

Ensayos Económicos

Apuntes de la crisis global

Barry Eichengreen La parábola de los ciegos y el elefante

Axel Leijonhufvud Una recesión fuera de lo común

Daniel Heymann Notas sobre variedades de crisis

José María Fanelli La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

Javier Finkman El norte desde el sur

Sebastián Katz Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

Christian Broda, El nuevo equilibrio global

Piero Ghezzi y

Eduardo Levy-Yeyati

Francesco Giavazzi La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

José A. Ocampo Gaviria Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

Jorge Carrera El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

In memoriam Alfredo Canavese

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



Ensayos Económicos | **53/54**

Editor

Jorge Carrera

Comité Editorial

José María Fanelli

Javier Finkman

Daniel Heymann

Hernán Lacunza

Eduardo Levy-Yeyati

Secretario Ejecutivo

Federico Grillo



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Cuando se viven tiempos que se perciben como históricos es bueno tener una visión de lo que está pasando desde la óptica del momento, aunque con esto se pierdan los beneficios de observar los hechos a la distancia o la posibilidad del análisis en frío de un artículo académico tradicional. Dejar registro de cómo vivimos la crisis es la motivación especial que nos lleva a modificar el estilo tradicional de Ensayos Económicos. Así, en este número doble, presentamos un formato especial de “Apuntes de la crisis global”, donde distintos economistas dejan su impresión sobre algunos aspectos de la presente crisis, con el objeto de contribuir a la comprensión del singular fenómeno económico que estamos viviendo.

Lo que comenzó como un enfriamiento del mercado de crédito hipotecario *subprime* de Estados Unidos durante 2007 inesperadamente se transformó hacia fines de 2008 en la peor crisis financiera y económica mundial desde la Crisis del 30. No sólo ha llamado la atención de los analistas la magnitud y el alcance global de la crisis, sino también que la misma se ha originado en las naciones desarrolladas, donde predomina un ambiente de instituciones y de políticas macroeconómicas que usualmente es considerado el correcto. En este contexto, se potencia la avidez por tratar de comprender el origen de la crisis, cómo evitar nuevos episodios de este tipo y qué reformas son necesarias en la arquitectura financiera para prevenir futuras crisis.

Los “Apuntes” comienzan con una breve crónica de la crisis preparada por Investigaciones Económicas del BCRA. A continuación, Barry Eichengreen analiza la discusión económica sobre los desbalances globales, previa a la aparición de la presente crisis. Utilizando la parábola de los ciegos y el elefante concluye que las explicaciones en pugna acerca del origen de los desbalances son complementarias antes que excluyentes, es decir, partes de un todo. Las visiones –las partes del elefante– que el autor presenta en su artículo son: el ahorro deficiente de Estados Unidos, la nueva economía, el exceso de ahorro global y la codependencia sino-norteamericana.

En el tercer artículo, Axel Leijonhufvud señala que la recesión mundial es una recesión distinta, en la que los balances de los consumidores, empresas y bancos están bajo presión, y donde el proceso de desendeudamiento encierra el peligro de hacer inefectiva las medidas de estímulo que buscan implementar los gobiernos para reactivar la economía.

Por su parte, Daniel Heymann intenta comentar sobre los rasgos generales de las grandes crisis macroeconómicas, distinguiendo sus diferencias en función de la naturaleza y la intensidad de las perturbaciones que las generan. El autor señala que la profundidad y la difusión de los problemas de solvencia asociados determinarán los instrumentos requeridos (monetarios, fiscales o contractuales) para tratar cada tipo de crisis y lograr paliar sus efectos reales de manera efectiva.

A continuación, José María Fanelli analiza la crisis internacional utilizando el método de observarla con lentes latinoamericanas. El ejercicio consiste en interpretar algunos hechos clave de la crisis a la luz de lo conocido sobre volatilidad, crisis y políticas de estabilización en América Latina. Una conclusión importante es que fuera del corredor (como parece ser la situación actual de las

economías desarrolladas) las demandas de política macroeconómica pueden ser cualitativamente diferentes a las requeridas normalmente en las economías avanzadas, como lo sugiere la experiencia latinoamericana.

En la misma línea, Javier Finkman señala que si bien para la mayoría de los economistas del norte la referencia obligada de la crisis actual es la Crisis del 30, las crisis de los países en desarrollo deberían ser una referencia útil para pensar la crisis global. En este contexto el autor presenta las similitudes y diferencias entre la crisis argentina 2001-2002 y la crisis en curso en los países desarrollados.

Por otra parte, Sebastián Katz describe las condiciones en que las principales economías de América Latina arribaron al episodio actual y detalla los canales a través de los cuales las perturbaciones financieras y los impulsos contractivos se transmitieron desde el centro del sistema hacia las economías de la región. Posteriormente, enumera las principales acciones encaradas por los gobiernos latinoamericanos para dar respuesta al nuevo escenario internacional, concluyendo con una reflexión sobre los principales desafíos con que los hacedores de política económica deberán lidiar tanto a nivel regional como global.

Luego, Christian Broda, Piero Ghezzi y Eduardo Levy-Yeyati exploran el futuro escenario económico global en el que el endeudamiento estará limitado por los cambios en la regulación mundial, por el proceso de desapalancamiento que deben realizar los bancos y por los menores ahorros de los prestamistas globales de la precrisis. Según los autores, este escenario sugiere que cuando se recupere el apetito por el riesgo, Estados Unidos enfrentará condiciones más duras para financiar su desequilibrio externo, y que la Reserva Federal optará por mantener las tasas de interés deprimidas, por lo menos hasta que haya señales claras de recuperación de la economía norteamericana, a costa de una mayor depreciación del dólar.

Francesco Giavazzi presenta en una breve nota un potente análisis de uno de los problemas claves de la salida de la crisis que es la redistribución entre ahorro e inversión entre países avanzados y emergentes. El autor reflexiona sobre las posibles configuraciones de la demanda mundial una vez que los actuales paquetes de ayuda fiscal se hayan extinguido. Bajo la hipótesis de un menor gasto de los Estados Unidos, se explora la posibilidad que esta demanda sea compensada por un mayor gasto en las economías en desarrollo. El autor concluye que aquellos países que inviertan en reestructurar sus economías emergerán de la transición con un mayor stock de capital per cápita y, por lo tanto, con un mayor ingreso per cápita.

En el siguiente artículo, José Antonio Ocampo Gaviria reflexiona sobre dos causas principales de la crisis: la ausencia de un marco de regulación prudencial anticíclica y el masivo "autoaseguramiento" de los países en desarrollo, y argumenta que ambas sólo pueden ser resueltas con soluciones globales. Así, sostiene que es necesario que todos los países adopten un marco anticíclico de regulación y supervisión prudencial y que se diseñen mejores instrumentos globales para manejar las crisis financieras de los países en desarrollo, que permitan que dichos países adopten políticas macroeconómicas anticíclicas.

Cierra los “Apuntes de la crisis global” Jorge Carrera, quien presenta una nota sobre la labor del G20 como espacio para coordinar acciones macroeconómicas frente a la crisis e iniciar el proceso de reforma de la Arquitectura Financiera Internacional, especialmente, en lo referido a las regulaciones financieras nacionales e internacionales y a las instituciones multilaterales como el FMI o el FSB. Como elemento positivo se destaca el rol de los emergentes como partícipes de este proceso de reforma. Sin embargo, queda abierta la discusión sobre cuál es el régimen monetario-cambiarío adecuado para resolver problemas como los desbalances, la provisión de liquidez internacional y el patrón monetario mundial.

Por último, queremos recordar el fallecimiento en el mes de marzo de Alfredo Canavese, quien formaba parte de nuestro Consejo Editorial. Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann realizan un homenaje al economista, el cual cierra esta entrega de Ensayos Económicos junto con una reedición de su trabajo: “La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”, que fue publicado en el número 11 de esta revista en septiembre de 1979.



Jorge Carrera
Subgerente General de
Investigaciones Económicas

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 0325-3937

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266 / Edificio Central Piso 8
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582 / Fax: (+5411) 4348-3557
Email: investig@bcra.gov.ar / <http://www.bcra.gov.ar>

Fecha de publicación: julio 2009

Queda hecho el depósito que establece la Ley 11.723.

Diseño editorial
Banco Central de la República Argentina
Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales
Área de Imagen y Diseño
Diagramación interior
Karin Bremer

Impreso en Imprenta El Faro
Ciudad de Mar del Plata, Argentina, julio 2009
Tirada de 2.500 ejemplares

La versión electrónica de Ensayos Económicos puede bajarse del sitio web del BCRA, <http://www.bcra.gov.ar>, de la sección Publicaciones/ Investigaciones Económicas.

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente se corresponden con las del BCRA.

No se permite la reproducción parcial o total, el almacenamiento, el alquiler, la transmisión o la transformación de este libro, en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico o mecánico, mediante fotocopias, digitalización u otros métodos, sin el permiso previo y escrito del editor. Su infracción está penada por las leyes 11.723 y 25.446.

Índice

Apuntes de la crisis global

- 9 Crónica de una crisis inesperada**
- 23 La parábola de los ciegos y el elefante**
Barry Eichengreen
- 59 Una recesión fuera de lo común**
Axel Leijonhufvud
- 67 Notas sobre variedades de crisis**
Daniel Heymann
- 73 La política económica fuera del corredor.
Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia
latinoamericana**
José María Fanelli
- 107 El norte desde el sur**
Javier Finkman
- 117 Centro y periferia: la propagación de la crisis a las
economías latinoamericanas**
Sebastián Katz
- 167 El nuevo equilibrio global**
Christian Broda, Piero Ghezzi y Eduardo Levy-Yeyati
- 187 La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano
plazo**
Francesco Giavazzi
- 191 Implicaciones de política económica de la
inestabilidad financiera actual**
José Antonio Ocampo Gaviria

**217 El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura
Financiera Internacional**

Jorge Carrera

Homenaje a Alfredo Canavese

245 In memoriam Alfredo Canavese

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

249 La hipótesis estructural en la teoría de la inflación

Alfredo Canavese

Crónica de una crisis inesperada*

Hacia principios de 2007 la economía mundial se encontraba disfrutando del largo ciclo expansivo iniciado a principios de los noventa bajo el contexto de la “Gran Moderación”.¹ Sólo los desbalances globales aparecían como el principal factor de amenaza al favorable escenario y las discusiones al respecto se centraban en la intensidad del ajuste del déficit de cuenta corriente que debía experimentar la economía de Estados Unidos. Si bien existían algunas hipótesis de ajuste brusco de los desequilibrios globales, nadie vaticinaba una crisis financiera y económica global comparable a la de la década del 30 y menos que el disparador de la misma iba a ser un segmento relativamente pequeño del mercado hipotecario norteamericano.

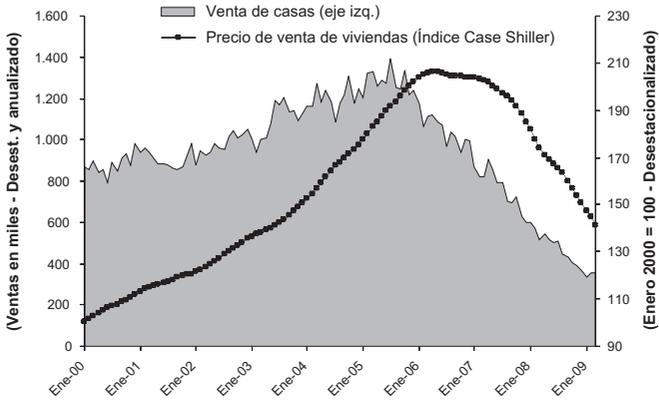
A lo largo de 2006 el mercado inmobiliario norteamericano comenzó a enfriarse, lo que se reflejó en un amesatamiento de los precios de las viviendas, de los permisos de construcción y de la venta de nuevas propiedades, que hasta ese momento habían tenido una dinámica claramente expansiva (ver Gráfico 1). En este contexto, surgieron las primeras dificultades en el mercado de hipotecas *subprime*, segmento correspondiente a deudores de baja calidad (alto riesgo) y con una participación de menos del 15% del mercado de hipotecas residenciales de Estados Unidos. Las refinanciaciones de los préstamos se hicieron más difíciles y aquellos deudores en situación precaria empezaron a incumplir con sus obligaciones, iniciando una tendencia ascendente en las tasas de morosidad del segmento *subprime*.

A principios de 2007 se registraron los primeros efectos del enfriamiento del mercado inmobiliario en las compañías financieras hipotecarias, con algunos prestamistas importantes del segmento *subprime* declarándose en quiebra. Hasta mediados de ese año se creía en general que las dificultades iban a limitarse a ese mercado y que no iban a tener repercusiones importantes sobre el resto del sistema financiero norteamericano y los mercados financieros internacionales.

* Preparado por Investigaciones Económicas del BCRA bajo la coordinación de Federico Grillo.

¹ Se denomina “Gran Moderación” a la reducción de la volatilidad del PIB y la inflación que la economía global, en particular las economías desarrolladas, han mostrado en los últimos 20 años. Tres razones, con distinto grado de consenso entre los analistas, se señalan comúnmente para explicar esta dinámica: cambio estructural en la economía mundial; mejora en el manejo de la política económica, en particular de la política monetaria; y que los *shocks* se han reducido en tamaño y frecuencia (es decir, que ha sido un período de “buena suerte”).

Gráfico 1 / Indicadores del mercado inmobiliario norteamericano



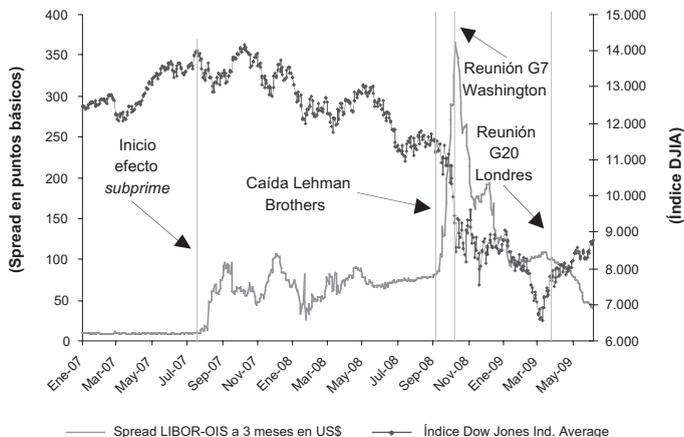
Fuente: en base a datos del US Census Bureau y S&P.

Esa tranquilidad se evaporó a principios de agosto de 2007, con la inquietud generada por los problemas que empezaron a revelar algunos grandes bancos norteamericanos y europeos por su exposición al mercado hipotecario *subprime* (como por ejemplo: Bear Sterns, los bancos alemanes Deutsche Bank y Commerzbank, el banco francés BNP Paribás y el caso más resonante, el del banco británico Northern Rock). La incertidumbre sobre el estado de los balances de las entidades financieras frente al riesgo *subprime* derivó en una paralización de los mercados financieros, una repentina suba del riesgo de contraparte, un incremento brusco de las tasas de interés, incluso en el usualmente líquido mercado interbancario norteamericano, y en una caída de las bolsas (ver Gráfico 2).

A partir de octubre de 2007 comenzaron a conocerse los montos de las pérdidas relacionadas con las hipotecas *subprime* en algunos de los principales bancos de Estados Unidos y Europa, que en muchos casos resultaron de una magnitud no conocida en la historia de dichas instituciones. Esto derivó en otra oleada de volatilidad en los mercados financieros, ante la creciente incertidumbre sobre el alcance de la crisis, y en un nuevo episodio de problemas de liquidez en el mercado interbancario por la incertidumbre sobre el estado de los balances de las entidades financieras.

