup>17</sup>.

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 alternativa<sup>18</sup>.

### 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 artículos<sup>19</sup>. 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 financieras<sup>20</sup>.

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**

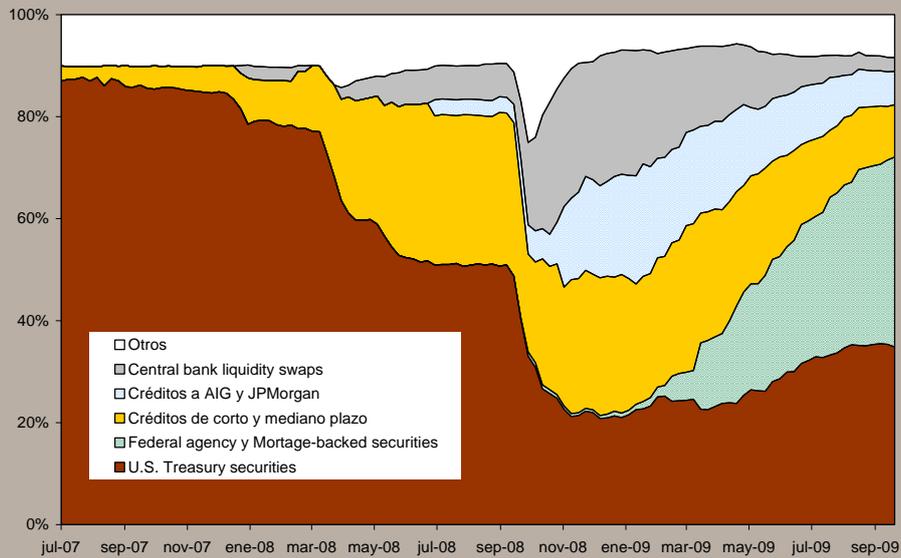
En la presente crisis, las primeras señales de la necesidad de liquidez de los bancos se observaron hacia septiembre de 2007, cuando los créditos a corto y mediano plazo de la Reserva Federal comenzaron a aumentar a una tasa interanual muy elevada. No obstante, su balance no creció en forma acelerada, 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 activos<sup>21</sup>. 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.

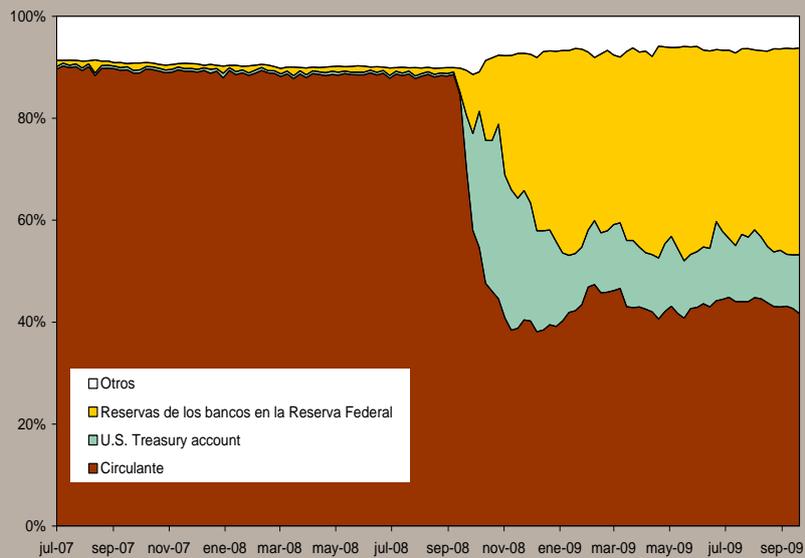
La manera de absorber la expansión monetaria fue a través de dos mecanismos: la venta de títulos del tesoro, cuyos recursos fueron depositados en la Reserva Federal, y el aumento de las reservas de las entidades financieras, motivado inicialmente por la incertidumbre de estas entidades respecto a la 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 abruptamente<sup>22</sup>. 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,

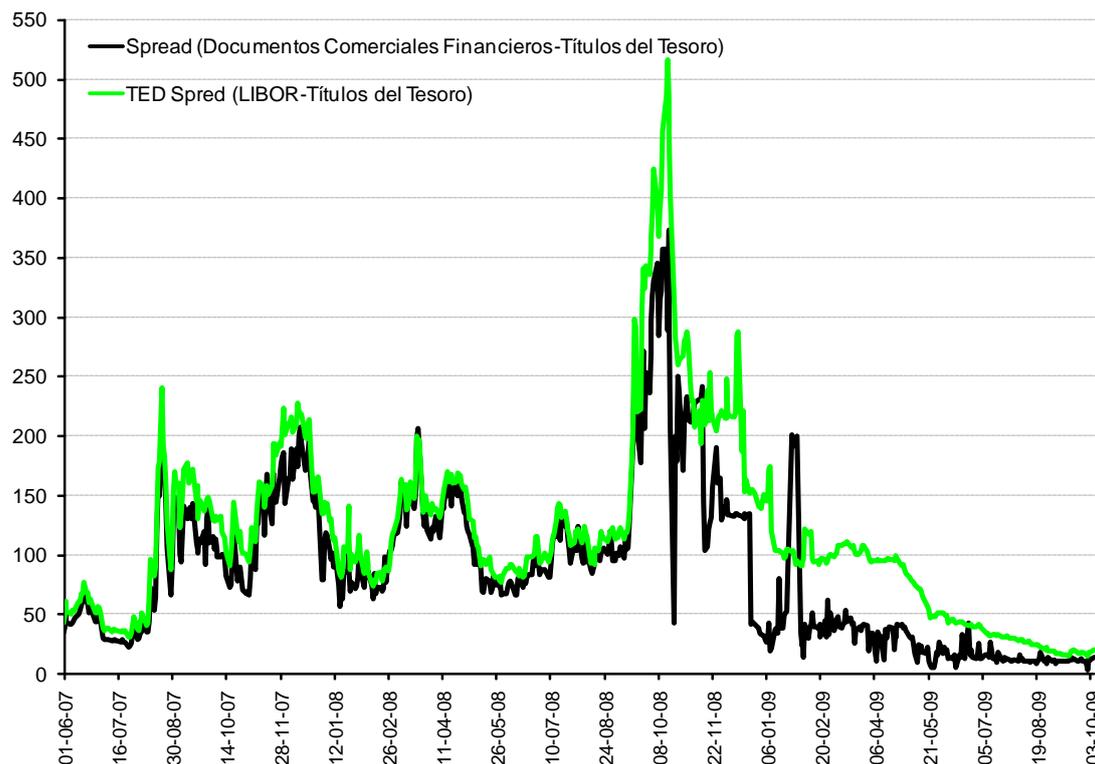
donde se puede observar con mayor rigurosidad que los mercados están lejos de haber vuelto a evaluaciones

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
<b>Préstamos hipotecarios ABS</b>				
Reino Unido	190	315	215	10
Estados Unidos	1.328	1.195	875	26
<b>Préstamos Comerciales ABS</b>				
Europa	975	850	330	20
Estados Unidos	650	1.100	290	30
<b>Préstamos al consumidor ABS</b>				
Reino Unido	465	650	255	12
Estados Unidos	55-90	250-350	130-200	0-10
<b>Bonos líquidos corporativos</b>				
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 ricardiana<sup>23</sup>; 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)<sup>24</sup>. 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).

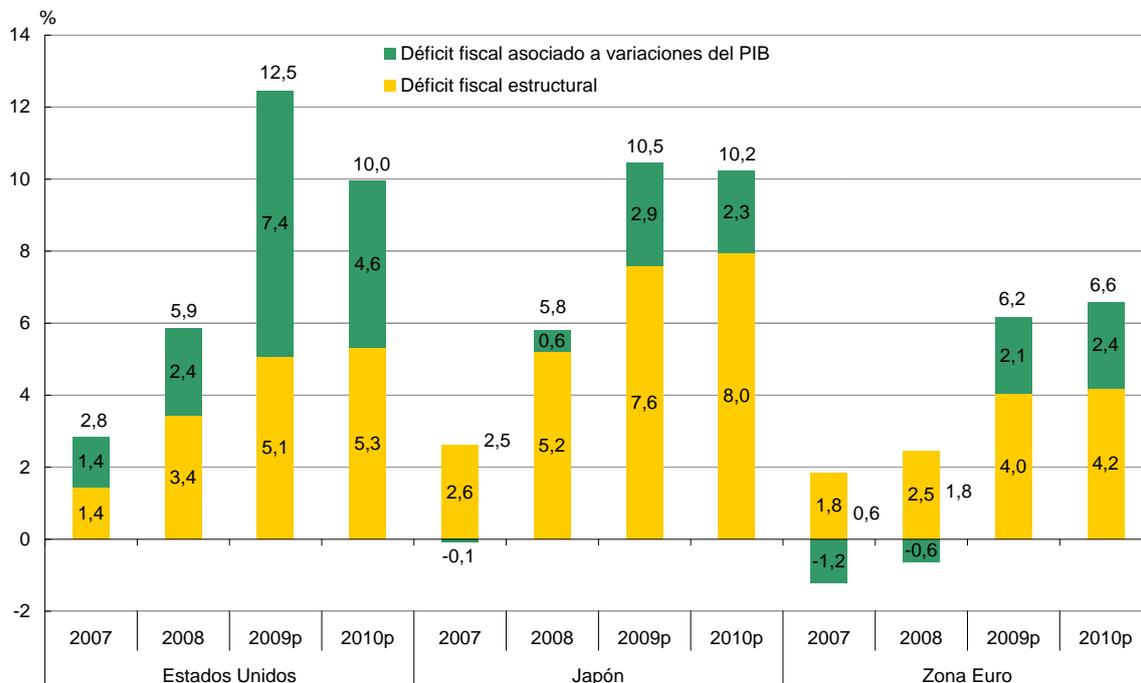
De cualquier manera no puede negarse que la inversión en infraestructura, más allá de los aspectos positivos sobre el crecimiento, genera un multiplicador inicial mayor que las transferencias y tendría un mayor impacto sobre la competitividad<sup>25</sup>.

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.

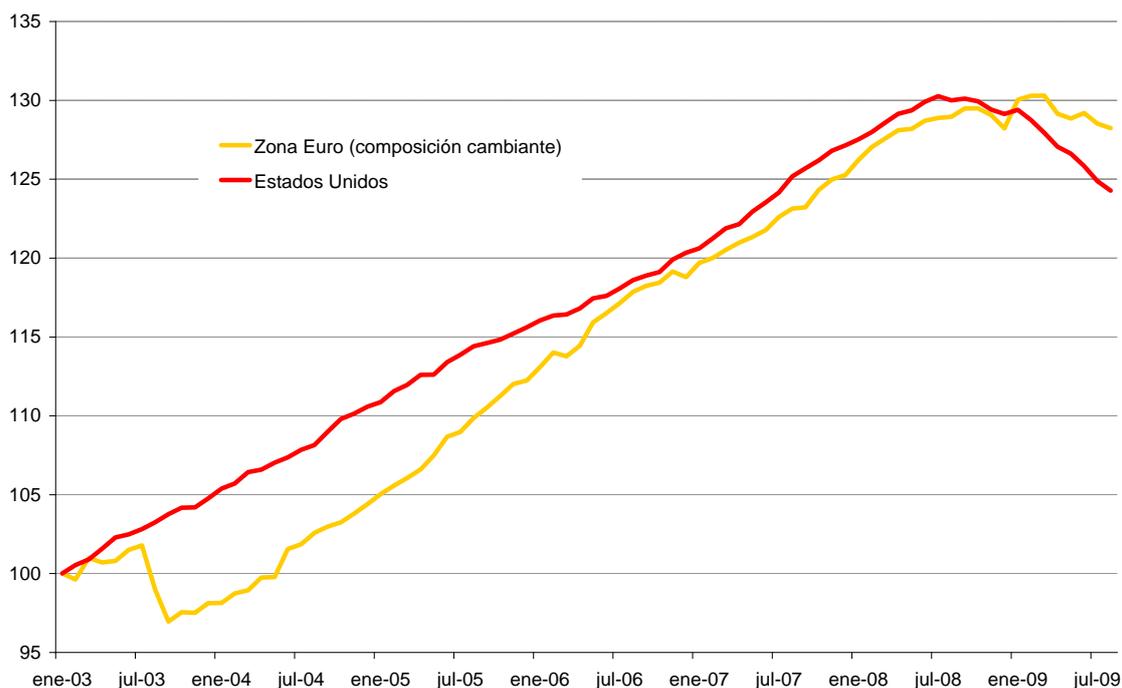
Obviamente el estímulo fiscal tiene un costo: el aumento de la deuda pública que en tres años habrá de incrementarse en el entorno de veinte a cuarenta puntos del producto para la mayoría de los países desarrollados, y diez a veinte puntos mas en los cuatro años subsiguientes (Cuadro 2). La carga de 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 producto<sup>26</sup>.