Los problemas de liquidez en el mercado interbancario y la volatilidad financiera se mantuvieron en niveles elevados hasta septiembre de 2008, con varias oleadas

Gráfico 2 / Indicadores financieros en Estados Unidos²



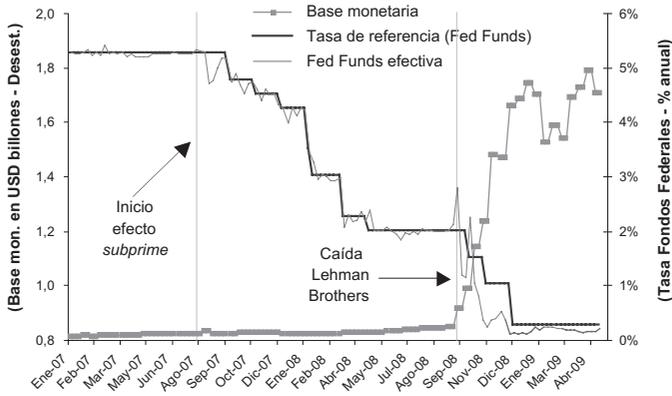
Fuente: en base a datos de mercado.

de inestabilidad generadas por noticias negativas que iban apareciendo sobre la salud de distintos agentes del mercado financiero, y que eran calmadas sólo parcialmente por la reacción de la política económica (ver Gráfico 2). Asimismo, en un contexto de inestabilidad financiera persistente, comenzó a operar en el mecanismo de formación de expectativas de los precios de los activos el potencial impacto de la crisis financiera sobre la economía real y el consecuente deterioro adicional de la salud del sistema financiero.

En este período, la Reserva Federal (FED) tomó una serie de medidas destinadas a proveer liquidez al sistema financiero, entre las que se destacaron: una reducción

² Un indicador del grado de estrés observado en el mercado interbancario (y que se presenta en el Gráfico 2) muy utilizado por los analistas en la presente crisis es el *spread* entre la tasa LIBO y el Overnight Indexed Swap (OIS) del mismo plazo. La LIBOR representa la tasa de interés del mercado mayorista de dinero de Londres para un período determinado y en una determinada moneda (en US\$ y a 3 meses en el caso del Gráfico 2). Por su parte, el contrato de OIS implica que el banco recibe una tasa fija (la tasa OIS) sobre un determinado capital y debe pagar la tasa de referencia (variable) correspondiente a la moneda del contrato (en este caso la Fed Funds) al vencimiento del mismo. Utilizando estos contratos un banco se expone al riesgo de tasa de interés de referencia, pero se asegura el fondeo por un plazo determinado evitando la renovación diaria a la tasa *overnight*. Así, la LIBOR refleja el riesgo de crédito y liquidez (difícil de distinguir en el caso de entidades financieras) y la expectativa sobre las tasas *overnight* futuras, mientras que la OIS, que tiene baja exposición al riesgo de crédito ya que el contrato no implica un flujo inicial de fondos, es una medida de las expectativas de los inversores sobre la tasa efectiva de fondos federales (y por ende de la tasa objetivo de la FED) en el plazo del *swap*. De esta forma, el *spread* entre ambas tasas refleja el riesgo de crédito y liquidez del mercado interbancario.

Gráfico 3 / Respuesta de la FED a la crisis: base monetaria y tasa de Fondos Federales

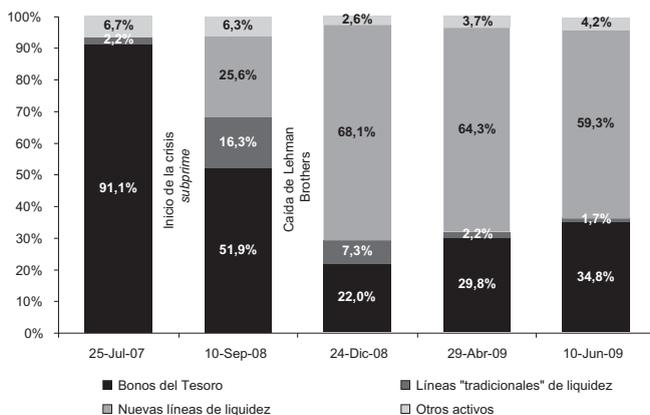


Fuente: en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

de la tasa de interés de referencia desde 5,25% anual a mediados de septiembre de 2007 hasta 2% anual a principios de septiembre de 2008 (ver Gráfico 3); la creación de nuevas herramientas de provisión de liquidez con nuevos activos como garantía (más allá de los bonos del Tesoro norteamericano) ante el escaso uso de la tradicional ventanilla de descuento por parte de los bancos; acuerdos de *swap* de monedas con el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Suiza para proveer de liquidez en dólares a los mercados europeos; y préstamos a Fannie Mae y a Freddie Mac contra bonos del Tesoro para atenuar las dificultades financieras que empezaron a experimentar las agencias cuasi-gubernamentales de crédito hipotecario, las cuales tenían una participación muy relevante en dicho mercado.

Así, junto con la reducción de la tasa de interés de referencia, se observó un cambio en la estructura de la hoja de balance de la autoridad monetaria norteamericana, reflejada en una pérdida de participación de los bonos del Tesoro en los activos de la FED, que pasaron de representar un 90% de los activos a fines de julio de 2007 a un 50% a principios de septiembre de 2008, frente a los nuevos colaterales aceptados en las nuevas operaciones de provisión de liquidez (ver Gráfico 4). El Banco de Inglaterra también inició un proceso de baja de la tasa de interés de referencia, aunque de manera menos agresiva que la FED, en tanto el BCE mantuvo su tasa estable en dicho lapso. Siguiendo a su par norteamericano, aunque en menor escala, ambas instituciones ampliaron

Gráfico 4 / Respuesta de la FED a la crisis: estructura de activos de la FED



Fuente: en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

instrumentos ya existentes o crearon nuevos instrumentos para proveer de liquidez a sus respectivos mercados de influencia.

En este período se destacó además el rescate del banco de inversión Bear Sterns en marzo de 2008 (con un préstamo de la FED para facilitar la operación de compra por parte de JPMorgan Chase) y el compromiso explícito del gobierno norteamericano de respaldar a las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac ante las dificultades financieras que estaban atravesando desde mediados de 2007.

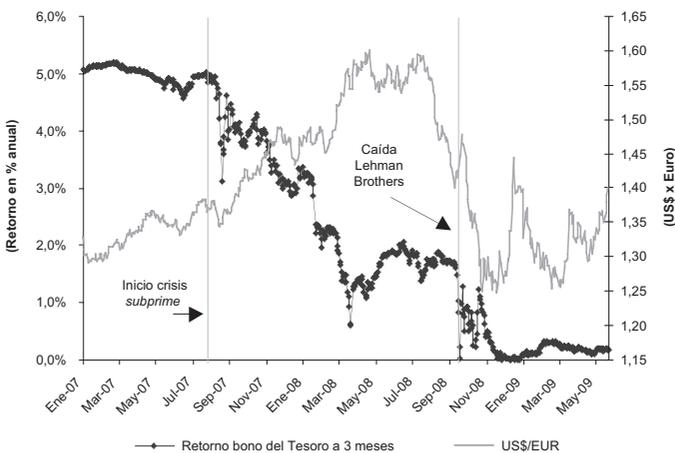
Sin embargo, fue a partir de mediados de septiembre de 2008 cuando la crisis entró en una fase sin precedentes con la caída de Lehman Brothers, luego de las dificultades que tuvo el banco de inversión para conseguir fondos en el mercado de capitales y de la decisión del gobierno norteamericano de no hacerse cargo de la empresa y dejar que declare la quiebra. Esta noticia desató una ola de pánico que llevó a los mercados a registrar sus peores jornadas en varias décadas, lo que se reflejó en la desaparición del fondeo y en un aumento significativo de los *spreads* en el mercado interbancario. Esto derivó en un proceso de desendeu-damiento acelerado a lo largo de todo el sistema financiero global, con aumentos de las tasas de interés y caída de los fondos prestables en el resto de los mercados de crédito y en una baja abrupta de las bolsas mundiales (ver Gráfico 2). La

volatilidad financiera generó un nuevo deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, reforzando así la percepción negativa del mercado sobre la salud del sistema financiero.

Ante el pánico se profundizó el vuelo a la calidad que se había observado en los meses previos, con los inversores refugiándose en los bonos del Tesoro norteamericano, los cuales mostraron una fuerte contracción de sus retornos hasta alcanzar niveles inéditos, cercanos al 0% en el caso de los títulos de menor plazo. Al mismo tiempo, el dólar se apreció notablemente como consecuencia de este “vuelo a la calidad” (ver Gráfico 5). Los mercados emergentes, que al comienzo de la crisis habían experimentado en menor medida los vaivenes financieros por su limitada exposición al mercado *subprime* de Estados Unidos, sintieron con fuerza el deterioro de las condiciones financieras en el mundo desarrollado con un freno de los flujos de capitales, aumento del riesgo país, caída de los mercados bursátiles, bajas en los precios de los commodities y depreciación de sus monedas (ver Gráfico 6).

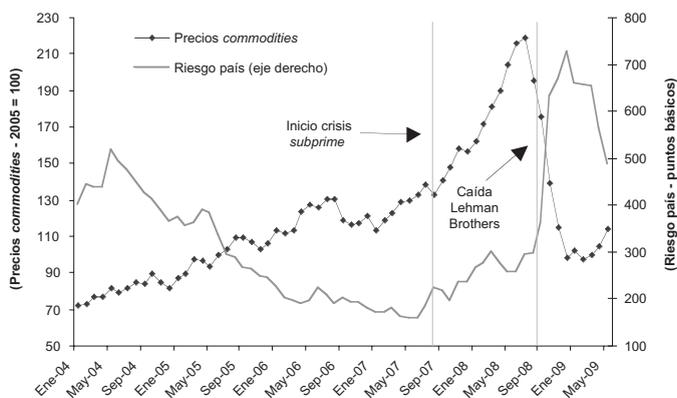
En este contexto, los bancos centrales de los principales países desarrollados intensificaron sus esfuerzos de provisión de liquidez, especialmente la Reserva Federal. Así, el banco central norteamericano modificó la estrategia de reducción de tasas de interés y de cambio en la estructura de sus activos (pero sin expandir el tamaño del balance) que venía utilizando hasta el momento. Si bien siguió bajando la tasa de referencia y aceptando nuevos colaterales, comenzó a expandir la base monetaria

Gráfico 5 / Vuelo a la calidad



Fuente: en base a datos de mercado.

Gráfico 6 / Impacto en países emergentes: precios de commodities y EMBI+



Fuente: en base a datos FMI y JPMorgan.

de manera notable mediante los instrumentos ya disponibles y mediante la creación de otros, como la compra directa de *commercial papers* y los préstamos a las entidades financieras para la compra de activos de los fondos de *money market* (que habían empezado a mostrar importantes retiros de fondos) (ver Gráfico 3). Al mismo tiempo creó nuevas líneas de *swap* con los bancos centrales de Japón, Reino Unido, Canadá, Australia, Suecia, Dinamarca y Noruega para expandir la oferta de dólares en dichos mercados.

Ante la gravedad del efecto Lehman Brothers sobre los mercados financieros globales, el gobierno de Estados Unidos debió desandar su reticencia inicial a salvar entidades y rescató de la quiebra a la principal aseguradora del mundo, AIG. Al mismo tiempo, las dudas que existían sobre la solvencia de los bancos de inversión restantes hizo que este tipo de instituciones dejara de existir como categoría de bancos en Estados Unidos. Así, de los tres bancos de este tipo que todavía quedaban a mediados de septiembre (Bear Sterns había sido rescatado y Lehman Brothers había quebrado): Merrill Lynch fue adquirido por Bank of America y Goldman Sachs y Morgan Stanley decidieron pasar a ser bancos comerciales para aquietar las dudas existentes sobre su sostenibilidad, ante los mayores requisitos de supervisión que debían pasar a cumplir a partir de entonces.

A pesar de las masivas inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal, los mercados no lograban estabilizarse.

Parecería necesario a esta altura una solución que reconociese que el problema había pasado a ser de solvencia del sistema financiero y que destinara fondos fiscales al saneamiento de los bancos. De allí surgió el proyecto de salvataje (TARP, *Troubled Asset Relief Programme*) propuesto por el Tesoro norteamericano de US\$ 700 mil millones, destinados a la compra de activos “tóxicos” a fin de limpiar la hoja de balance de los bancos y cambiar la percepción sobre la salud de las entidades. El plan tenía como objetivo ponerle un piso a la espiral descendente del precio de los activos en los mercados.

Sin embargo, la desconfianza en los mercados y el desapalancamiento continuaron, transmitiéndose a paso firme por todo el mundo. En efecto, países como Francia, Alemania, Gran Bretaña, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, España, Irlanda, Suecia, Dinamarca, Irlanda, Islandia y Rusia salieron al rescate de instituciones crediticias, o se vieron obligados a ampliar las garantías estatales para proteger los ahorros de sus ciudadanos en caso de quiebras bancarias.

En este contexto, se hizo evidente la necesidad de acciones contundentes y coordinadas por parte de los países afectados, que no sólo apuntaran a resolver los problemas de liquidez, sino también a recapitalizar el sistema financiero y a evitar una nueva caída de alguna entidad financiera con impacto sistémico relevante. Una primera señal en este sentido fue la decisión coordinada inédita de reducción de la tasa de interés de referencia en 0,5 puntos porcentuales tomada por los bancos centrales de Estados Unidos, Eurozona, Inglaterra, Suiza, Canadá y Suecia a principios de octubre de 2008.

Otra señal fue la decisión del Gobierno del Reino Unido de lanzar un plan de inyección directa de capital a bancos y de garantías estatales para el nuevo endeudamiento de los bancos. Siguiendo esta idea, un día después, funcionarios del Tesoro de los EE.UU. anunciaron que el TARP sería utilizado con fines más amplios que la compra de activos tóxicos, como la recapitalización de entidades.

Sin embargo, el punto de inflexión en la respuesta de los gobiernos a la crisis fueron las reuniones del G7 en Washington y de los países de la Eurozona en París durante el fin de semana del 11 y 12 de octubre.³ Como resultado de dichas reuniones se coincidió en garantizar los depósitos de los ahorristas; capitalizar los bancos en problemas con aportes públicos, estimulando los aportes

³ El G7 está conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

privados; regenerar el crédito interbancario con garantías estatales sobre la nueva deuda de los bancos; asegurar la disponibilidad de liquidez sin límite por parte de los bancos centrales; evitar una nueva caída de alguna entidad con impacto sistémico; y restablecer los mercados secundarios de hipotecas y otros activos securitizados. En los días siguientes, el Tesoro norteamericano anunció el uso de US\$ 250 mil millones del TARP para la compra de acciones preferidas de varias entidades financieras relevantes, como: Citigroup, Bank of America, AIG, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley, e incluso de empresas no financieras, como las automotrices General Motors y Chrysler.

A fines de octubre, el FMI creó la *Short-Term Liquidity Facility* (SLF), una nueva línea de préstamos destinada a otorgar de manera rápida financiamiento a países con políticas macroeconómicas saludables y que estuvieran teniendo problemas de liquidez por la crisis financiera internacional. Se definieron como países elegibles para este préstamo aquellos con historial de buenas políticas, acceso al mercado de capitales y deuda pública sostenible. Se buscaba así crear una línea de crédito que evitara los procesos estándar de monitoreo y condicionalidades comunes de los programas tradicionales del Fondo. Por su parte, la FED siguió ampliando el menú de herramientas de fondeo: creó un nuevo instrumento para proveer de liquidez a los fondos de *money market*; e incorporó a Nueva Zelanda a las líneas de *swap* de monedas y, reconociendo los efectos globales de la crisis, extendió esta línea a algunos países emergentes como Brasil, México, Corea y Singapur.

A mediados de noviembre continuaron los esfuerzos de coordinación mundial de políticas con la reunión de los Líderes de los países del G20 en Washington.⁴ Allí se acordó la continuidad de las medidas monetarias y fiscales para reestablecer el crecimiento global y otorgar mayores recursos a los organismos multilaterales para reducir el impacto negativo de la crisis en los países emergentes y en desarrollo. Al mismo tiempo, se delineó la agenda de trabajo para fortalecer a los mercados y a la regulación financiera con el objeto de evitar futuras crisis. Por su parte, la Reserva Federal continuó generando nuevos instrumentos

⁴ El G20 está conformado por: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Reino Unido y la Unión Europea. En conjunto, los países miembro representan cerca del 90% del producto nacional bruto global, 80% del comercio mundial (incluyendo comercio intra-UE) y dos tercios de la población mundial.

de provisión de liquidez: una nueva línea para estimular el mercado de crédito al consumo y para pequeñas empresas y la compra directa de deuda y de títulos garantizados por Fannie Mae, Freddie Mac y la Federal Home Loan Banks.