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 bienestar<sup>27</sup>. (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

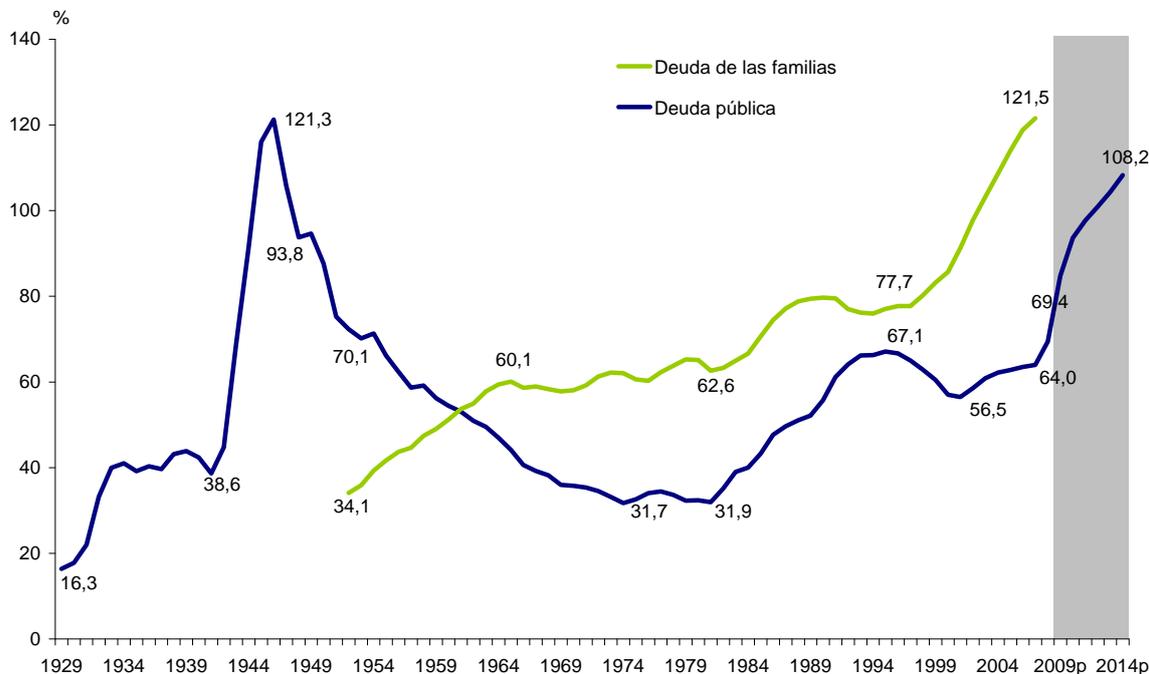
	2007	2008	2009	2010	2014
Estados Unidos	61,9	70,4	84,8	93,6	108,2
Zona Euro	65,7	69,2	80,0	86,3	95,6
Reino Unido	44,1	52,0	68,7	81,7	98,3
Japón	187,7	196,6	218,6	227,0	245,6

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 considerable<sup>28</sup>. 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 PIB<sup>29</sup>.

**GRÁFICO 9**  
**Deuda pública y privada de Estados Unidos**  
 En porcentaje del PIB



p: proyecciones

Fuente: Elaboración propia en base a datos de *Bureau of Economic Analysis, Bureau of the Public Debt, US Census Bureau* y *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009*

Sin duda la situación de la deuda es preocupante, en especial porque es difícil que la economía de Estados Unidos alcance tasas de crecimiento como las de los 15 años previos a la crisis. Sin embargo, no hay, desde el punto de vista de la política económica demasiadas alternativas: el reducir el déficit antes de que la economía muestre claras señales de una recuperación sostenida sería no solo inapropiado para la marcha de la economía mundial sino que, además, es probable que genere un aumento mayor de la deuda en relación al producto, resultado del menor crecimiento de la economía.

## 5 – LOS RIESGOS VINCULADOS A LA RECUPERACIÓN DEL CRECIMIENTO

Es previsible que el mundo crezca a un ritmo menor que en el pasado reciente, pero probablemente con menos sobresaltos. Las razones de este menor crecimiento deben buscarse en cuatro factores: a) menor expansión del crédito, b) tasas reales de interés más elevadas como consecuencia del aumento de la deuda pública en un contexto de elevada deuda privada, c) menor crecimiento de la inversión por la incertidumbre asociada con la ruptura

de la "normalidad" en el ámbito macroeconómico y d) importancia creciente tanto de las consecuencias del cambio climático como del deterioro del medio ambiente en general. Decimos "con menos sobresaltos" porque ello debiera ser el resultado de un sistema financiero más controlado y, por lo tanto, con menos "exhuberancia irracional".

Claro que este escenario de mediano plazo supone que la economía mundial consolida el proceso de recuperación de los últimos meses. Sin embargo no puede desconocerse que esa recuperación enfrenta riesgos importantes que a continuación pasamos revista:

1 - Si bien hay bastante conciencia de que retirar los estímulos fiscales y monetarios antes de tiempo puede complicar seriamente la recuperación de la actividad económica, en economías abiertas como las actuales, hay un incentivo para los free riders, ya que es posible beneficiarse del mayor déficit fiscal de los otros países sin incurrir en los costos asociados a la deuda pública<sup>30</sup>. El riesgo es que, acuciados por el aumento de la deuda, algunos países decidan disminuir el déficit fiscal antes de tener asegurado la salida de la crisis bajo el supuesto que otros no lo harán, lo que incrementa la necesidad de la coordinación de las políticas en esta fase, tanto en el ámbito fiscal como el monetario<sup>31</sup>. Vale la pena recordar que durante 1936-37 el aumento de los requerimientos de reserva y la reducción del déficit fiscal en Estados Unidos terminó con la

incipiente reactivación de ese entonces.

2 - Hay preocupación sobre el impacto en la inflación de las políticas expansivas del último año si las autoridades económicas no son capaces de revertirlas. Creemos que esos temores son injustificados en la medida en que las autoridades sean conscientes de ese problema, algo que ha quedado evidente a través de las declaraciones de los ministros de finanzas y los presidentes de los bancos centrales de los países desarrollados. No debería haber problema, porque en principio es relativamente fácil revertir la expansión fiscal, excepto en aquellos casos donde se hayan tomado medidas de expansión del gasto que pueden entenderse como más estructurales (por ej. subsidio al desempleo generalizado) o donde se hayan reducido impuestos, ya que aumentarlos siempre genera una fuerte resistencia política. Lo mismo cabe decir respecto de la capacidad de control monetario, a través de políticas destinadas a reducir la base monetaria, tales como dejar de remunerar las reservas de los bancos, la venta de los papeles privados que pasaron a engrosar el activo de los bancos centrales durante la crisis, y la colocación de títulos de los bancos centrales o del tesoro de los distintos países mediante operaciones de mercado abierto.

3 - De cualquier manera, y en relación al punto precedente, el mayor riesgo es que haya un fuerte cambio de expectativas que produzca una

reducción de la demanda de dólares y que genere una brusca devaluación de la moneda de Estados Unidos, lo que alimentaría ciclo negativo. Parece muy difícil que se llegue a esta situación, pero sería conveniente que Estados Unidos muestre con claridad porque el aumento de la deuda es manejable y por ende no debiera generar mayor incertidumbre.

4 - Las entidades financieras tendrían pérdidas en su balance, por préstamos y títulos, de aproximadamente 2,8 billones, de las cuáles hasta ahora habrían reconocido 1,3 billones (IMF, 2009b, capítulo 1). A ello se le agrega que el crecimiento en 2010 será relativamente bajo como consecuencia de una baja inversión (capacidad ociosa) y una lenta recuperación del consumo privado (alto nivel de endeudamiento e incertidumbre). En ese contexto es de suponer que el empleo no aumentará y el salario real no crecerá. El elevado desempleo y la posible quiebra de pequeñas y medianas empresas producirán más problemas en las carteras de los bancos. En ese contexto no será fácil obtener el capital necesario para hacer frente a las pérdidas y a los nuevos requerimientos de capital. Al respecto deben establecerse una aproximación gradual a objetivos previa y claramente establecidos. En ese proceso es indispensable que haya limitaciones a la distribución de utilidades y a los sueldos de los directivos.

5 - Más allá de los problemas de solvencia, las entidades deberán

enfrentar desafíos asociados a los fuertes vencimientos de deuda en los mercados de capitales, cuyos plazos promedios se han acortado como consecuencia de la crisis. En ese contexto no pareciera que fuera prudente que los gobiernos retiren inmediatamente las garantías que emitieron durante los últimos meses. Se podría pensar, entonces, en una reducción gradual con incremento del costo.

6 - En el mediano plazo, lograr tasas de crecimiento sostenido dependerá de la reactivación de la demanda privada. Esta reactivación no es evidente, considerando que es de prever un relativamente bajo crecimiento del crédito por un largo período de tiempo, elevadas tasas de interés reales y menor inversión privada asociada a una mayor incertidumbre.

Esta mayor incertidumbre es el resultado de que se perdió la confianza en la "gran moderación" que parecía haberse impuesto como la visión dominante en el período previo a la crisis (J.M. Fanelli, 2009)<sup>32</sup>.

7 - La sostenibilidad del crecimiento dependerá de que se reduzcan los desequilibrios globales. Por lo tanto, al menos parte del aumento de la demanda no debiera de venir del sector privado de los países deficitarios (Estados Unidos) porque ello tendería a perpetuar los desequilibrios globales. En otras palabras, si bien se necesita de un aumento de la demanda del sector privado en Estados Unidos, el mismo

tiene que ser complementado con el incremento de la demanda desde los países superavitarios, del sector privado en Alemania y Japón (dado el monto de la deuda pública) y del sector privado o público en otros países, pero en particular en China. Asimismo, el ajuste de estos desequilibrios implica reacomodamientos del tipo de cambio de los países superavitarios (cuya contrapartida sería el tipo de cambio de los deficitarios). En ese proceso es natural que el dólar se deprecie, en especial respecto del yen, el yuan y las monedas de los países de Medio Oriente. En la medida en que el yuan no se aprecie respecto del dólar, reducir el desequilibrio requerirá una mayor apreciación de las monedas de los países en desarrollo y de los desarrollados, incluyendo el euro<sup>33</sup>.

8 - Para reducir los desequilibrios globales hay dos medidas que son importantes. En primer lugar, la existencia de un prestamista global de última instancia que reduzca el sesgo al autoaseguramiento en caso de crisis. Ese prestamista no puede ser otro que el FMI y los anuncios del G20 en ese sentido, junto con el compromiso de varios países de capitalizarlo, son bienvenidos. En segundo lugar, ir gradualmente reemplazando el dólar como moneda de pago y de reserva por una moneda internacional como los Derechos Especiales de Giro, lo que hará a la economía internacional menos dependiente de Estados Unidos y dificultará a este país incurrir en déficit excesivos en su cuenta corriente.