A mediados de diciembre de 2008, ante la continuidad de los problemas de liquidez en el mercado interbancario, la Reserva Federal finalmente decidió ubicar la tasa de interés de referencia entre 0% y 0,25% anual, un nivel inédito en la historia monetaria norteamericana (ver Gráfico 3). En este contexto, el *quantitative easing* iniciado luego de la quiebra de Lehman Brothers ante la falta de efectividad de la tasa de interés como instrumento para asegurar la estabilidad financiera, implicó una inédita duplicación de la base monetaria entre mediados de septiembre de 2008 y principios de enero de 2009 (aumentó US\$ 1 billón – ver Gráfico 3). En el mismo lapso, el *quantitative easing* fue derivando en un *credit easing* (según lo definió el presidente de la FED, Ben Bernanke) con intervenciones directas de la Reserva Federal en determinados mercados de crédito (hipotecas, *commercial papers*, crédito al consumo y a pequeñas y medianas empresas), ya que la liquidez que se otorgaba a las entidades financieras quedaba acumulada en las reservas bancarias y no terminaba en un alivio de los mercados de crédito, debido a la incertidumbre reinante y al fuerte proceso de desapalancamiento que experimentaba el sistema financiero.

En febrero de 2009 la nueva administración norteamericana, buscando dar una respuesta a la crisis que fuera más comprensiva que el TARP, anunció el Plan de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Plan*) con el objetivo de restaurar la confianza en el sistema financiero y reestablecer los flujos de crédito hacia hogares y empresas. Este programa incluyó: varias iniciativas destinadas a reducir las tasas de interés y facilitar las refinanciaciones en el mercado de crédito hipotecario, un programa de capitalización de bancos (incluyendo la realización de tests de estrés sobre los balances de las principales entidades financieras), la creación de un programa público-privado de compra de activos “tóxicos” de los bancos y un aumento de los recursos del programa de la FED para la compra de activos relacionados con préstamos a consumidores y pequeñas empresas. El monto potencial involucrado por estas medidas alcanzó hasta unos US\$ 2 billones, dentro de los cuales se incluyeron los fondos no utilizados por el TARP hasta ese momento.

La reacción inicial de los mercados al nuevo Plan de Estabilidad Financiera fue negativa debido a la falta de detalles sobre las distintas herramientas del programa,

lo que disparó una nueva ola de inestabilidad financiera que se prolongó durante el resto de febrero (esto fue más visible en el mercado accionario que en el crédito interbancario – ver Gráfico 2). Sin embargo, a medida que fueron conociéndose mayores detalles sobre el programa de capitalización de bancos y el programa público-privado de compra de activos “tóxicos”, y que la Reserva Federal inició las operaciones de compra de títulos del Tesoro de largo plazo y de deuda de las agencias cuasi-gubernamentales hipotecarias y las operaciones de estímulo al mercado de crédito al consumo y pequeñas empresas, los mercados financieros comenzaron a recuperarse a lo largo de marzo.

En el mismo mes, el FMI reemplazó la SFL, que no había sido utilizada, por la *Flexible Credit Line* (FCL), que flexibilizó algunos de los aspectos de su antecesora, al eliminar la existencia de un monto máximo preestablecido de préstamo, alargar el plazo de devolución y permitir utilizar la línea de manera preventiva. A partir de estos cambios, México, Colombia y Polonia adhirieron de manera preventiva a esta facilidad por un monto cercano a los US\$ 80.000 millones entre abril y mayo. Este nuevo financiamiento del organismo multilateral se sumó a los aproximadamente US\$ 70.000 millones de acuerdos *Stand By* que volvieron a proliferar a partir de noviembre de 2008 con la profundización de la crisis, de los cuales se destacaron los realizados con Islandia y con varios países de Europa del Este (una de las regiones más afectadas por el *sudden stop* de los flujos de capitales a países emergentes), como Hungría, Bielorrusia, Rumania, Ucrania y Serbia.

Por su parte, siguiendo los lineamientos de la reunión de Líderes de noviembre, a principios de abril de 2009 se realizó un nuevo encuentro del G20, esta vez en Londres. Los compromisos alcanzados se basaron en profundizar los puntos acordados en el encuentro previo. En el caso del objetivo de restaurar el crecimiento mundial, los compromisos alcanzados incluyeron evitar el proteccionismo, restaurar el funcionamiento del sistema financiero con un esquema común para que vuelva a otorgar crédito (atendiendo los problemas de liquidez, recapitalizando entidades y sacando los activos tóxicos de los balances), no dejar caer instituciones financieras de relevancia sistémica, y realizar políticas fiscales y políticas monetarias expansivas hasta cuando sea necesario (pero consistentes con la sostenibilidad fiscal y la estabilidad de precios). Al mismo tiempo se definió ampliar la ayuda a las economías emergentes para que pudieran financiar políticas contracíclicas mediante un incremento de los recursos de los organismos multilaterales de crédito (por US\$ 1,1 billones). Por otra parte, en el caso del objetivo de reformar las regulaciones

financieras y las instituciones multilaterales para evitar nuevas crisis globales, el acuerdo incluyó: la invitación de los miembros emergentes del G20 a participar del Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*), avances en la mejora del marco regulatorio y de supervisión para prevenir la acumulación de riesgos sistémicos, y compromisos para estimular la cooperación internacional en la prevención y resolución de crisis y para promover una mayor participación de los países emergentes y de las naciones en desarrollo en el FMI.

A principios de mayo la Reserva Federal dio a conocer los resultados del test de estrés (anunciado en el Plan de Estabilidad Financiera) sobre los 19 bancos más grandes de Estados Unidos, que concentran dos tercios de los activos y la mitad de los préstamos del sistema bancario norteamericano. El ejercicio consistió en evaluar las necesidades adicionales de capital por parte de estas firmas para mantener el crédito y los niveles de capitalización en valores aceptables en un escenario de deterioro de la economía peor al esperado en 2009 y 2010. Los resultados fueron positivos (aunque hubo críticas de algunos analistas en relación a la magnitud del deterioro del escenario macroeconómico utilizado en el ejercicio), con la mayor parte de los bancos mostrando suficiente capital para absorber las mayores pérdidas potenciales, pero con la mitad de las entidades analizadas debiendo aumentar la participación de las acciones comunes en su estructura de capital. Otra señal positiva para el sector financiero fue el anuncio a principios de junio por parte de 10 entidades financieras asistidas por el Gobierno norteamericano de que devolverían parte de los fondos recibidos a través del TARP.

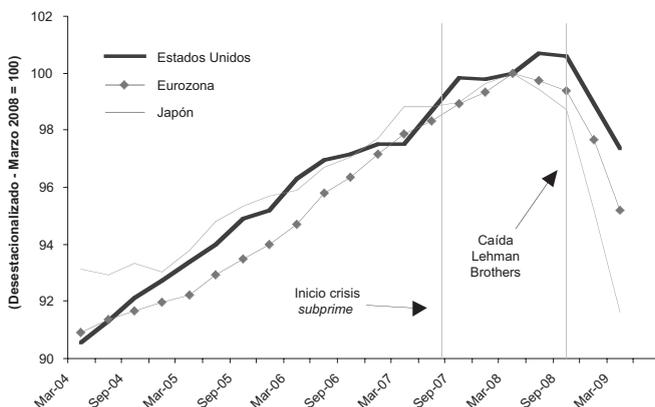
En lo que respecta a las variables reales, el impacto de la crisis financiera en la economía fue significativo. Durante el año posterior a la irrupción de la crisis *subprime* en agosto de 2007 la economía mundial mostró señales de desaceleración gradual a medida que la inestabilidad financiera se iba trasladando a cierto enfriamiento del mercado de crédito, con un mayor impacto en las economías avanzadas que en las economías emergentes y en desarrollo, lo que llevó incluso a pensar que podría haber un desacople en el crecimiento de estas últimas. Sin embargo, las condiciones económicas cambiaron dramáticamente con la volatilidad financiera y la disrupción de los mercados de crédito generadas por la caída de Lehman Brothers. El impacto en la actividad económica se sintió rápidamente y con una magnitud sorprendente. Esto se evidenció principalmente en la producción industrial y el comercio de bienes (en particular de bienes de capital y bienes de consumo durable), que mostraron tasas de contracción interanual del orden del

15/30% en los meses siguientes en los principales países desarrollados, valores más bien propios de crisis en economías en desarrollo.

Así, según estimaciones del FMI (World Economic Outlook de abril de 2009), el PIB mundial cayó un 6,25% anualizado en el último trimestre de 2008 (4% con respecto a igual trimestre del año pasado) y habría caído a una tasa similar en el primer trimestre de 2009, con las economías avanzadas contrayéndose un 7,5% anualizado en el último trimestre del año pasado y las emergentes un 4% anualizado en el mismo lapso (afectadas por la transmisión de la crisis a través de los canales financiero y comercial) (ver Gráfico 7). Asimismo, el deterioro de la actividad económica se reflejó en los indicadores del mercado laboral en los países desarrollados, con aumento de las tasas de desocupación, en particular en Estados Unidos (donde la tasa pasó de 5% a principios de 2008 a 9,4% en mayo de 2009). Por otra parte, el contexto recesivo alivió las presiones inflacionarias que estaba presentando la economía global en la primera mitad de 2008, con la tasa de inflación ubicándose por debajo del 1% en las economías avanzadas (+3,4% en 2008) y por debajo del 6% en las emergentes y en desarrollo en los primeros meses de 2009 (+9,3% en 2008).

El conjunto de anuncios y medidas realizados por EE.UU., Europa y otros países (incluyendo algunos países emergentes) a partir de octubre de 2008 implicaron un despliegue de intervención estatal de dimensiones inéditas en la economía

Gráfico 7 / Impacto en la economía real: PIB en países desarrollados



Fuente: en base a datos del BEA, BCE y Min. Economía de Japón.

capitalista moderna, con paquetes fiscales del orden del 2% del PIB en los países del G20 para 2009 y compromisos de expansión de la política monetaria casi sin límites.⁵ Esto permitió estabilizar los mercados financieros internacionales, que no sólo frenaron la caída libre observada en septiembre y octubre de 2008 sino que posteriormente mostraron cierta recuperación, aunque sin llegar todavía a los niveles precrisis (por ejemplo: los *spreads* del mercado interbancario aún se ubican por encima de los valores previos a la crisis, en tanto las bolsas aún se muestran por debajo de sus valores precrisis – ver Gráfico 2). Por su parte, al momento de escribirse estas líneas, las variables reales estaban mostrando también cierta estabilización luego de la fuerte caída observada en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, pero todavía resulta prematuro concluir que el proceso de recuperación de la economía global haya comenzado.

Como conclusión podemos decir que lo que comenzó como un enfriamiento del mercado de hipotecas *subprime* en Estados Unidos durante 2007 culminó hacia fines de 2008 en la peor crisis financiera y económica mundial desde la Crisis del 30. Las características principales de este evento: su magnitud, su alcance global y el hecho de haberse generado en los países desarrollados, despiertan preguntas de suma relevancia: ¿cuáles fueron sus causas?, ¿cómo será el mundo luego de la crisis?, ¿cómo evitar que eventos similares vuelvan a ocurrir?, ¿qué lecciones de política económica nos deja? Con esta motivación, en las notas que a continuación se presentan en esta entrega de Ensayos Económicos, diversos autores tratarán de explorar algunos aspectos de estas preguntas con el objetivo de contribuir a la comprensión de una crisis que será sin dudas un hito importante de la economía global.

⁵ En base a datos del informe realizado por el FMI para la reunión del Grupo de los 20 en Londres (13 y 14 de marzo) sobre Perspectivas y Políticas Económicas Globales.

Introducción a “La parábola de los ciegos y el elefante”

*Por Javier Finkman**

Aunque precede por varios años a los artículos sobre la crisis internacional que forman parte de este volumen de Ensayos Económicos, el comité editorial decidió traducir al español “La parábola de los ciegos y el elefante” que Barry Eichengreen publicó en enero de 2006.

La historia de los ciegos y el elefante, en sus diferentes versiones, cuenta la historia de varios hombres ciegos que deben entender o describir a un elefante luego de tocar, cada uno de ellos, una parte diferente. La parábola enseña el valor de las diferentes perspectivas en la comprensión de un todo.

El artículo de Eichengreen muestra, por primera vez hasta mi conocimiento, que las explicaciones en pugna acerca de los desequilibrios globales son complementarias antes que excluyentes: partes de un todo.

Las visiones –partes del elefante– que Eichengreen presenta en su artículo son i) el ahorro deficiente de EE.UU., ii) la nueva economía, iii) el exceso de ahorro global y iv) la codependencia sino-norteamericana.

Todas son resumidas, evaluadas y compatibilizadas a partir de una identidad contable: el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos debe ser igual al superávit del resto del mundo. Justamente, la estrategia expositiva elegida –partir de una simple identidad contable– es el segundo aporte del artículo porque facilita la consistencia y la claridad, dos características imprescindibles cuando se trata de discutir a nivel de la política económica.

* HSBC. CEDES. UBA.

La parábola de los ciegos y el elefante*

Por Barry Eichengreen**

Este ensayo analiza las explicaciones en pugna del patrón de desequilibrios globales y la magnitud del déficit externo norteamericano. Aquí se sostiene que, lejos de ser incompatibles, las explicaciones propuestas son parte de una historia más grande. La caída de la tasa de ahorro de Estados Unidos ha desempeñado un papel importante en el advenimiento de los desequilibrios de EE.UU. y el mundo. Al mismo tiempo, tendencias favorables de productividad convirtieron a EE.UU. en un buen lugar para invertir, atrayendo el ahorro externo que ayuda a financiar la inversión norteamericana y su cuenta corriente. El exceso de ahorro global es un factor que también cuenta, en tanto respalda los flujos de capital hacia EE.UU. y la inversión en EE.UU. Por último, la visión de la codependencia sino-norteamericana subraya el nivel de satisfacción de los países asiáticos con una situación en la que la demanda de exportaciones es desproporcionadamente importante en relación con la demanda doméstica (debido a una combinación de elevada aversión al riesgo después de la crisis de 1997-98 y su compromiso continuo con el crecimiento liderado por las exportaciones), una posición que se sostiene mediante tipos de cambio subvaluados y se refleja en el acelerado crecimiento de las importaciones de EE.UU.

I. Introducción

El problema de los desequilibrios globales y el déficit persistente de Estados Unidos han dado lugar a interpretaciones marcadamente diferentes. Entre las

* Preparado para la Conferencia de Investigación Macroeconómica sobre el Futuro de los Flujos de Capital del Tokio Club Foundation, Kyoto, 21-22 de noviembre. Le agradezco a Sudarat Ananchotikul su valiosa colaboración en la investigación. La versión original en inglés de este trabajo fue publicada en Issues in Economic Policy, The Brookings Institution, Número 1 – Enero de 2006. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** Profesor de Economía y Ciencia Política en la Universidad de California, Berkeley, y previamente asesor senior de políticas en el FMI. Miembro del CEPR.

más destacadas están la visión del ahorro deficiente de EE.UU., la visión de la nueva economía, la visión del exceso de ahorros a nivel global y la visión de la codependencia sino-norteamericana. Estas cuatro interpretaciones tienen implicancias de política diferentes y sugieren escenarios distintos para el futuro de la economía mundial.

En uno de sus trabajos, Nouriel Roubini compara la existencia de diferentes perspectivas con la película *Rashomon*, de Akira Kurosawa, en la que una serie de observadores brindan versiones disímiles sobre el mismo conjunto de hechos.¹ La analogía es sugerente y por esa razón la menciono aquí. Pero las interpretaciones que distingo no coinciden con las de Roubini. Sobre todo, extraigo conclusiones diferentes de la existencia de estas perspectivas disímiles. En la película de Kurosawa, las versiones en pugna son interesadas, un patrón que, según Roubini, lleva a la discusión sobre los desequilibrios globales. Además, en la interpretación de Roubini hay una única caracterización consistente y empíricamente defendible de los hechos. Aquí, en cambio, yo sostengo que los exponentes de las distintas interpretaciones han identificado aspectos importantes de una realidad más grande. Las versiones no son incompatibles. Por el contrario, son parciales. Para entender la naturaleza del problema es necesario reconocer que las cuatro visiones tienen una cierta validez. Por lo tanto, la analogía correcta no es *Rashomon* sino la parábola de los ciegos y el elefante.

En la próxima sección, analizaré este punto desde la perspectiva de la plataforma de las identidades convencionales de la cuenta corriente. Decir que hay una cierta validez en las cuatro visiones no es muy útil para quienes se preocupan por el futuro. Por lo tanto, luego me ocuparé de las implicancias de estos escenarios para las perspectivas futuras. El artículo concluye con las implicancias para la política.