9 - La recuperación de un cierto nivel de crecimiento en un plazo relativamente breve, en especial a la luz de los pronósticos de menos de un año atrás, tiene claros beneficios. Sin embargo, junto con esos beneficios se reduce la presión para realizar ciertas reformas estructurales, en particular en el sector financiero (Machinea 2009b). El no lograr avances en esas reformas puede llevar a una nueva crisis en un tiempo no demasiado largo. Las entidades financieras que han sobrevivido gracias a la intervención del sector público parecen ahora poco dispuestas a aceptar un fuerte cambio en las reglas del juego.

Esa actitud no es un tema de escasa relevancia considerando su influencia, en especial en Estados Unidos, sobre el diseño no sólo de la política financiera sino también de la política económica en términos generales. La urgencia de las reformas tiene que ver, entonces, no sólo con las necesidades económicas, sino también con los tiempos políticos.

## 6 – REFLEXIONES FINALES

Hemos analizado los orígenes de la crisis, el proceso de recuperación de la mano de las políticas fiscales y monetarias, y los riesgos de corto y mediano plazo de que esa recuperación se transforme en un crecimiento sostenido. En relación con el primer punto, pareciera que los orígenes deben buscarse en distintos factores, pero entre ellos el más relevante es la visión que

otorgaba un papel central a la autorregulación del mercado financiero, un enfoque que ha terminado en innumerables crisis financieras a lo largo de la historia.

El proceso de excesivo apalancamiento se vio favorecido por las bajas tasas de interés, mezcla de grandes desequilibrios globales y de una política monetaria excesivamente laxa en Estados Unidos, pero difícilmente hubiese habido crisis sin la endémica inestabilidad del sistema financiero, inestabilidad que se vio potenciada por los incentivos a los directores basados en las ganancias de corto plazo.

Por lo tanto, cualquier reforma debe partir de la necesidad de caracterizar al sistema financiero como procíclico y altamente inestable, pero, al mismo tiempo, debe evitar que regulaciones excesivas e ineficientes terminen en sistemas incapaces de financiar a los sectores productivos.

Más allá de varios errores iniciales y de la falta de coordinación no sólo en el ámbito global sino también dentro de la Unión Europea, una característica notable de la reacción de las autoridades económicas es su pragmatismo: en poco tiempo desaparecieron como elementos determinantes de la política monetaria y fiscal los factores cruciales en las dos décadas previas: el objetivo de inflación y la sostenibilidad de la deuda. La heterodoxa política monetaria y financiera de varios bancos centrales, pero muy especialmente de la Reserva Federal

de Estados Unidos, evitó la total desaparición del crédito y por ende el colapso económico. Pero, al mismo tiempo, como se percibió que esa política monetaria y financiera era incapaz de incrementar la demanda en un ambiente de total incertidumbre, se recurrió a la política fiscal, no solo vía los estabilizadores automáticos sino también las medidas discrecionales. Esta decisión dejó de lado el consenso de los años previos que ponía el énfasis en limitar los instrumentos fiscales a los estabilizadores automáticos.

Esa política fue el elemento central de la recuperación del nivel de actividad económica a partir del segundo trimestre de 2009.

Desde ya esa gran expansión fiscal resultó en un considerable aumento de la deuda pública que tenderá a generar mayores tasas de interés en términos reales. Sin embargo, la inacción de la política fiscal también hubiese generado un aumento de la deuda vía el menor nivel de actividad económica; es decir hubiésemos tenido una deuda similar y más recesión y desempleo.

La recuperación de los últimos meses dista, más allá de la euforia de los mercados, de estar garantizada. El peso de la deuda privada en un contexto de mayor pesimismo que el de los últimos años será un problema para lograr el aumento de la demanda privada al momento de reducir el mayor dinamismo del sector público.

A ello debe agregársele las grandes demandas de capital por parte de la banca, ya que a las pérdidas no declaradas se debe agregar la necesidad de aumentar el capital en relación a los activos.

No es evidente que las entidades financieras sean capaces de restablecer la solvencia y la capacidad de crédito, elemento indispensable para cualquier crecimiento sostenido.

Por último, en un mundo interconectado, es imposible pensar en que se puede seguir funcionando sin una mayor coordinación global, tanto en las políticas fiscales y monetarias como con las regulaciones y supervisión financiera. La coordinación es crucial para disminuir la ocurrencia de nuevas crisis, pero en esta circunstancia depende también de esa coordinación la recuperación económica en el corto plazo y las reformas imprescindibles en el ámbito financiero nacional y global.

## ANEXO

### Recuadro 2

#### Cronología de los eventos claves

2007	
9 de Agosto	Los problemas en los mercados hipotecarios y de crédito se extienden al mercado interbancario cuando los emisores de títulos respaldados por activos encuentran dificultades para renovar los préstamos y grandes fondos de inversión congelaron los retiros de capital, apelando a una incapacidad para valorar sus inversiones.
Diciembre 12	Los bancos centrales de las cinco grandes zonas monetarias anuncian medidas coordinadas diseñadas para responder a las presiones en los mercados de financiación a corto plazo, incluyendo el establecimiento de líneas <i>swap</i> en dólares.
2008	
Marzo 16	JP Morgan Chase acuerda comprar Bear Stearns en una operación facilitada por las autoridades de Estados Unidos.
Junio 4	Tanto Moody's como Standard & Poor's reducen la calificación de las aseguradoras de crédito MBIA y Ambac, avivando los temores de la pérdida de valor de los activos asegurados por esas compañías.
Julio 13	Las autoridades de EE.UU. anuncian medidas para respaldar los planes de apoyo a dos organismos de financiación hipotecaria (Fannie Mae y Freddie Mac), incluyendo la compra de bonos de las agencias.
Julio 15	La Comisión del Mercado de Valores de EE.UU. (SEC) emite una orden de restricción sobre las "ventas en corto" sin la posesión del activo ( <i>naked short selling</i> ).
Septiembre 7	Fannie Mae y Freddie Mac son puestas bajo la tutela del gobierno.