II. Identidades contables con implicancias analíticas

La manera más sencilla de ver la compatibilidad de las diferentes visiones consiste en recordar que la cuenta corriente es la diferencia entre el ahorro (S) y la inversión (I) ($S - I$) y que el déficit de Estados Unidos debe ser igual al superávit del resto

¹ Véase Roubini (2005).

del mundo ($S - I = I^* - S^*$, donde los asteriscos representan las variables del resto del mundo).² En equilibrio general, los *shocks* a cualquiera de estas cuatro variables pueden tener implicancias para todas. La visión de la falta de ahorro de EE.UU., que sostiene que el factor más importante en la situación actual es la baja tasa de ahorro nacional, se focaliza en un *shock* negativo a S . La visión de la nueva economía de que el factor fundamental de los desequilibrios globales es el interés por invertir en los Estados Unidos se focaliza en un *shock* positivo a I . La visión del exceso de ahorro global de que los altos índices de ahorro del resto del mundo son la causa del patrón predominante de bajas tasas de interés y flujos de capitales a los EE.UU. se focaliza en un *shock* positivo a S^* . A su vez, la visión de la codependencia sino-norteamericana por la cual los países asiáticos tienen hoy una mayor aversión al riesgo como producto de la crisis de 1997-98, razón por la cual sus economías tienen una menor presión de demanda y tasas de interés más bajas y acumulan reservas para protegerse de otra crisis regional, dejándolos felices de ver cómo Estados Unidos acumula un mayor déficit, se focaliza en la declinación de I^* . Esto significa que las cuatro variables pueden verse afectadas por *shocks*, y que los *shocks* a cualquiera de ellas afectan, en general, a las tres restantes. No hay nada incompatible en las cuatro interpretaciones. Sí hay, sin embargo, importantes diferencias en el énfasis.

II.1. La visión del ahorro deficiente de Estados Unidos

Se focaliza en la caída de la tasa de ahorro a nivel nacional desde comienzos de esta década y observa que, a igualdad de las demás condiciones, un *shock* negativo al ahorro nacional generará un deterioro equivalente en la cuenta corriente. Sus propulsores señalan que el ahorro bruto nacional de EE.UU. descendió al 13,6% del PIB según la medición del FMI, lo que significa una caída de 3,3 puntos porcentuales respecto del promedio del período 1983-2000 y casi la mitad del nivel que tiene el resto del mundo.³

Autores como Roubini y Setser (2004) culpan a la política fiscal de la caída en las tasas de ahorro norteamericanas. Señalan que una declinación del ahorro público como la ocurrida en Estados Unidos desde el 2001, período en el que el

² Las cifras publicadas muestran una discrepancia en la cuenta corriente global, pero se trata de un problema estadístico menor que no socava el punto analítico. Además, es pequeña en relación con el tamaño del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos y los desequilibrios globales considerados en este trabajo.

³ Véase Roach (2005), pág. 2.

saldo fiscal pasó de +2,5% del PIB a -3,5% del PIB, derivará en una caída equivalente del ahorro nacional y un deterioro equivalente del saldo de cuenta corriente de la nación, a igualdad de las restantes condiciones. Los autores subrayan la coincidencia temporal entre la caída del ahorro bruto y el aumento del déficit de cuenta corriente norteamericano desde el 2001, cuya implicancia es que el supuesto de “todo lo demás constante” no es una mala aproximación a la realidad.

Los críticos de esta visión objetan que, a más largo plazo, sólo hay una evidencia tenue de comovimientos positivos fuertes de los saldos fiscal y de cuenta corriente.⁴ En respuesta, algunos que simpatizan con la visión de los déficit gemelos señalan que el saldo de cuenta corriente también se verá afectado por otros *shocks* (Truman 2004). Si bien la caída del flujo de ahorro público tenderá a aumentar el flujo de ahorro externo, permaneciendo el resto constante, las dos variables no necesariamente se mueven al mismo ritmo; su relación bivariada también se verá afectada por otras variables. Más problemático es el hecho de que los estudios econométricos del impacto de los déficit fiscales en los déficit de cuenta corriente encuentra una correlación relativamente débil entre estas variables incluso después de controlar por otros factores.⁵ Igual de problemático es el hecho de que una parte sustancial de la caída de las tasas brutas de ahorro privado de este período refleja un descenso de las tasas de ahorro personal que no es atribuible de manera directa al déficit presupuestario, tasas de ahorro privado que deberían haber aumentado de acuerdo con la lógica ricardiana

⁴ Algunos, como Bernanke (2005), apuntan en particular a la segunda mitad de la década de 1990, cuando empeoró la posición de cuenta corriente de Estados Unidos en US\$ 300 mil millones (entre 1996 y 2000, para ser exactos) a pesar de que la posición fiscal mejoraba. Por supuesto que la explicación de esto es que, en la segunda mitad de los años '90, Estados Unidos disfrutaba de un *boom* de inversiones asociadas a la burbuja de Internet; esto nos lleva a la visión de la “nueva economía” sobre el déficit de cuenta corriente de EE.UU. que analizaremos en la próxima subsección.

⁵ Después de controlar por los restantes determinantes de la cuenta corriente, Erceg, Guerrieri y Gust (2005) descubren que una declinación de US\$ 1.000 millones en el déficit presupuestario de Estados Unidos produce una mejora de sólo US\$ 200 millones en la cuenta corriente. Utilizando datos de panel para un grupo de países industrializados, Chinn e Ito (2005) llegan a una estimación casi idéntica. Gruber/Kamin (2005) obtienen un efecto más pequeño y menos significativo. Presumiblemente, el mecanismo responsable de la compensación es la reducción del ahorro privado que acompaña al aumento del ahorro público (déficits más bajos significan tasas de interés más bajas, que alientan el endeudamiento de los hogares). Esto parece ser lo que sustenta la visión de Bernanke de que una política de endurecimiento fiscal podría reducir un poco el déficit de cuenta corriente pero sólo a expensas de una expansión adicional de la burbuja inmobiliaria. Por otro lado, esta visión implicaría una caída adicional significativa del ahorro privado norteamericano asociada a la mejora en el saldo fiscal de 5% del PIB entre 1992 y 2000, cuando sólo se produjo un pequeño movimiento adicional de las tasas de ahorro privado.

convencional (las tasas de ahorro personal de Estados Unidos llegaron a su pico a principios de los años '80, ubicándose en el 11% del PIB, y vienen descendiendo continuamente desde entonces). Pero lo más problemático es que la visión de los déficit gemelos/bajo ahorro norteamericano implica que las tasas de interés reales norteamericanas de largo plazo deberían ser altas, cuando en realidad son bajas. Esto implica, como mínimo, que la escasez de ahorro no es lo único que está sucediendo en Estados Unidos.

La reconciliación obvia es que hay otros factores que explican la coexistencia de bajas tasas de interés y bajas tasas de ahorro. Uno de esos argumentos es que la globalización y la desregulación aumentaron la flexibilidad de precios, moderando la presión sobre los bancos centrales para inflen en respuesta a los *shocks*, domesticando las expectativas de inflación y reduciendo el nivel de las tasas de interés consistentes con cualquier nivel de ahorro.⁶ Otro argumento es que la mayor credibilidad del compromiso antiinflacionario de los bancos centrales ha reducido, de forma permanente, el nivel de equilibrio de las tasas de interés. En ambos casos, el problema es la incapacidad de estos otros factores para explicar la declinación de las tasas de interés reales, en vez de las nominales. También les resulta difícil explicar por qué el cambio en la relación entre el ahorro y la tasa de interés fue tanto más pronunciado en Estados Unidos y por qué se concentró en los últimos cinco años. En este sentido, el argumento más convincente, que tiene el mérito de ser específico de Estados Unidos y concentrado en los últimos años, es que la Reserva Federal recortó de manera agresiva la tasa de interés cada vez que los precios de los activos mostraron una tendencia a la baja. El “put de Greenspan” resultante redujo el riesgo percibido de la inversión, bajando las tasas de interés reales vía una reducción en la prima de riesgo. En términos más generales, “la Gran Moderación” —es decir, la moderación de las fluctuaciones de los ciclos económicos que, de modo similar, se atribuye a una mejor política monetaria— generó riesgos y tasas de interés reales más bajos.

II.2. La visión de la nueva economía

Esta visión, sostenida por autores como Cooper (2004), Clarida (2005), y Backus y Lambert (2005), sostiene que el déficit norteamericano refleja el atractivo por

⁶ Véase Rogoff (2003) para un argumento que sigue estos lineamientos.

invertir en los Estados Unidos y el consiguiente ingreso de capitales que financian el déficit de cuenta corriente de la nación. El consumo de EE.UU. supera a su producción porque los estadounidenses se benefician desproporcionadamente con el alto retorno sobre la inversión en los Estados Unidos. El aumento anticipado del ingreso futuro es capturado por el ratio entre la riqueza de los hogares derivada de la tenencia accionaria y el ingreso personal disponible, que creció fuertemente en los años '90. Junto con el ratio entre la riqueza inmobiliaria de los hogares y el ingreso personal disponible, y el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, esta variable del mercado bursátil puede explicar la mayor parte de la variación en la tasa de ahorro personal de Estados Unidos de los últimos 40 años.⁷

Por supuesto, después del año 2000, es el aumento de la riqueza inmobiliaria y la caída del rendimiento de los bonos del Tesoro lo que explica la mayor parte de la baja continua de las tasas de ahorro personal, dado que el mercado accionario perdió las ganancias de los cinco años precedentes. Además, está el hecho de que la aceleración del crecimiento de la productividad es sólo una de las explicaciones posibles del aumento del valor del mercado accionario en la década de 1990: los críticos de la visión de la nueva economía atribuirían las tendencias del mercado accionario en parte a la exhuberancia irracional y en parte a las políticas monetarias permisivas. Más aún, para que la aceleración de la tasa subyacente de crecimiento de la productividad explique la conducta diferencial respecto de los ahorros entre los norteamericanos y los residentes de otros países junto con el ingreso de capitales hacia la nación, no basta con que aumente la productividad de la inversión sino que este aumento debe ser más rápido en Estados Unidos que en el resto del mundo. En este sentido, los observadores señalan el desempeño superior de EE.UU. en términos de crecimiento y productividad desde mediados de los años '90 en comparación con Europa y Japón cuando argumentan que tanto los residentes como los inversores extranjeros se sienten atraídos por las perspectivas económicas favorables y esperan altos retornos sobre su inversión en Estados Unidos, mientras que estos mismos factores los desalientan a invertir en el exterior. Para explicar estas tendencias de la productividad señalan la mayor flexibilidad de los mercados laboral, de capitales y de productos estadounidenses y sostienen que la estructura del mercado es especialmente adecuada para un período en el que los inversores buscan capitalizar las oportunidades que brindan las revolucionarias tecnologías de la información

⁷ Véase Lambert (2005).

y las comunicaciones. Por consiguiente, Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2005) comparan la flexibilidad de Estados Unidos con la rigidez de Europa y dicen que la escasez de oportunidades atractivas de inversión en Europa, causadas por el estancamiento del crecimiento de la productividad, explica por qué buena parte de la corriente de ahorros del mundo termina en Estados Unidos.⁸

Puede haber algo de verdad en este punto. Pero vale la pena recordar que los datos sobre las tendencias relativas de la productividad desde fines de los años '90, cuando empezó a emerger el abultado déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, son —¿cómo decirlo?— mucho menos que concluyentes. En comparación con Europa, Estados Unidos muestra un crecimiento de la productividad mucho más acelerado en el sector informático pero, dado que representa el 6% de la economía, este sector por sí solo es demasiado pequeño como para afectar mucho al producto agregado y al crecimiento de la productividad. Los cálculos minuciosos de Timmer *et al.* (2003) sugieren, como máximo, un diferencial de productividad de ½ por ciento para toda la economía entre Estados Unidos y Europa en el período 1995-2001 (véase la Tabla 1). Esta cifra es demasiado pequeña como para impulsar, de manera plausible, un cambio del 6% del PIB en el saldo de cuenta corriente de EE.UU. También puede ser demasiado pequeña como para resultar estadísticamente confiable.⁹ Y aun cuando esta historia tuviera sustento para la comparación entre Europa y Estados Unidos, no es obvio que se traslade a Asia, donde el crecimiento de la productividad también es sólido.

Los críticos también sostienen que la mayor parte del financiamiento neto reciente del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos no provino de los inversores privados, presumiblemente motivados por los diferenciales de productividad y sus implicancias para los retornos sobre la inversión, sino de los bancos centrales extranjeros.¹⁰ Las compras de activos norteamericanos por parte de las autoridades mone-

⁸ Tal como señalara Brad Setser, los propulsores de esta visión tienen más dificultades para explicar por qué el capital sale de China, donde el crecimiento es tan acelerado, hacia los Estados Unidos. Presumiblemente, correspondería esperar que buena parte de la inversión reciente de China tenga que pasarse a pérdida, lo que implicaría que su crecimiento acelerado es insostenible.

⁹ Esto hace que resulte difícil sostener que está impulsando la conducta de los inversores. Hubo, sin duda, un gran entusiasmo por invertir en los sectores de producción y uso de recursos informáticos durante el período de la burbuja de Internet (1995-99) pero esto no explica el surgimiento del déficit de Estados Unidos, dado que éste empieza después.

¹⁰ En el año 2004, más de dos tercios del financiamiento requerido para el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos provinieron de los bancos centrales extranjeros. Las fracciones precisas dependen de los datos y las clasificaciones que se utilicen. Vea Roubini y Setser (2005).

Tabla 1 / Fuentes del crecimiento de la productividad laboral en Estados Unidos y EU-15

	1980-1995	1995-2001
EU-15		
Productividad laboral promedio	2,33	1,37
Contribución de la profundización del capital	1,21	0,90
Tecnología de la información	0,32	0,42
Tecnología no derivada de la información	0,88	0,48
Productividad total de los factores	1,13	0,46
Producción de IT		0,27
Otros		0,19
Contribución total de IT		0,69
Estados Unidos		
Productividad laboral promedio	1,37	1,85
Contribución de la profundización del capital	0,67	1,05
Tecnología de la información	0,48	0,72
Tecnología no derivada de la información	0,19	0,32
Productividad total de los factores	0,70	0,80
Producción de IT		0,44
Otros		0,36
Contribución total de IT		1,16

Fuente: Timmer *et al.* (2003).

tarias extranjeras son, sin embargo, una pequeña fracción –de acuerdo con los datos recientes, alrededor del 25%– de las compras externas totales de activos de EE.UU. Pero, las compras privadas de activos estadounidenses por parte de los extranjeros son en gran medida compensadas por las compras privadas de activos externos por parte de los estadounidenses. Los puntos precedentes están relacionados: vale la pena repetir que es posible que los extranjeros aumenten sus inversiones en Estados Unidos sin generar un déficit de cuenta corriente si, al mismo tiempo, los norteamericanos aumentan sus inversiones en otros países. El hecho de que la inversión norteamericana privada en el exterior compense en buena medida a la inversión extranjera privada en Estados Unidos y que el financiamiento residual de la cuenta corriente haya sido provisto por los bancos centrales del exterior

en los últimos años no es fácilmente compatible con la visión de la cuenta corriente norteamericana impulsada por la inversión que defiende la Nueva Economía.