Septiembre 15	La compañía Lehman Brothers se acoge al Capítulo 11 de la Ley de Bancarota (o concurso de acreedores).
Septiembre 16	Reserve Primary, un importante fondo de inversión de EE.UU. tuvo pérdidas que llevaron su capital por debajo del inicial (“ <i>breaks the back</i> ”), provocando fuertes retiros de fondos. El gobierno de EE.UU. interviene para apoyar a la compañía de seguros AIG (y varias veces se ve obligado a incrementar y reestructurar el paquete de rescate en los meses siguientes).
Septiembre 18	Medidas coordinadas de los bancos centrales para enfrentar la restricción de la financiación en dólares de EE.UU. proveen 160 mil millones de dólares en nuevas líneas de <i>swap</i> o ampliaciones. Las autoridades del Reino Unido prohíben la venta en corto de acciones financieras.
Septiembre 19	El departamento del Tesoro de EE.UU. anuncia una garantía temporal de los fondos de inversión. La SEC anuncia la prohibición de ventas en corto de acciones financieras. Hay rumores de una propuesta del Tesoro de EE.UU. para eliminar los activos problemáticos “tóxicos” de los balances de los bancos por 700 mil millones de dólares (Troubled Asset Relief Program, TARP).
Septiembre 25	Las autoridades toman el control del Washington Mutual, la institución de ahorro más grande de EE.UU., con alrededor de \$ 300 mil millones en activos.
Septiembre 29	El prestamista hipotecario del Reino Unido Bradford & Bingley es nacionalizado. La banca y compañía de seguros Fortis, recibe una inyección de capital de tres gobiernos europeos. El prestamista hipotecario comercial alemán, Hypo Real Estate, es asegurado con una línea de crédito facilitada por el gobierno alemán. El banco de Wachovia es absorbido. El programa TARP es rechazado por la Cámara de Representantes de EE.UU.
Septiembre 30	El grupo financiero Dexia recibe una inyección de capital por parte del gobierno. El gobierno irlandés anuncia garantías para todos los depósitos, las cédulas hipotecarias, la deuda prioritaria y la subordinada de seis bancos irlandeses. Otros gobiernos toman medidas similares en las semanas siguientes.
Octubre 3	El Congreso de EE.UU. aprueba el plan TARP revisado.

Octubre 8	Los principales bancos centrales llevan a cabo políticas coordinadas orientadas a recortar los tipos de interés. Las autoridades del Reino Unido anuncian un paquete de apoyo integral, incluidas inyecciones de capital a bancos radicados en el Reino Unido.
Octubre 13	Los principales bancos centrales anuncian conjuntamente la provisión de cantidades ilimitadas de fondos en dólares para aliviar las tensiones en el mercado de dinero. Los gobiernos de la zona euro se comprometen a poner en práctica un programa amplio de recapitalizaciones bancarias. Los informes señalan que el Tesoro de EE.UU. planea invertir 125 mil millones de dólares en participaciones en nueve de los principales bancos.
Octubre 28	Hungría recibe un paquete de apoyo de 25 mil millones de dólares del FMI y otras instituciones multilaterales destinados a limitar las crecientes salidas de capital y aliviar las presiones en el valor de su moneda.
Octubre 29	Para contrarrestar la prolongada contracción mundial en la demanda de dólares americanos, la Reserva Federal acuerda líneas de swap con las autoridades monetarias de Brasil, Corea, México y Singapur.
Noviembre 15	Los países del G-20 se comprometen a unir esfuerzos para fortalecer la cooperación, restaurar el crecimiento global y reformar el sistema financiero internacional.
Noviembre 25	La Reserva Federal de EE.UU. crea una línea de crédito de 200 mil millones de dólares para proteger titulizaciones respaldadas por préstamos a consumidores y pequeñas empresas. Además, asigna hasta 500 mil millones de dólares para la compra de bonos y valores respaldados por hipotecas emitidos por las agencias de vivienda de EE.UU.
<b>2009</b>	
Enero 16	Las autoridades irlandesas toman el control del Anglo Irish Bank. Replicando una propuesta tomada en el caso de Citygroup en noviembre, las autoridades de EE.UU. acuerdan apoyar al Bank of America a través de una participación en acciones preferentes y garantías para un grupo de activos "tóxicos".
Enero 19	Como parte de un amplio paquete de rescate financiero, las autoridades británicas incrementaron su participación en el Royal Bank of Scotland. Medidas similares fueron tomadas por otras autoridades nacionales en los siguientes días.

Febrero 10	Las autoridades de EE.UU. presentan nuevas medidas en apoyo al sector financiero, incluyendo un Programa de Inversión Público-Privada para la adquisición de hasta un billón de dólares de activos “tóxicos”. Los ministros de economía y los presidentes de los bancos centrales del G7 reafirman su compromiso de utilizar todos los instrumentos de política necesarios para apoyar el crecimiento y el empleo, así como reforzar al sector financiero.
Marzo 5	El Banco de Inglaterra lanza un programa por un valor cercano a los 100 mil millones de dólares destinados a la compra directa de activos del sector privado y bonos del gobierno durante un período de tres meses.
Marzo 18	La Reserva Federal de EE.UU. anuncia planes para la adquisición de 300 mil millones de dólares en valores del tesoro americanos a largo plazo por un período de seis meses, e incrementa las cantidades máximas previstas para la compra de bonos de agencias semi-gubernamentales.
Marzo 23	El departamento de Tesoro de EE.UU. ofrece detalles sobre el programa PPIP propuesto en febrero
Abril 2	El comunicado emitido en la cumbre del G-20 manifiesta el compromiso de sumar esfuerzos por parte de los gobiernos para reestablecer la confianza y el crecimiento, incluidas medidas para fortalecer el sistema financiero
Abril 6	El U.S. Federal Open Market Committee autoriza nuevas líneas de <i>swap</i> en moneda extranjera con el Banco de Inglaterra, BCE, Banco de Japón y Banco Nacional de Suiza.
Abril 24	La Reserva Federal de EE.UU. anuncia detalles acerca de los tests de estrés realizados para evaluar la solidez de las 19 mayores instituciones financieras de EE.UU., declarando que la mayoría de los bancos poseen niveles de capital muy por encima de la cantidad necesaria para estar bien capitalizados.
Mayo 7	El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decide que la compra bonos respaldados por otros créditos denominados en euros. Las autoridades de EE.UU. publican los resultados de los tests de estrés e identifican a 10 bancos con un déficit global de capital de 75 mil millones de dólares, que serán cubiertos principalmente a través de ampliaciones de capital.
Recuadro traducido de BIS (2009), Capítulo 2.	

## NOTAS AL FINAL:

<sup>1</sup> El asegurar contra la probabilidad de falta de pago de los créditos es posiblemente uno de los más grandes desatinos de esta crisis, ya que la esencia de cualquier compañía de seguros es que los siniestros no deben estar correlacionados entre ellos, algo usual en el sistema financiero en las crisis sistémicas.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Reinhart y Rogoff (2008).

<sup>3</sup> Los “paquetes de hipotecas” se denominaban CDO (*collateralised debt obligations*) e incluían miles o cientos de miles de hipotecas. La dificultad para evaluar estos paquetes se complicaba cuando se emitían CDO al cuadrado, que incluían varios CDO, o al cubo (Mizen, 2008 y Crotty, 2009).

<sup>4</sup> Al final de 2007 JP Morgan & Chase y Citigroup tenían aproximadamente 1 trillón de esos activos fuera del balance. Para el Citigroup ello representaba la mitad de todos los activos del banco (Crotty, 2009).

<sup>5</sup> Así como las crisis generan incertidumbre los ciclos positivos generan un aumento general de la confianza; al respecto Bagehot escribía: “In England, after a great calamity, everybody is suspicious of everybody, as soon as that calamity is forgotten, everybody again confides in everybody.” (Ver edición de 1920, pp. 124-125).

<sup>6</sup> La cantidad y el monto de las operaciones aseguradas era de alrededor de 450 mil millones de dólares de los cuales 55 mil millones correspondían a créditos garantizados por hipotecas *subprime*.

<sup>7</sup> En 2004 la *US Securities and Exchange Commission* pasó de autorizar a los bancos de inversión una relación de 12 entre activos y capital a una de 40. No es de extrañar entonces que al comienzo de la crisis estos bancos tuvieran un apalancamiento (*leverage*) superior a 30.

<sup>8</sup> Se habla de financiamiento especulativo cuando los ingresos sólo permiten pagar los intereses pero no el capital; de financiamiento Ponzi, cuando los ingresos no son suficientes para pagar los intereses (menos aún el capital). En ambos casos las ganancias de capital son centrales para “sobrevivir”.

<sup>9</sup> Este mayor apalancamiento que Minsky observara en la fase expansiva del ciclo ha sido corroborado por Reinhart y Rogoff (2008). Como bien se señala en el Informe del High Level Group on Financial Supervisión in the EU (2009) el apalancamiento de varias entidades financieras durante los años previos a la crisis había superado el valor de treinta y en varias se situaba en alrededor de sesenta.

<sup>10</sup> Si bien la dimensión que han alcanzado otros intermediarios financieros es inédita, no lo es su existencia y relevancia. Hace cien años las dificultades de los *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).

<sup>11</sup> La última disminución de las tasas de interés de la Reserva Federal tuvo lugar en junio de 2003 y el excesivamente gradual incremento de las mismas recién comenzó un año más tarde (Gráfico 5).

<sup>12</sup> Las presiones no son sólo económicas. El tener a dos o tres países poseedores del 50% de las reservas internacionales del mundo genera cierta inestabilidad política vinculada con el manejo que se haga de esas divisas, aunque se puede argumentar, como muchos lo han hecho, que esas reservas son, al mismo tiempo, el seguro de que nadie tratará de “sacar los pies del plato” porque ello produciría pérdidas económicas mayores a los propios “desestabilizadores”.

<sup>13</sup> El énfasis en China es porque el mundo en su conjunto no muestra un aumento de la tasa de ahorro, básicamente como resultado de su disminución en Alemania y Japón, sino en todo caso un excedente por la disminución en Asia, excluida China, de la tasa de inversión (Eichengreen, 2005).

<sup>14</sup> Ver International Monetary Fund (2009a), Capítulo 3.

<sup>15</sup> Las reducciones de tasas del Banco Central de Europa fueron menores que la de la Reserva Federal y, sin embargo, hubo también una burbuja inmobiliaria en algunos países de Europa continental. En particular, cabe notar que en el Reino Unido la disminución de tasas fue mucho menor y la burbuja en el precio de las viviendas una de la más grandes de Europa.

<sup>16</sup> De hecho esa fue la propuesta implícita de los investigadores del Banco Mundial que criticaron con vehemencia el salvataje de Bearn Stearn meses antes de la liquidación de Lehman.

<sup>17</sup> Hay sin embargo quienes opinan que la respuesta a la crisis debe ser menos regulaciones y menos redes de seguridad (Caprio, 2009).

<sup>18</sup> Sobre este tema véase las distintas opiniones de Paul De Grauwe (2008), Martin Wolf (2009) y Machinea (2009b).

<sup>19</sup> El Recuadro 2 (ver anexo) resume los principales hechos de la crisis financiera.

<sup>20</sup> En los países en desarrollo miembros del G20 el apoyo sería algo inferior al 15% del producto.

<sup>21</sup> Aunque inédita en su monto, ya a mediados del siglo XIX el Banco de Inglaterra llevó a cabo operaciones similares, como bien describe Bagehot (1920).

<sup>22</sup> Mientras que en la crisis de la década del 30 la disminución del multiplicador se debió al aumento de la demanda de circulante en relación con los depósitos bancarios (Bernanke, 2000) en esta oportunidad se debió al aumento de las reservas de los bancos depositados en la Reserva Federal.