Además, los críticos sostienen que para que un déficit de cuenta corriente de la magnitud del actual refleje inversión extranjera orientada a las ganancias en Estados Unidos, el crecimiento económico norteamericano y la capacidad del país para generar ganancias deberían acelerarse contundentemente. Para que un déficit de cuenta corriente del 7% produzca un ratio deuda externa/PIB inferior al 100% en estado estacionario –que de por sí es un ratio mucho más alto que el de cualquier economía industrial grande y madura a la fecha– el crecimiento de Estados Unidos tendría que acelerarse al 5% (suponiendo una tasa de inflación anual del 2%). El crecimiento nominal tendría que acelerarse a un inverosímil (o inflacionario) 12% para que un déficit del 7% fuera consistente con un ratio deuda externa/PIB del 50%, cifra que Mussa (2004) considera como límite superior realista y que es dos veces el nivel actual. En otras palabras, aun cuando la visión del *boom* de inversiones que propone la nueva economía fuera correcta, se necesitaría todavía una reducción significativa del déficit de cuenta corriente de EE.UU. para evitar una dinámica de deuda inestable.¹¹

II.3. La visión del exceso de ahorro global

En esta visión, sostenida por autores como Bernanke (2005) y Hubbard (2005), la combinación de demografía, rápido crecimiento, altos precios del petróleo y desarrollo financiero alentaron el ahorro fuera de Estados Unidos. En Asia, a excepción de Japón, las bajas tasas de dependencia están alentando el ahorro, tal como lo predice el modelo del ciclo de vida. En China, la limitada disponibilidad de bienes de consumo y el subdesarrollo de la intermediación financiera derivan

¹¹ Estos cálculos ignoran los efectos de la valuación de activos, excepto por algunos efectos de la inflación (vea el texto). En la práctica, el rendimiento diferencial de los activos y pasivos externos de EE.UU. (en general, los activos superan a los pasivos) ha significado que un déficit dado de cuenta corriente no generó un aumento equivalente de la deuda externa neta nacional (Gourinchas y Rey, 2005). El hecho de que alrededor del 70% de los activos de Estados Unidos en el exterior estén denominados en moneda extranjera, mientras que el pasivo norteamericano está denominado en dólares, significa que cuando el dólar baja en respuesta a un déficit de flujo, la posición financiera externa recupera históricamente con mayor rapidez la sustentabilidad. Pero el déficit externo crónico de la nación y la necesidad de la depreciación del dólar implican que la composición en moneda extranjera de las carteras de inversión internacionales no va a durar. A medida que los extranjeros empiecen a protegerse de manera más efectiva de las consecuencias financieras de la depreciación del dólar, estos efectos favorables del balance ya no van a funcionar de manera tan poderosa, si es que funcionan.

en altas tasas de ahorro forzado. En los países exportadores de petróleo de Medio Oriente y el resto del mundo, los elevados precios del petróleo están alimentando altas tasas de ahorro. En los países avanzados, el crecimiento acelerado dio respaldo al crecimiento de las utilidades empresariales, alentando a su vez el ahorro empresarial. Los inversores extranjeros que buscan plazas atractivas para colocar sus fondos inevitablemente canalizan algunos de ellos hacia los Estados Unidos, financiando de este modo el déficit de la nación. Este flujo de ahorro externo ejerce una presión a la baja sobre las tasas de interés norteamericanas, alentando a los ciudadanos a gastar. Con tasas de ahorro tan altas en otros países, los inversores y gobiernos del exterior están felices de ver que Estados Unidos sigue acumulando déficit, y actuando en verdad como consumidor de última instancia del mundo.

El problema con esta visión es que en el resto del mundo no subieron las tasas de ahorro de manera uniforme en los últimos años. El ahorro privado está bajando no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y Japón. En la zona del euro, las tasas de ahorro neto de las familias bajaron del 14% a principios de los años '90 a menos del 10% hoy. En Japón, estas mismas tasas cayeron al 5%, también de un 14% a principios de la década de 1990. Los ahorros netos de los hogares de los países anglosajones (Reino Unido, Canadá, Australia y Nueva Zelanda) se mantuvieron en niveles similarmente bajos.¹² Sin duda que la declinación de las tasas de interés, que aumentó la riqueza bursátil e inmobiliaria, puede haber contribuido a la caída del ahorro de los hogares, tal como se indicó antes, porque con una mayor riqueza los hogares pueden alcanzar sus metas financieras ahorrando menos.¹³ Pero esto amerita preguntar de dónde vinieron las tasas de interés más bajas en primer lugar. Además, la OCDE (2002) muestra que en un panel de 15 países de la OCDE, las fluctuaciones posteriores a 1995 en las tasas del ahorro privado pueden encontrar su explicación en fundamentos como tasas de dependencia de la vejez más altas, la política fiscal (con superávits más fuertes que derivaron en menos ahorro privado en la segunda mitad de la década de 1990 y luego, presumiblemente, en más ahorro en los últimos cinco años) y los cambios en la inflación y los términos de intercambio.¹⁴

¹² Todas estas cifras se calculan sobre la base de la definición estándar de la OCDE.

¹³ Esto también sugiere que las tasas de ahorro aumentarán ahora, presumiblemente, al normalizarse las tasas de interés y enfriarse el mercado inmobiliario.

¹⁴ Los términos de intercambio parecen ser específicamente importantes para los países exportadores de petróleo, para los que los precios de exportación más altos se traducen en más recursos y más ahorro.

El hecho de que este estudio de la OCDE analice los determinantes de las tasas de ahorro privado, que son la suma de los ahorros de los hogares y las empresas, y no sólo las tasas de ahorro personal, nos permite rechazar la presunción de que el patrón reciente de desequilibrios globales es producto de los altos ahorros empresariales. Hay, además, un hecho inquietante: el país con el mayor *aumento* en las tasas de ahorro corporativo casi simultáneamente con la aparición del gran déficit de cuenta corriente de EE.UU. no es otro que Estados Unidos, lo opuesto de lo que correspondería esperar si el déficit norteamericano fuera impulsado por altos ahorros corporativos *externos*.¹⁵

La Tabla 2 explica la razón. A nivel mundial, hubo en el mejor de los casos un aumento modesto de las tasas de ahorro cuando el ahorro y la inversión se agregan utilizando tipos de cambio de mercado. El punto es todavía más fuerte cuando, como en Obstfeld (2005), se construye el numerador y el denominador utilizando las paridades de poder adquisitivo: ahora el ahorro bruto como porcentaje del PIB fue del 24% en 1997, de 23% en 1999, de 23% en 2001 y de 24% en 2003.

Por lo tanto, si los cambios en las tasas de ahorro globales son importantes para las cuentas corrientes, debe haber movimientos diferenciales en esas tasas (hacia arriba en Asia, hacia abajo en Estados Unidos) que son el origen de la acción. Una vez más, la pregunta es si persistirán las recientes divergencias en las tasas de ahorro. Sobre este punto, realice un análisis de los determinantes del ahorro en los principales países avanzados y en los mercados emergentes. Los datos incluyen a 53 países y el período es 1975-2003; todas las ecuaciones se estiman según los Mínimos Cuadrados Generalizados con efectos aleatorios.¹⁶

¹⁵ En Estados Unidos, el ahorro neto del sector corporativo (ahorro bruto total menos inversión bruta del sector corporativo) pasó de -5% del PIB en 1996-2000 a alrededor de +6% del PIB en 2000-2004. Vea Loeys y colaboradores (2005).

¹⁶ Los datos para los países en desarrollo más pobres y más pequeños son más ruidosos y hacen que las estimaciones, como las que se incluyen en el texto, sean por consiguiente menos informativas. Los países analizados aquí representan más del 95% de los ahorros globales. El FMI realizó recientemente (2005) un estudio similar, si bien los resultados indicados difieren en algunos de sus detalles. Téngase en cuenta que el tamaño de la muestra es reducido debido a la limitada disponibilidad de datos para algunas variables. Los 53 países incluidos en nuestra muestra son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, Hong-Kong Sar, Israel, Corea, Singapur, Provincia China de Taiwán, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Venezuela, Argelia, China, Croacia, Egipto, India y Marruecos.

Tabla 2 / Tendencias de los ahorros y la inversión a nivel global (como porcentaje del PIB)

	Promedio	Promedio	2003	2004	Cambio:
	1990-99	2000-02			1991-2004
Ahorro a nivel mundial	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Economías avanzadas	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
Estados Unidos	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Zona del Euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japón	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Economías emergentes	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Asia en desarrollo	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
China	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
América Latina	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europa Central y del Este	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Inversión a nivel mundial	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Economías avanzadas	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
Estados Unidos	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Zona del Euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japón	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Economías emergentes	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Asia en desarrollo	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
China	38,5	37,9	42,4	43,9	9,7
América Latina	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europa Central y del Este	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

Fuente: Informe anual del BPI (2005).

Los resultados (Tabla 3) ayudan a explicar los patrones recientes de las tasas de ahorro pero sugieren también que estas pronunciadas divergencias pueden no persistir de manera indefinida. Los países con altas tasas de crecimiento exhiben una tendencia a ahorrar más, como si debiera transcurrir algún tiempo para que el consumo alcance a los ingresos más altos. La importancia de la variable dependiente rezagada también apunta en la misma dirección de ajuste lento. Sin embargo, este ajuste debería producirse con el transcurso del tiempo. Además, a medida que maduren los mercados emergentes y sus tasas de crecimiento converjan con las de los países avanzados, habrá una tendencia hacia la convergencia de las tasas de ahorro. Podría decirse que la tendencia de los

Tabla 3 / Ahorro e inversión a nivel global: regresiones del panel, 1975-2003

Variable	Ratio Ahorros/PIB				Ratio Inversiones/PIB			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ahorros rezagados/PIB	0,92 (56,96)	0,87 (38,99)	0,89 (43,37)	0,89 (41,98)	0,89 (39,11)	0,87 (32,03)	0,85 (30,12)	0,84 (29,31)
Crecimiento del PIB per cápita	0,07 (3,52)	0,10 (4,11)	1,00 (4,04)	0,10 (3,88)	0,06 (2,63)	0,12 (4,52)	0,12 (4,46)	0,12 (4,57)
Tasa de interés	0,09 (0,40)	0,24 (1,02)	0,22 (0,94)	0,21 (0,90)	-0,18 (0,73)	-0,02 (0,07)	-0,03 (0,13)	-0,01 (0,03)
Crédito privado/PIB	0,01 (1,66)	0,00 (0,37)	0,00 (0,26)	0,00 (0,01)	0,00 (0,33)	0,00 (0,33)	0,00 (0,05)	0,00 (0,14)
Δ Crédito privado/PIB	0,02 (1,24)	-0,01 (0,26)	-0,01 (0,37)	0,00 (0,06)	-0,02 (0,87)	-0,08 (3,26)	-0,08 (3,45)	-0,10 (4,09)
Tasa de dependencia	-0,05 (2,68)	-0,06 (1,93)	-0,05 (2,06)	-0,05 (1,99)	-0,02 (0,98)	-0,02 (0,84)	-0,04 (1,26)	-0,05 (1,74)
Déficit fiscal/PIB	-0,02 (0,81)	0,00 (0,09)	0,00 (0,08)	0,00 (0,10)	0,00 (0,15)	0,01 (0,30)	0,00 (0,10)	0,00 (0,10)
Crecimiento de los términos de intercambio	0,05 (3,70)	0,07 (4,75)	0,07 (4,59)	0,07 (4,59)	-0,04 (2,29)	-0,03 (1,64)	-0,03 (1,94)	-0,03 (1,99)
M2/PIB		0,01 (1,07)	0,01 (1,18)	0,01 (1,11)	0,01 (1,11)	0,00 (0,35)	0,01 (0,85)	0,02 (1,63)
Crédito doméstico/PIB		-0,01 (2,52)	-0,01 (2,39)	-0,01 (2,60)	-0,01 (2,60)	-0,01 (1,82)	-0,01 (1,88)	-0,01 (1,91)

Tabla 3 / Ahorro e inversión a nivel global: regresiones del panel, 1975-2003 (continuación)

Variable	Ratio Ahorros/PIB			Ratio Inversiones/PIB				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Variable dummy de la crisis mexicana aplicada a:								
Mercados Emergentes			0,00 (0,76)				0,00 (0,70)	
Asia				0,00 (0,04)				0,01 (1,21)
América Latina				0,01 (0,58)				0,01 (0,87)
Variable dummy de la crisis asiática aplicada a:								
Mercados Emergentes			-0,01 (1,25)				-0,02 (3,59)	
Asia				0,00 (0,46)				-0,04 (4,95)
América Latina				-0,02 (1,57)				-0,02 (1,87)
Cant. de observ.	452	350	350	350	453	351	351	351
Wald Chi2:	4694,19	2983,19	3987,56	3984,54	2150,83	1835,68	1719,06	1680,36

Nota: Estadístico z en paréntesis.
Fuente: Ver texto.

países con mercados financieros más profundos, medidos según el ratio crédito doméstico/PIB, a ahorrar menos respalda la creencia de que el desarrollo financiero alentará más el gasto de consumo en los mercados emergentes.¹⁷ Por último, la tasa de dependencia de la tercera edad tiene un efecto negativo en el ahorro, tal como lo predice el modelo del ciclo de vida. Una vez más, la implicancia es que las tasas de ahorro de Asia bajarán a medida que envejezcan sus poblaciones.

II.4. La visión de la codependencia sino-norteamericana

Los lectores observarán en las últimas cuatro columnas de la Tabla 3 que muchas de estas variables tienen efectos similares en las ecuaciones del ahorro y la inversión. Por ejemplo, una tasa de dependencia más alta no sólo deprime el ahorro sino también la inversión, algo de lo que no habla mucho el FMI (2005), entre otros, pero que fue observado previamente por Eichengreen y Fifer (2002). La lógica de este resultado sería que una tasa de dependencia más alta reduce la población activa disponible para cooperar con el capital, reduciendo el retorno sobre la inversión. Desde el punto de vista estadístico, este resultado bien puede ser sólo otra manifestación del enigma de Feldstein-Horioka, es decir, que la diferencia entre las tasas de ahorro y las tasas de inversión nacionales es relativamente pequeña, de manera tal que cualquier cosa que modifique la función de ahorro debe modificar la función de inversión en la misma dirección (o, al menos, aparentar que lo hace en el marco de una regresión). Sea como sea, la implicancia económica no está en discusión: una tasa de dependencia más alta tiene un mayor impacto negativo en los ahorros que en la inversión y, por lo tanto, un impacto positivo en la cuenta corriente.¹⁸

En los últimos años, el factor más significativo en el surgimiento de los grandes excedentes de cuenta corriente de Asia (a excepción de China) ha sido la declinación de la inversión y no el aumento del ahorro. En Asia, excepto China y Japón, las tasas de inversión cayeron un 8,7% del PIB entre 1996 y 2004.¹⁹ Por supuesto que China es una excepción porque, aunque las tasas de ahorro crecieron, las tasas de inversión subieron casi con la misma rapidez. Pero China es sólo una parte de Asia y de las economías mundiales. Para Asia en su conjunto, el coeficiente

¹⁷ Este efecto no es abrumadoramente grande. Chinn e Ito (2005) brindan razones adicionales para ser escépticos respecto de la robustez de la relación.

¹⁸ Véase Gruber y Kamin (2005).

¹⁹ Véase Macfarlane (2005) y Rajan (2005).

sobre la crisis asiática de la última columna de la Tabla 3 indica una abrupta caída de la inversión después de la crisis de 1997-98 que no se observa en otras regiones y que no puede explicarse por las restantes variables incluidas en el análisis.

Algunos consideran que el descenso de las tasas de inversión de Asia es un fenómeno transitorio resultante del ciclo desfavorable, las interrupciones del sector financiero y las incertidumbres políticas posteriores a la crisis. Pero el hecho de que las tasas de inversión de Asia, a excepción de China y Japón, estén significativamente por debajo de los niveles de 1996 casi diez años después del inicio de la crisis sugiere que hay algo más que una fluctuación del ciclo económico. Algunos de los que ven a las bajas tasas de inversión de este continente como permanentes consideran que buena parte de la inversión del período previo a la crisis fue antieconómica y mal asignada. Y concluyen que Asia está mejor sin ella. Según esta interpretación, los gobiernos asiáticos han sido inteligentes al alejarse de políticas que promueven la inversión de manera agresiva. Vale la pena recordar que las políticas en cuestión conllevaron mantener la economía doméstica bajo una alta presión de demanda, presión que se manifestó bajo la forma de déficit en cuenta corriente financiado con ingresos de capital de corto plazo (que llegó al 7% del PIB en el caso de Tailandia antes de la crisis). Pero los gobiernos asiáticos, fuertemente afectados por la crisis, son hoy más adversos al riesgo. Prefieren una menor dependencia a la entrada de capitales y superávit, en lugar de déficit, de cuenta corriente, que obtienen sometiendo a sus economías a una menor presión de demanda. Prefieren depender más de las exportaciones para proveer demanda a la producción interna. La mayor aversión al riesgo hace que se sientan satisfechos cuando acumulan muchas reservas internacionales.