<sup>23</sup> Esta discusión, excepto la equivalencia ricardiana, fue parte del largo debate de las décadas de los sesenta y setenta entre monetaristas y keynesianos, encabezados por Milton Friedman y James Tobin respectivamente. Para un buen resumen de esa discusión véase Brian Morgan (1978). Por cierto esta discusión dejó de lado una parte importante de las contribuciones de Keynes, tal como tempranamente señalaron Robert Clower (1965) y Axel Leijonhufvud (1969).

<sup>24</sup> Una expresión de ello es la mayor relevancia de la liquidez en las restricciones de los consumidores.

<sup>25</sup> Aún que la propensión marginal a ahorrar sea 100% en aquellos que reciban ingresos provenientes de la obra pública, el aumento del producto será, al menos, equivalente al aumento de la inversión inicial. Por ello el mayor multiplicador deviene del hecho que el efecto inicial de la obra pública sobre el producto no está presente en el caso de las transferencias (ni de los impuestos). Lo único que puede compensar este efecto inicial es que los receptores de transferencias tengan una mayor propensión a gastar que quienes reciben un mayor ingreso como resultado de la obra pública.

<sup>26</sup> En Estados Unidos cada punto porcentual de caída del PIB generaría un déficit fiscal adicional superior a 0,5% del producto.

<sup>27</sup> La recesión reduce la tasa de inversión y la incorporación de progreso técnico, en parte asociada a los bienes de capital y en parte a los menores gastos en investigación y desarrollo durante ese período.

<sup>28</sup> Un tercer factor se vincula con las deudas de los sistemas de seguridad social que generaran demandas sobre el sector público, inexistentes a finales de la década de 1940.

<sup>29</sup> A ello debiera agregarse que la proporción de la deuda inferior a un año ha aumentado desde alrededor del 35% en las dos últimas décadas a más del 40% en la actualidad, aunque ello ha sido, al menos parcialmente, el resultado de las muy bajas tasas de interés en el corto plazo.

<sup>30</sup> Hay también posiciones contrarias. Véase por ejemplo, Taylor John (2009).

<sup>31</sup> Para un análisis de las ventajas y las dificultades de la coordinación global, véase José A. Alonso (2009).

<sup>32</sup> Véase, Alan Taylor (2002) e IMF (2007, capítulo 5).

<sup>33</sup> A diferencia de la subvaluación de las monedas de los tigres asiáticos durante las décadas de los sesenta y setenta que tenían un peso menor en los equilibrios globales, la subvaluación en China genera fuertes desequilibrios en el ámbito global.

## **BIBLIOGRAFÍA:**

- Alonso, J. A. (2009), "Coordinación macroeconómica internacional: Difícil pero necesaria", en *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, editado por José A. Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steimberg, Ediciones Empresa Global.
- 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.
- BIS (Bank for International Settlements) (2009), *BIS Annual Report 2008/09*, Basilea, Junio.
- Bruner, R. y S. Carr (2007), *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Caprio, G. Jr. y Williams College (2009), "Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis", Septiembre.
- 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.
- Clower, R. W. (1965), "The Keynesian Contrarevolution: A Theoretical Appraisal" in *The Theory of Interest Rates*, eds. F. H. Hahn y R. P. R. Brechling, Londres: Institute of Economics Affairs.
- Crotty, J. (2009), "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics*, Oxford, Julio.
- De Grauwe, P (2009), "Economics is in crisis: it is time for a profound revamp", *Financial times*, July 21st.
- Eichengreen, B. (2005), *The Blind Men and the Elephant*, Berkeley, Universidad de California, noviembre.
- Fanelli, Jose M. (2009), "La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana", *Ensayos Económicos* 53-54, Banco Central de la República Argentina. Enero-Junio de 2009.

- High Level Group on Financial Supervisión in the EU (de Larosiere Report) (2009), Bruselas, febrero. IMF (International Monetary Fund) (2009a), *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, Washington D.C, octubre
- \_\_\_\_\_ (2009b), *Global Financial Stability Report, Navigating the Financial Challenges Ahead*, Washington D.C, octubre
- \_\_\_\_\_ (2008), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington D.C., octubre.
- \_\_\_\_\_ (2007) *World Economic Outlook, Globalization and Inequality*, Washington D. C, octubre.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Kindleberger, C. y R. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, John Wiley & Sons.
- Leijonhufvud A. (1973), "Effective Demand Failures", *Swedish Economic Journal*, Marzo.
- Machinea, José Luis (2009a), "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", CEPAL, Revista de la CEPAL Nº 97, Abril.
- \_\_\_\_\_ (2009b), "Algunas reflexiones respecto a las reformas de la arquitectura financiera en el ámbito nacional e internacional", Instituto de Estudios Latinoamericanos (IELAT), Documento de trabajo, en prensa.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Londres, Yale University Press.
- 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.
- Morgan, Brian (1978), "Monetarists and Keynesians, their contribution to Monetary Theory", Halsted Press, New York.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2008), "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working Paper*, Nº 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.

Taylor, Alan (2002) "Globalization, Trade, and Development: Some Lessons from History", NBER, *Working Paper* 9326.

Taylor, J.B. (2009), "The coming debt debacle: Top economist says President Obama must slash spending, now", Nueva York, Daily News

\_\_\_\_\_ (2007), *Housing and Monetary Policy*, NBER Working Paper, N° 13682, Stanford University, National Bureau of Economic Research

Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.

Spilimbergo A., Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli (2008), "Fiscal Policy for the Crisis", *IMF Staff position note* (SPN/08/01), Washington D.C., diciembre

Wolf, Martin (2009), "Why narrow banking alone is not the finance solution", *Financial Times*, September 29th.

## **AUTOR**

### **José Luis Machinea**

Licenciado en Economía por la Universidad Católica Argentina y Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota, Estados Unidos. Consultor de diversos organismos internacionales, fue presidente del Banco Central de la República Argentina y ministro de Economía de ese país. En 2003 fue nombrado secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América latina y el Caribe (CEPAL), y actualmente es director de la Cátedra Raúl Prebisch del Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Alcalá.



**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](mailto:iaes@iaes.es).  
WEB: [www.iaes.es](http://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](mailto:ielat@uah.es). WEB: [www.ielat.es](http://www.ielat.es)