El efecto negativo de la crisis asiática en la inversión en los países de la región se observa con claridad en la última columna de la Tabla 3 donde, siguiendo a Aizenman y Lee (2005), incluimos variables que interactúan con una variable *dummy* para América Latina para el período posterior a la crisis mexicana y con una variable *dummy* para Asia para el período posterior a la crisis asiática. Se observa un fuerte coeficiente negativo para la inversión en los países asiáticos durante el período posterior a 1997, que es la contrapartida de su rápida acumulación de reservas (dada la ausencia de un efecto en los ahorros). Este resultado es consistente con los hallazgos de Gruber y Kamin (2005), quienes también muestran que es necesario incluir una variable que represente a las crisis financieras para explicar el giro de los países asiáticos en desarrollo hacia el superávit a partir de 1997.

Tal como se indicó, una pregunta clave es si esta caída de las tasas de inversión en Asia es transitoria o permanente. En un intento por aclarar más este punto, agregamos un término de interacción adicional (que no aparece en la tabla), construido como el producto de la interacción previa (del período posterior a la crisis asiática con una variable *dummy* para los países asiáticos) y una tendencia temporal. El nuevo término de interacción tiene un coeficiente de 0,005 y un estadístico *t* de 1,95. Esto sugiere una tendencia declinante en el tiempo de la caída en la inversión debido a la crisis; y sugiere que hacen falta diez años para eliminar por completo el efecto negativo inicial. Por supuesto que los escépticos van a señalar que el efecto es sólo marginalmente significativo.

Esto nos lleva a la hipótesis de Bretton Woods II, es decir la idea de que el equilibrio transpacífico persiste porque los países asiáticos están satisfechos de que así sea (Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003, 2004; Dooley y Garber, 2005). Esta visión tiene una serie de variantes. Dado que los países asiáticos, y China en particular, consideran a la demanda de exportaciones como el motor del crecimiento económico, mantienen un tipo de cambio subvaluado con respecto al dólar para estimular las exportaciones. El resultado son superávits persistentes de cuenta corriente para Asia y, dada la sobrevaluación del dólar, déficit para Estados Unidos. Por su parte, Estados Unidos está igualmente feliz con este estado de cosas, porque puede vivir por encima de sus posibilidades económicas. O, dado que Estados Unidos tiene un sector financiero más eficiente que el de China, importa ahorros chinos bajo la forma de capital de corto plazo que luego transforma y reexporta bajo la forma de inversión extranjera directa (IED). (Para ser más precisos, reexporta una fracción inferior a uno de esa entrada de capitales). O China acumula letras de Tesorería norteamericanas y otras acreencias financieras en Estados Unidos como forma de garantizar la inversión extranjera directa de las empresas norteamericanas, que es el mecanismo de la transferencia de tecnología.

La variante más conocida de esta historia es que China desea tener un tipo de cambio subvaluado porque de este modo estimula sus exportaciones, que son la fuente del aprendizaje tecnológico y organizacional. Las distorsiones que afectan a la economía justifican la imposición por parte del gobierno de otra distorsión, que adopta la forma de un tipo de cambio subvaluado que aporta más recursos a este sector en comparación con lo que podrían aportar las fuerzas del mercado. La distorsión en cuestión podría estar en el hecho de que buena parte del aprendizaje asociado a producir para exportar es externo a la empresa, brindando un

incentivo inadecuado para transferir recursos al sector ante la ausencia de otras intervenciones. Un sistema financiero ineficiente podría ser lo que impide a los ahorros chinos financiar una inversión adecuada en el sector exportador. También podría deberse a la falta de conocimiento organizacional que es complementario a las exportaciones y que sólo puede mejorar mediante inversiones extranjeras directas vinculadas con la exportación, que transfieren conocimiento organizacional desde el exterior. Para absorber a los más de 200 millones de desempleados rurales que todavía deben trasladarse al moderno sector de manufacturas, China quiere mantener un rápido crecimiento de sus exportaciones, un tipo de cambio subvaluado y grandes excedentes de cuenta corriente durante una década o más. Y Estados Unidos acepta con gusto un dólar sobrevaluado y grandes déficits de cuenta corriente porque le agrada vivir más allá de sus posibilidades económicas.

Aunque estos argumentos fundamentan la existencia de un tipo de cambio subvaluado, no proporcionan un justificativo para subvaluar el tipo de cambio con respecto al dólar en particular o para mantener un límite diario de 0,3% en las fluctuaciones entre el yuan y el dólar. Tampoco implican la persistencia indefinida de desequilibrios en la magnitud actual. Los gerentes y empresarios chinos están adquiriendo rápidamente el conocimiento organizacional necesario para dirigir empresas modernas orientadas a la fabricación. Ya no necesitan socios-inversores externos que los ayuden a organizarse (o los necesitan menos que en el pasado). Los efectos de la productividad derivada del aprendizaje a través de las exportaciones son internos y externos a la empresa, como sucede en otros países, y esto debilita el argumento de la subvaluación como medio para internalizar esta externalidad. En otras palabras, dentro de poco tiempo, estos justificativos para mantener el tipo de cambio artificialmente bajo no serán más sólidos en China de lo que lo son en otros países de ingresos medios.

La variante de esta historia que subraya la mayor eficiencia del sistema financiero de Estados Unidos puede explicar la composición de los flujos de capitales: China acumula sus acreencias en Estados Unidos bajo la forma de títulos, mientras que Estados Unidos acumula sus acreencias en China bajo la forma de inversión extranjera directa. Pero no puede explicar el patrón de desequilibrios de cuenta corriente. No hay razón para que el país con el sistema financiero más eficiente que brinda servicios de intermediación al resto del mundo no pueda tener una cuenta corriente equilibrada o, para el caso, un excedente. No hay razón para que la importación de capital de corto plazo y la exportación de capital de largo

plazo requieran tener déficit de cuenta corriente, como está sucediendo en Estados Unidos. Los norteamericanos tuvieron excedentes de cuenta corriente después de la Segunda Guerra Mundial, cuando los contemporáneos decían que EE.UU. era el banquero del mundo.²⁰ Gran Bretaña tuvo excedentes persistentes de cuenta corriente antes de la Primera Guerra Mundial cuando actuaba, de manera similar, como banquero del mundo. Ser el centro financiero internacional y proporcionar servicios de transformación de vencimientos al resto del mundo no condena a un país al déficit.

Sólo resta entonces la variante de la codependencia sino-norteamericana en la cual Estados Unidos actúa como custodio del mundo y el desequilibrio transpacífico refleja la compra de servicios de custodia por parte de China. En otras palabras, Estados Unidos es titular de la garantía contra la cual toman prestado países como China, que puede atraer inversión extranjera directa porque si alguna vez decide nacionalizar los activos de EE.UU. u otros activos privados, entonces Estados Unidos entrará en *default* sobre sus pasivos oficiales en manos del gobierno chino. Esta variante entra en la identidad entre el saldo de cuenta corriente y la diferencia entre ahorros e inversión, dado que subraya la necesidad de China de inversiones de alta calidad y sostiene que la manera de conseguirlas, mediante la entrada de IED, es ahorrando incluso más de lo que invierte internamente ($S^* > I^*$) y colocando la diferencia como garantía neta en los Estados Unidos.

El problema es que esta historia sólo tiene que ver con China, mientras que la acumulación de reservas y los excedentes crónicos frente a Estados Unidos son panasiáticos. Nadie se preocupa por la posibilidad de que Japón, Corea del Sur o Taiwán expropien inversiones norteamericanas, y estos países también tienen acreencias masivas contra los Estados Unidos. No conozco ejecutivos de empresas norteamericanas que se hayan referido a las grandes reservas en dólares de China como forma de garantía que justifica su decisión de invertir allí. Tampoco conozco declaraciones de funcionarios chinos en las que expliquen que están acumulando papeles del Tesoro de EE.UU. como forma de colocar garantías para las entradas de IED. Por otro lado, la cronología es errónea: la inversión extranjera directa de Estados Unidos en China empieza alrededor del año 1992, mientras que la masiva acumulación de reservas llega recién una década después. Además, está el hecho, subrayado por Goldstein y Lardy (2005), de que EE.UU. representa sólo una pequeña fracción —quizá el 4%— de la IED en China. Por lo tanto, debemos suponer que

²⁰ Véase Depres, Kindleberger y Salant (1966).

Estados Unidos estaría dispuesto a apoyar no sólo a los inversores extranjeros privados de EE.UU. sino también a los de otros países. Por último, la forma en que históricamente se expropiaron las inversiones extranjeras en China fue mediante la liquidación subrepticia de los activos por parte de los gerentes chinos y los socios locales, y no a través de una nacionalización abierta. Es difícil imaginar que el gobierno norteamericano pudiera correr el riesgo de ensuciar su crédito público en respuesta a estas situaciones.

La prueba del argumento de las “reservas extranjeras como garantía de la IED” sugiere hacer una regresión de las reservas sobre sus determinantes usuales – ingreso per cápita como indicador del desarrollo económico, ratio importaciones/PIB como un indicador de la necesidad de que las reservas se ajusten al volumen de transacciones comerciales, indicador de la volatilidad del tipo de cambio, y otros controles– y agregar la IED neta como variable explicativa adicional. Aquí, la especificación es la analizada por Aizenman y Lee (2005), con el agregado, por supuesto, de la inversión extranjera directa.²¹ Al igual que en Aizenman y Lee, todas las ecuaciones se estiman por medio de Mínimos Cuadrados Generalizados con efectos aleatorios. Los resultados (Tabla 4) revelan una correlación positiva entre la IED y las reservas, consistente con la hipótesis. Cuando se escalan las reservas según el PIB, el indicador de IED es positivo y significativamente diferente de cero en el nivel de 99%. Cuando son escaladas por un agregado monetario amplio, el nivel de significancia baja al 90%.

Pero es posible imaginar una serie de *shocks* al término de error de esta ecuación que hacen que los países no sólo acumulen más reservas, por varias razones independientes, sino también más inversión extranjera directa.²² Por lo tanto, instrumentamos el ratio de la IED utilizando un vector de variables económicas, institucionales y demográficas sugeridas por la literatura sobre inversión extranjera. Utilizamos un indicador de corrupción con el fundamento de que un nivel más alto de corrupción hace que la IED sea menos atractiva (Wei, 2000).²³ Incluimos

²¹ Aquí, las reservas se miden netas de oro y son escaladas por un agregado monetario amplio o el PIB. Esta muestra es diferente de la de Aizenbaum y Lee, en la que los autores se limitan a las economías avanzadas y los principales mercados emergentes. En esta muestra incluimos tantos países como fue posible (sujeto a la limitación de la disponibilidad de datos). Los datos son anuales y corresponden al período 1980-2003. De los 192 países sobre los que se recogieron datos, alrededor de 160 tienen datos suficientes para el análisis.

²² En realidad, la posibilidad de simultaneidad es intrínseca al argumento que motiva la especificación.

²³ El indicador de corrupción fue extraído de Transparency International (<http://www.transparency.org/surveys/index/html#cpj>).

Tabla 4 / Regresiones de las reservas sobre la IED según los mínimos cuadrados generalizados con efectos aleatorios.

Variable	Ratio reservas/agregado monetario amplio		Ratio reservas/PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)
IED/PIB	9,24 (1,76)	10,56 (1,99)	0,01 (6,38)	0,01 (5,58)
Log. Población	30,81 (1,01)	-3,56 (0,24)	0,02 (5,71)	0,01 (0,75)
Log. Ingreso per cápita	-3,92 (0,12)	-3,19 (0,25)	0,04 (9,38)	0,02 (4,59)
Importaciones/PIB	13,15 (0,15)	48,46 (1,10)	0,05 (8,11)	0,04 (5,43)
Volatilidad del tipo de cambio	0,01 (0,07)	0,02 (2,11)	0,01 (1,34)	0,01 (1,61)
Tendencia del crecimiento de las exportaciones		-2,94 (0,03)		-0,02 (2,06)
Subvaluación real		-0,01 (0,47)		-0,01 (1,38)
Constante	-466,73 (0,64)	256,59 (0,7)	-0,72 (9,69)	-0,24 (2,77)
Cant. de observ.	2.916	1.947	3.071	2.064
Wald Chi2	4,33	8,73	290,19	114,52

Nota: Estadístico z en paréntesis.
Fuente: Ver texto.

la alícuota impositiva sobre la inversión extranjera directa debido a sus efectos de incentivo (Hines y Rice, 1994; Desai y Hines, 1997).²⁴ Como control adicional, incluimos el logaritmo del PIB sobre la base de que los países con grandes mercados domésticos son más atractivos para los inversores extranjeros. Las regresiones de la primera etapa, utilizando estimaciones de la alícuota impositiva para años alternativos, son bastante compatibles con los datos. En las regresiones de la segunda etapa (Tabla 5) encontramos ahora que la variable IED cambia de signo a negativa y deja de ser significativa. La conclusión apropiada parecería

²⁴ Las estimaciones de las alícuotas impositivas, basadas en datos de Price Waterhouse, corresponden a 1983 e incluyen 82 países.

Tabla 5 / Regresiones de las reservas sobre la IED según las variables instrumentales con efectos aleatorios.

Variables	Ratio reservas/agregado monetario amplio	Ratio reservas/PIB
IED/PIB	-6,62 (1,39)	-0,03 (0,18)
Log. Población	-5,09 (1,64)	-0,02 (0,96)
Log. ingreso per cápita	-2,80 (2,01)	0,03 (0,19)
Importaciones/PIB	3,94 (0,76)	0,05 (1,10)
Volatilidad del tipo de cambio	0,05 (0,80)	0,00 (1,51)
Tendencia del crecimiento de las exportaciones	-1,05 (0,47)	-0,05 (1,44)
Subvaluación real	-4,57 (0,87)	-0,01 (0,90)
Constante	0,11 (1,88)	0,13 (0,30)
Cant. de observaciones	273	294
<i>Wald Chi2</i>	5,7	42

Nota: Estadístico z en paréntesis.
Fuente: Ver texto.

ser que la correlación positiva evidente en las regresiones ingenuas es espuria. Muchos factores ayudan a explicar la acumulación de reservas por parte de los mercados emergentes durante los últimos años. El deseo de que sirvan de garantía para la inversión extranjera directa no es uno de ellos.

III. Perspectivas futuras

Si nos sacamos las anteojeras descubrimos que el elefante tiene no sólo patas, sino también trompa, cola, torso y orejas. Por consiguiente, una explicación completa del surgimiento y persistencia del déficit externo de Estados Unidos debe incluir el papel que desempeñaron: el déficit fiscal y otras políticas que generan bajas tasas de ahorro nacional en el país; rápido crecimiento de la productividad

(al menos en la esperanza, si no ocurre en los hechos concretos) al atraer financiamiento para las inversiones y alentar a los norteamericanos a gastar; factores demográficos, financieros y macroeconómicos que generaron altas tasas de ahorro en el resto del mundo; y una mayor aversión al riesgo después de la crisis de 1997-98, que llevó a los países asiáticos a dirigir sus economías bajo una menor presión de demanda y depender más de las exportaciones netas para sustentar el crecimiento económico.

El hecho de que las causas no sean simplemente un milagro de la productividad que aumentó de manera permanente el apetito de los Estados Unidos y los inversores externos por acreencias sobre la economía norteamericana implica que tendrá que haber un ajuste.²⁵ La única duda es si este ajuste estará amortiguado por los cambios necesarios en el resto del mundo. En este punto, hay razones para ser optimistas. Los factores demográficos que respaldan las tasas de ahorro extraordinariamente altas de Asia no durarán para siempre. En China, el porcentaje de trabajadores activos en el total de la población llegará a su pico ya en el año 2010.²⁶ Por lo tanto, la tasa de dependencia aumentará de manera rápida –con mayor rapidez de lo que aumentó en cualquier otro país– a medida que los integrantes de la fuerza laboral empiecen a jubilarse y sean reemplazados por los más jóvenes concebidos bajo la política china de un solo hijo. Si los hogares de China y otros países asiáticos (y europeos) consumen más, como lo predice el modelo del ciclo de vida, entonces la desaceleración del crecimiento de la demanda –que es un componente del ajuste de la cuenta corriente de Estados Unidos– no necesariamente precipitará una recesión.

Del mismo modo, a medida que China y otros países asiáticos desarrollen sus mercados financieros, a los hogares les va a resultar más sencillo endeudarse para financiar las compras de propiedades, bienes de consumo durables y educación superior, y se liberarán de la necesidad de acumular muchos ahorros para comprar en efectivo.²⁷ A medida que el cambio estructural se torne más predecible y el estado haga más por solventar los costos transitorios del desempleo,

²⁵ La misma discusión surge de la dinámica simple de la deuda analizada antes respecto del ajuste necesario para estabilizar el endeudamiento externo de Estados Unidos como porcentaje del PIB norteamericano o como porcentaje de la riqueza del resto del mundo.

²⁶ Algunas estimaciones sugieren el año 2015.

²⁷ El costo de la educación puede estar convirtiéndose en un factor importante de la conducta de China con respecto a los ahorros; además, el gobierno alienta a las escuelas y universidades estatales a elevar los derechos de matrícula (copia espeluznante de lo que está ocurriendo en California...).

los hogares tendrán menos incentivos para mantener altas tasas de ahorro como protección contra los efectos de la inestabilidad laboral. Los cambios en los tipos de cambio reales que aumentan el poder adquisitivo de los consumidores, ya sea a través de un rápido aumento de los salarios chinos o de la continua revaluación del yuan, pueden hacer un aporte mayor a los cambios progresivos en los patrones de ahorro. Los gobiernos pueden respaldar la demanda invirtiendo más en atención médica, jubilaciones públicas y vivienda pública. Mientras tanto, la inversión privada en Asia puede comenzar a recuperarse y llegar a los niveles más altos de principios de los años '90. Si Japón está hoy, finalmente, a punto de alcanzar una recuperación sustentable, tanto el gasto en el consumo como la inversión empezarán a subir. Algún día, quién sabe, la reforma estructural puede incluso aumentar las tasas de inversión en Europa.

Por todas estas razones, es probable que $S^* - I^*$ siga una tendencia declinante, aumentando la demanda neta fuera de Estados Unidos. $I - S$, su equivalente norteamericano, se reducirá de modo similar como simple cuestión aritmética.

Éste es el escenario optimista. Sugiere que el crecimiento y la demanda en el resto del mundo se recuperarán justo cuando el crecimiento y la demanda se desacelerarán en Estados Unidos. Es un escenario de ajuste gradual, dado que las tasas de ahorro e inversión del resto del mundo probablemente se ajustarán hacia sus nuevos niveles de equilibrio de manera gradual, reflejando el movimiento lento de las variables demográficas y el desarrollo de los mercados financieros. Es muy poco probable que estos ajustes graduales causen una disrupción en el funcionamiento de los mercados financieros y perturben la confianza del consumidor.

El escenario pesimista contempla la posibilidad de que, antes de que los factores que sustentan esta dinámica de ajuste hayan tenido tiempo de hacer sentir su influencia, los extranjeros pierdan la paciencia con Estados Unidos. El financiamiento externo se evapora, haciendo que los precios de los bonos norteamericanos caigan y las tasas de interés a largo plazo suban. El dólar se deprecia abruptamente, creando temores de inflación en el precio de las importaciones que obligan a la Reserva Federal a elevar las tasas de política antes de lo previsto. Las tasas más altas de interés dejan sin aire a la burbuja inmobiliaria y, en términos más generales, deprimen las valuaciones de los activos.

Lo que quizás lleve a los inversores extranjeros a desenchufar el cable sea información que permita inferir que el endeudamiento externo de Estados Unidos

es, o será, insostenible. Si la nueva información sugiere que el milagro de la productividad norteamericana es un espejismo –o, en términos sencillos, que es cuantitativamente menos impresionante de que lo sugerían las estimaciones anteriores– los extranjeros pueden concluir que, ante una desaceleración del crecimiento de EE.UU., el endeudamiento externo de la nación transita un camino insostenible.²⁸ Pueden temer que el círculo se cuadrará con una inflación más alta, dado que una inflación más alta, que significa mayor crecimiento del ingreso nominal, es una de las maneras de conciliar un mayor déficit de cuenta corriente con la limitada disposición de los inversores extranjeros a aumentar la porción de sus carteras destinada a los títulos de Estados Unidos. Sobre el final, por supuesto, se rehusarán a absorber más títulos norteamericanos a menos que se los compense con tasas de interés más altas, que impactarán de manera negativa en el consumo y la inversión de EE.UU., como se señaló antes.²⁹

Los bancos centrales extranjeros podrían tomar una medida decisiva si temen que la revaluación abrupta de sus monedas contra el dólar mataría a la gallina de los huevos de oro del crecimiento impulsado por las exportaciones. Pero, como he señalado en otras ocasiones, esto confunde sus intereses colectivos e individuales.³⁰ Las autoridades monetarias asiáticas no seguirán acumulando indefinidamente acreencias de bajo rendimiento sobre Estados Unidos que están sujetas al riesgo de pérdidas de capital. Cada banco central tiene un incentivo para recortar su acumulación adicional de acreencias sobre los Estados Unidos y para diversificar su cartera de reservas saliendo del dólar antes de que otros hagan lo mismo, en especial si puede hacerlo de manera subrepticia, es decir sin hacer que el dólar caiga contra las divisas de Asia. Éste es un problema clásico de cartel. Y es probable que termine como todos los problemas clásicos de cartel, es decir, mal para aquellos cuyo bienestar depende de la cohesión del cartel.

Si es así, la terminación abrupta del financiamiento externo puede precipitar una aguda recesión en Estados Unidos, similar a la experimentada por otros países

²⁸ Es posible imaginar que la forma en que se financian los gastos de reconstrucción tras el paso del Huracán Katrina puede ser la gota que colme el vaso.

²⁹ Dado que la absorción cae debido a tasas de interés ahora más altas, lo mismo ocurre con el déficit de cuenta corriente, que es la diferencia entre absorción y producción. En este escenario, es así como se produce el ajuste externo.

³⁰ Véase Eichengreen (2004).

que tuvieron que comprimir de manera súbita grandes déficits de cuenta corriente. Edwards (2005) considera que la reversión típica de la cuenta corriente (definiendo a la reversión como una declinación del déficit del 4% del PIB) genera una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB per cápita del 3,6% al 5,0% durante el primer año de ajuste. Tres años después del inicio del ajuste, las tasas de crecimiento del PIB todavía están por debajo de su tendencia a largo plazo.³¹ Ésta es la esencia del escenario pesimista.

Sin duda, Estados Unidos es diferente en algunos sentidos importantes de otros países que acumularon grandes déficit externos y experimentaron reversiones abruptas de sus cuentas corrientes. A favor del país está el hecho de que una buena parte de la deuda norteamericana está denominada en dólares mientras que los activos externos de Estados Unidos están denominados en moneda extranjera. Esto significa que el ajuste, en la medida que esté asociado a una caída del tipo de cambio, será amortiguado por efectos de hoja de balance favorables. Debelle y Galato (2005) muestran que estos efectos funcionaron para suavizar el ajuste de cuenta corriente de Estados Unidos en los años '80.³² En contra de EE.UU. está el hecho de que el país es grande en relación con la economía mundial, lo que significa que una recesión en Estados Unidos ejercerá una presión recesiva en el resto del mundo, y el crecimiento más lento del resto del mundo rebotará entonces para profundizar más la desaceleración norteamericana. Es imposible saber por el momento cuál de estos dos efectos de dirección contraria tendrá una incidencia más poderosa. Hasta que lo sepamos,

³¹ Se informan resultados similares en Freund (2000). Freund y Warnock (2005) revelan que las pérdidas de producto ocasionadas por las reversiones en los países industrializados son mayores cuando el déficit de cuenta corriente inicial es más grande. Es importante señalar que otros estudios han llegado a conclusiones diferentes, a saber, las pérdidas de producto derivadas de las reversiones de cuenta corriente son mínimas (Milesi-Ferretti y Razin, 1997).

³² Donde "suavizar" significa minimizar las pérdidas del producto asociadas a la reducción del déficit de cuenta corriente. Un tercer factor que suele citarse en este sentido es la credibilidad de la política monetaria. Gagnon (2005) muestra que, en términos históricos, las caídas abruptas del tipo de cambio no han estado asociadas a aumentos abruptos de la tasa de interés en el caso de Estados Unidos, un buen resultado que el autor atribuye a la credibilidad de la política monetaria. Pero hay una serie de razones para creer que esta conclusión no es aplicable al caso considerado aquí. Cuando la razón del colapso del tipo de cambio es el cese del financiamiento externo y no la recesión doméstica, y cuando la depreciación es permanente y no transitoria, es un banco central preocupado por la credibilidad antiinflacionaria el que sufrirá las mayores presiones para aumentar las tasas de interés. En mi opinión, que las caídas abruptas del dólar no hayan precipitado tasas de interés significativamente más altas en los Estados Unidos en los episodios pasados indica que esos movimientos del dólar fueron transitorios y no permanentes y que han reflejado factores domésticos y no internacionales.

no hay espacio para la complacencia de creer que una caída abrupta del financiamiento externo para el déficit de EE.UU. va a ser más sencilla de manejar que en los casos anteriores estudiados por Edwards.³³

Recordemos que el escenario feliz tiene lugar cuando el ajuste reduce de manera progresiva el desequilibrio externo de EE.UU. empezando en una fecha relativamente temprana, es decir antes de que los extranjeros se pongan cada vez más inquietos y retiren el apoyo, precipitando un ajuste abrupto y disruptivo. Los gobiernos de cada una de las tres regiones principales pueden tomar medidas para facilitar este ajuste gradual y temprano.

- Los países emergentes de Asia pueden dejar que sus monedas se revalúen contra el dólar. La misma apreciación real podría lograrse también mediante inflación interna, alimentada por una política monetaria más expansiva, pero no es deseable. Es preferible que los países asiáticos no permitan que la inflación se arraigue. Para dar sustento a la demanda, mientras la depreciación de la moneda desacelera la tasa de crecimiento de las exportaciones, pueden llevar adelante una expansión fiscal modesta (focalizada, en el caso de China, en los gastos de salud y educación). Al hacerlo, podrán sostener la tasa de crecimiento de la demanda global aun cuando el crecimiento de la demanda en EE.UU. empiece a desacelerarse.
- Los países europeos y Japón pueden resucitar la inversión redoblando sus esfuerzos de reforma estructural y adoptando una combinación de políticas más amigable con la inversión. En el caso de Europa, esto presupone la consolidación fiscal que, a su vez, dará al Banco Central Europeo la confianza que necesita para reducir las tasas de interés.
- Y, por sobre todo, Estados Unidos puede ocuparse de su desequilibrio fiscal. Aun cuando la reducción del déficit fiscal no reduzca el déficit de cuenta corriente en la misma proporción, la consolidación fiscal puede ayudar, en especial en las

³³ Un cuarto factor que suele citarse como diferenciador entre Estados Unidos y otros países de ingresos altos y los mercados emergentes que sufren ajustes marcados de sus cuentas corrientes es la fortaleza del sistema financiero. Aquí, el argumento es que la robustez del sistema financiero limita el riesgo de que cambios bruscos en las condiciones del mercado deriven en escasez de crédito, quiebras de instituciones bancarias y desintermediación, agravando de este modo el ciclo desfavorable. Al mismo tiempo, hay preguntas reales sobre si la dimensión de las exposiciones fuera del balance (derivados), que son mayores en los sistemas financieros más sofisticados, aumentan la probabilidad de esos resultados disruptivos. Ésta es la razón por la que este argumento queda reducido a una acotación.

circunstancias actuales. Además, el argumento a favor del ajuste fiscal es independiente, por completo, de las presiones ejercidas por la cuenta corriente. Hay razones para esperar un aumento del gasto futuro en terrorismo/seguridad interior y atención de la salud para la población que envejece. La reacción política al Huracán Katrina sugiere una mayor demanda de programas sociales por parte de los ciudadanos. Si estas presiones de mayor gasto público son permanentes, lo óptimo no es financiarlas acumulando déficit.³⁴ Así no se hace la política fiscal. Por suerte, el tema desmoralizante de la política fiscal norteamericana es objeto de otro documento.

IV. Conclusión

Este trabajo analizó las explicaciones en pugna del patrón de desequilibrios globales y la magnitud del déficit de Estados Unidos, presentó nuevas evidencias relevantes para algunas de ellas y exploró las implicancias para la política. El trabajo sostiene que, lejos de ser incompatibles, las explicaciones existentes son parte de una historia más grande. La caída de las tasas de ahorro en los Estados Unidos desempeñó un papel importante en el surgimiento de los desequilibrios de EE.UU. y el mundo. Si bien el aumento del déficit fiscal juega un rol relevante en el deterioro de las tasas de ahorro nacionales, también la política monetaria y la aceleración del crecimiento de la productividad han cumplido su parte. Por supuesto que la pregunta clave es si estas tendencias continuarán, en especial cuando se endurezcan las condiciones monetarias y se normalicen las tasas de interés. Las tendencias favorables de la productividad convirtieron a Estados Unidos en un buen lugar para invertir, atrayendo el ahorro externo para ayudar a financiar la inversión norteamericana y su cuenta corriente. En la medida que la aceleración de la productividad implica ingresos futuros más altos y valuaciones más elevadas de los activos actuales en los Estados Unidos, alienta tasas de gastos más altas, que son la otra cara de la moneda del déficit. La cuestión aquí es la magnitud y la sustentabilidad del aumento de la productividad y la rentabilidad, en términos absolutos y en relación con otros países. El así lla-

³⁴ Las teorías de la tributación óptima sugieren que las alícuotas deberían morigerarse. Esto significa que los aumentos transitorios del gasto deberían financiarse mediante endeudamiento y que la deuda resultante debería pagarse acumulando excedentes cuando cese la necesidad del gasto adicional. En cambio, los aumentos permanentes del gasto deberían estar acompañados por aumentos permanentes de los impuestos. En ningún caso deberían acompañarse por recortes impositivos, sean transitorios o "permanentes".

mado exceso de ahorro global es un factor que contribuye al desequilibrio global porque respalda los flujos de capitales y la inversión en Estados Unidos. Pero la expresión es equivocada en el sentido de que el desarrollo de este exceso de ahorro, en particular en Asia, refleja tanto la caída de la inversión como el aumento del ahorro. Aquí la cuestión fundamental es si las tasas de inversión de Asia, a excepción de China, se revertirán hasta alcanzar los niveles anteriores y si las tasas de ahorro de China empezarán a bajar. Por último, la visión de la dependencia sino-norteamericana subraya de qué manera los países asiáticos, debido a una combinación de mayor aversión al riesgo después de la crisis de 1997-98 y su firme compromiso con el crecimiento impulsado por las exportaciones, se sienten a gusto con una situación en la que la demanda de exportaciones es desproporcionadamente importante en relación con la demanda doméstica, una posición que se sustenta en tipos de cambio subvaluados y se refleja en un rápido crecimiento de las importaciones norteamericanas. También enfatiza que Estados Unidos, por su parte, está feliz viviendo más allá de sus posibilidades económicas. Una vez más, la pregunta es cuánto tiempo puede durar esta situación frente al acelerado aumento del endeudamiento externo de Estados Unidos.

Una cosa que podemos decir con certeza es que los cuatro conjuntos de factores que sustentan el desequilibrio global y el déficit de EE.UU. no durarán para siempre. Tendrá que haber un ajuste; y la pregunta es si va llegar ahora o más adelante y si será ordenado o desordenado. Un ajuste ordenado es el que se produce de manera gradual pero, para que ocurra de esta forma, debe empezar antes de que la carga de la deuda externa norteamericana se vuelva demasiado pesada y requiera, a su vez, un ajuste abrupto de los precios de los bienes y los activos que sería disruptivo para la confianza, la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

Del mismo modo que el déficit de EE.UU. no tiene una sola causa, es poco probable que tenga una sola solución. En otras palabras, todos los países involucrados en esta situación pueden tomar medidas para mejorar la posibilidad de que el ajuste empiece pronto y se desarrolle de manera gradual. Los países emergentes de Asia pueden permitir la revaluación de sus monedas contra el dólar y desarrollar, al mismo tiempo, mercados financieros más sólidos, además de adoptar una política fiscal que respalde la demanda. Europa y Japón pueden resucitar las inversiones implementando reformas estructurales y adoptando un *mix* de políticas más proclive a la inversión. Y, sobre todo, Estados Unidos puede corregir su desequilibrio fiscal. El reloj indica que llegó la hora.

Referencias

Aizenman, Joshua y Jaewoo Lee (2005), "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", documento de trabajo N° 11366 de NBER (mayo).

Backus, David y Frederic Lambert (2005), "Current Account Fact and Fiction", manuscrito no publicado, Escuela de Negocios de Stern, Universidad de Nueva York.

Bernanke, Ben (2005), "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit", (10 de marzo), Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal.

Chinn, Menzie e Hiro Ito (2005), "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Savings Glut'", documento de trabajo N° 11761 de NBER (noviembre).

Clarida, Richard H. (2005), "Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit", *CATO Journal* 25, pp. 111-114.

Cooper, Richard (2004), "U.S. Deficit: It is not Only Sustainable, It is Logical", *Financial Times* (31 de octubre).

Debelle, Guy y Gabriele Galati (2005), "Current Account Adjustment and Capital Flows", documento de trabajo N° 169 del BPI.

Depres, Emile, Charles Kindleberger y Walter Salant (1966), "The Dollar and World Liquidity: A Minority View", *The Economist* (5 de febrero), pp. 526–529.

Desai, Mihir y James R. Hines (1996), "Basket Cases: Tax Incentives and International Joint Ventures", manuscrito no publicado, Harvard University.

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", documento de trabajo N° 9971 de NBER (septiembre).

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2004), "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery", documento de trabajo N° 10626 de NBER (julio).

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2005), “Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe”, documento de trabajo N° 11520 de NBER (julio).

Dooley, Michael y Peter Garber (2005), “Is it 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36 (2005-1), pp. 147-210.

Edwards, Sebastian (2005), “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And if not How Costly is Adjustment Likely to Be?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36 (2005-1), pp. 211-288.

Eichengreen, Barry (2004), “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods”, documento de trabajo N°10497 de NBER (mayo).

Eichengreen, Barry y Molly Fifer (2002), “The Implications of Aging for the Balance of Payments Between North and South”, en Horst Siebert (ed.), *The Economics of Aging Societies*, Berlin: Mohr.

Erceg, Christopher, Luca Guerrieri y Christopher Gust (2005), “Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit”, documento de discusión sobre finanzas internacionales, 2005–825, Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal (enero).

Freund, Caroline (2000), “Current Account Adjustment in Industrial Countries”, documento de discusión sobre finanzas internacionales 692, Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal.

Freund, Caroline y Frank Warnock (2005), “Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?”, manuscrito no publicado, Banco Mundial y Universidad de Virginia.

Gagnon, Joseph E. (2005), “Currency Crashes and Bond Yields in Industrial Countries”, documento de discusión sobre finanzas internacionales N° 837, Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal (agosto).

Goldstein, Morris y Nicholas Lardy (2005), “China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity”, documento de trabajo N° 05-2, Washington, D.C.: Institute for International Economics.

Gourinchas, Pierre-Olivier y Helene Rey (2005), “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, manuscrito no publicado, Universidad de California, Berkeley, y Princeton University.

Gruber, Joseph y Steven Kamin (2005), “Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances”, documento de discusión sobre finanzas internacionales N° 846 (noviembre).

Hines, James R. y Eric Rice (1994), “Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 149-182.

Hubbard, Glenn (2005), “A Paradox of Interest”, *Wall Street Journal* (23 de junio).

IMF - Fondo Monetario Internacional (2005), “Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective”, *World Economic Outlook* (Septiembre), capítulo II.

Lansing, Kevin (2005), “Spendthrift Nation”, *Circular económica del Banco de la Reserva Federal de San Francisco* (10 de noviembre).

Loeys, Jan, David Mackie, Paul Meggyesi y Nikoao Panigirtzoglou (2005), “Corporates are Driving the Global Saving Glut”, JP Morgan Research, Londres: JP Morgan Securities (24 de junio).

Macfarlane, Ian J. (2005), “Payments Imbalances”, presentación en la Academia China de Ciencias Sociales, 12 de mayo.

Milesi-Ferretti, Gian Maria y Assaf Razin (1997), “Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Investigation”, documento de trabajo N° 6310 de NBER.

Mussa, Michael (2004), “Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances”, en C. Fred Bergsten y John Williamson, *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, eds, pp. 113-138.

Obstfeld, Maurice (2005), “America’s Deficit, the World’s Problem”, manuscrito no publicado, Universidad de California, Berkeley.

OECD (OCDE) (2002), “The Decline in Private Saving Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-Wealth Determinants?”, París: OCDE.

Roach, Steven (2005), “What Global Savings Glut?”, *Global Economic Forum*, Nueva York: Morgan Stanley (5 de julio).

Rogoff, Kenneth (2003), “Globalization and Global Disinflation”, documento preparado para el Simposio Anual del Banco de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas sobre política monetaria e incertidumbre (agosto), www.imf.org.

Roubini, Nouriel (2005), “Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations”, manuscrito no publicado, Universidad de Nueva York.

Roubini, Nouriel y Brad Setser (2004), “The U.S. as a Net Debtor: The Sustainability of the U.S. External Imbalances”, manuscrito no publicado, Escuela de Negocios Stern, Universidad de Nueva York.

Roubini, Nouriel y Brad Setser (2005), “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006”, manuscrito no publicado, Escuela de Negocios Stern, Universidad de Nueva York.

Timmer, Marcel P., Gerard Ypma y Bart van Ark (2003), “IT in the European Union: Driving Productivity Divergence?”, Memorando de Investigación de GGDC GD-67, Universidad de Groningen (octubre).

Truman, Edwin (2004), “Budget and External Deficits: Not Twins but the Same Family”, manuscrito no publicado: Banco de la Reserva Federal de Boston (junio).

Wei, Shang-jin (2000), “How Taxing is Corruption on International Investors”, *Review of Economics and Statistics*, 82, pp. 1–11.

Warnock, Frank y Vernoea Cacadac Warnock (2005), “International Capital Flows and U.S. Interest Rates”, manuscrito no publicado, Universidad de Virginia.

Wu, Tao (2005), “The Long-Term Interest Rate Conundrum: Not Unraveled Yet?”, *Economic Letter*, 2005–08, San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco (29 de abril).

Una recesión fuera de lo común*

Por Axel Leijonhufvud**

Esta recesión es distinta. Los balances de los consumidores, empresas y bancos están bajo presión. El sector privado busca reducir su deuda y esto contrarresta el estímulo keynesiano más de lo que sugerirían los cálculos de flujo habituales. El desapalancamiento bancario es sin duda el hecho más peligroso. El estímulo fiscal no tendrá un efecto importante mientras el sistema financiero siga desapalancándose.

I. Introducción

No estamos frente a una recesión común que se diferencia de otros episodios recientes sólo porque es más severa. Difiere en el tipo.

El fin de la Guerra Fría produjo una caída del gasto militar y una recesión que afectó sobre todo a estados como California, en el que el complejo industrial militar era una parte importante de la economía local. La tasa de desempleo a nivel nacional subió de 5,25% en 1989 a 7,5% en 1992. Luego bajó año tras año hasta ubicarse por debajo del 4% en el año 2000. El “libre mercado” se hizo cargo de la recesión de principios de los años '90. Los recursos antes destinados a la industria de la defensa pasaron a tener otro uso a través de innumerables canales. No fue necesario que el gobierno federal interviniera. A comienzos de 1993, el déficit federal empezó a reducirse todos los años hasta terminar en un modesto superávit en 1998. Ésa fue una recesión muy común.

Si la situación actual fuera de algún modo similar, podríamos esperar una recesión en la construcción de viviendas que generaría desempleo entre los trabajadores

* Este trabajo fue publicado originalmente en el sitio www.voxeu.org el 13 de febrero de 2009. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** Profesor de Teoría y Política Monetaria de la Universidad de Trento, Italia, y Profesor Emérito, Departamento de Economía, UCLA.

de este rubro y los *brokers* hipotecarios. Lógicamente, las áreas de reciente auge sufrirían un golpe duro pero podríamos esperar una orientación gradual de los recursos hacia fuentes de trabajo alternativas. En cambio, estamos frente a la amenaza de un auténtico desastre.

II. Recesiones de hoja de balance

¿Dónde está la diferencia? En el estado de las posiciones de activos y pasivos. La crisis financiera puso a gran parte del sistema bancario al borde —o más allá— de la insolvencia. Importantes segmentos del sector empresario cargan con mucha deuda de corto plazo que les resulta difícil o imposible refinanciar en el mercado actual. Después de años de ahorro cercano a cero, los hogares norteamericanos están fuertemente endeudados.

Las brechas que se abrieron en los balances del sector privado son muy grandes y siguen profundizándose. Una estimación reciente de Jan Hatzius y Andrew Milton, de Goldman Sachs, sugiere pérdidas totales de capital por US\$ 2,1 billones; Nouriel Roubini cree que es probable que el total esté cerca de los US\$ 3 billones. Alrededor de la mitad de estas pérdidas corresponden a instituciones financieras, lo que significa que hay más bancos insolventes —o casi insolventes— de lo que se ha reconocido públicamente hasta ahora.

Así, todo el sector privado está intentando reducir su deuda. Las empresas utilizarán los cargos por depreciación y liquidarán los inventarios para hacerlo. Los hogares están tratando de volver al ahorro. Menos inversión y más ahorro se traducirán en menores ingresos. Los *cash flows* que respaldan el cumplimiento de los servicios de deuda son cada vez más escasos. Es un proceso de desestabilización, pero uno que avanza con relativa lentitud. Los esfuerzos de las empresas financieras por desapalancarse son mucho más peligrosos porque pueden desencadenar una rápida avalancha de *defaults* (Leijonhufvud, 2009).

III. Tres ejemplos

Richard Koo (2003) acuñó la frase “recesión de hojas de balance” (*balance sheet recessions*) para caracterizar el interminable malestar económico de Japón después del colapso de sus burbujas inmobiliaria y bursátil de 1990. El gobierno

japonés no tomó medidas para recomponer los balances del sector privado después del colapso. Optó, en cambio, por una política destinada a mantener la tasa de interés casi en cero para reducir las tasas de interés de los depósitos y dejar que los bancos encuentren su camino de regreso a la solvencia. Al mismo tiempo, respaldó al sector real con grandes y repetidas dosis de gasto público deficitario con características keynesianas. Como resultado, la economía japonesa tuvo que esperar 15 años para volver a ser razonablemente saludable.

En la década de 1930, la Gran Depresión norteamericana no vio una política consistente de gasto público de una escala adecuada. Los gastos de la guerra no sólo devolvieron a la economía la utilización plena de los recursos sino que hubo un cierto grado de *crowding out* del consumo privado (Barro 2009).¹ Los déficits incurridos durante la guerra significaron que:

- Al terminar la guerra, el gobierno federal exhibía una deuda de una dimensión nunca antes vista, pero;
- Los balances del sector privado habían vuelto finalmente a estar en buena forma.

En ese entonces, la mayoría de los pronósticos predecía que la economía volvería a caer en una depresión una vez terminados los gastos de defensa y desmovilizadas las fuerzas armadas. Pero, los pronósticos se equivocaron. Esta famosa “debacle de los pronósticos” de la posguerra demostró cómo un razonamiento simple de ingresos-gastos, que ignore el estado de los balances, puede derivar en un error garrafal.

La lección que debemos aprender de estos dos casos es que el gasto público deficitario será absorbido por los sumideros financieros de los balances del sector privado y recién será efectivo cuando estos orificios se tapen. Durante los años en los que la renta nacional no responde, la recaudación impositiva cae, de manera tal que la deuda nacional termina siendo probablemente mayor que si las pérdidas del sector bancario hubiesen sido “nacionalizadas” al principio.

¹ El *crowding out* en el pleno empleo, cree Barro, “sería considerado por la mayoría de los macroeconomistas ...como un [caso testigo] justo para ver si alguna vez existe un multiplicador grande”. La mayoría de los macroeconomistas coinciden presumiblemente en que la Segunda Guerra Mundial no fue un “almuerzo gratuito”, pero es probable que no coincidan con la inferencia del caso testigo de Barro.

En los últimos meses se ha hablado mucho de la política sueca posterior a la crisis de 1992. Suecia actuó de manera rápida y decisiva para cerrar bancos insolventes y poner en cuarentena sus malos activos en un fondo especial.² Con el tiempo, todos los activos, buenos y malos, terminaron nuevamente en el sector bancario privado. Los accionistas de los bancos fallidos perdieron todo su patrimonio, mientras que la pérdida generada por los malos activos a los contribuyentes fue mínima al final. La operación fue necesaria para lograr la recuperación, pero lo que realmente sacó a la economía de una recesión abrupta y profunda fue la devaluación del 25-35% de la moneda sueca, que generó un prolongado período de sólido crecimiento liderado por las exportaciones. No hace falta decir que Estados Unidos no está en condiciones de emular este aspecto del caso de éxito sueco.

IV. Estados Unidos está en dificultades

Hay considerables fuerzas contractivas en Estados Unidos, provenientes tanto de la cuenta de capital como de la cuenta de ingresos. La estabilización requiere medidas de política en ambos frentes:

- Primero, el sistema financiero debe recapitalizarse para eliminar la persistente presión de los bancos por desapalancarse.
- Segundo, el estímulo del gasto debe ser suficiente para revertir el rápido deterioro de los ingresos.

Cuando todo el sector privado busca reducir el tamaño de sus activos y cancelar parcialmente su deuda, el balance del sector público debe contrarrestarlo y moverse en el sentido opuesto. Cuando todo el sector privado se esfuerza por ahorrar, el gobierno debe desahorrar. Los obstáculos políticos para tomar estas medidas a una escala suficiente son formidables.

Si las pérdidas del sistema bancario son de la magnitud estimada por Goldman Sachs o Roubini, los bancos necesitan inyecciones de capital de otros US\$ 200-

² Había muchos préstamos incobrables pero, en ese entonces, no tenían la "toxicidad" no transparente que habrían de generar las obligaciones de deuda colateralizadas (CDO) "cortadas en cubitos o en fetas" en la crisis actual.

US\$ 300 miles de millones como mínimo. Incluso aunque se pudieran realizar inyecciones equivalentes al total de sus pérdidas, los bancos podrían querer seguir contrayendo su crédito, ahora que saben lo peligroso que fue su apalancamiento del pasado.

El público norteamericano comprende claramente que el desastre actual fue fabricado en Wall Street (aunque con algún estímulo de la política de la Reserva Federal). Por lo tanto, los rescates financieros directos son difíciles de “vender”. Pero, además, el tabú ideológico norteamericano contra la “nacionalización” impide resolver el problema de la manera directa en que lo hizo Suecia. El gobierno actual, al igual que el anterior, desearía recapitalizar los bancos, al menos en parte, atrayendo capital privado. Esto es casi imposible de hacer mientras el valor de buena parte de los activos bancarios siga estando en el terreno de las conjeturas. Las garantías del gobierno contra (alguna parte de) las pérdidas en las que puede incurrirse podrían solucionar el problema. Sin embargo, sería una manera extrañamente artificial de salir de un *impasse* político.

El estímulo fiscal no tendrá mayor impacto mientras el sistema financiero siga desapalancándose. Incluso si se pudiera resolver de alguna manera ese problema, el déficit gubernamental tendría que compensar tanto la caída de la inversión industrial como el aumento del ahorro de los hogares, una brecha que aumenta con la profundización de la recesión. En este caso también, el público es escéptico y proclive a concluir que un programa que sólo desacelera o detiene la caída pero no “reactiva” la economía dilapida el dinero de los contribuyentes. La composición más efectiva de este programa también es un problema.

Casi todos los estados norteamericanos padecen hoy las cláusulas constitucionales auto-impuestas de presupuesto equilibrado y, por consiguiente, actúan como poderosos amplificadores de la recesión en el ingreso y el empleo. Los estados gastarían todo lo que perciban, tal como harán muchos gobiernos locales. El objetivo del paquete de estímulo es aumentar el gasto. Los subsidios al desempleo y a los hogares de bajos recursos también serán una medida efectiva.³ Los recortes impositivos producirán un gasto considerablemente menor por dólar que el de estos programas. Sin embargo, las perspectivas políticas parecen presagiar un *mix* de programas que dista mucho de ser el ideal.

³ La propuesta de impuesto a las ganancias negativo de Milton Friedman parece haberse convertido hoy en un anatema para los conservadores. Sin embargo, funcionaría en nuestra situación actual.

V. Peligros, presente y futuro

Si los programas del gobierno terminan no siendo lo suficientemente grandes como para revertir la recesión, sufriremos un período deflacionario cuya duración no podemos determinar. Pero, si tienen éxito, es probable que emerjan presiones inflacionarias severas con relativa rapidez.

El ratio deuda federal/PNB de los Estados Unidos no es particularmente alto en estos momentos. Pero no tiene en cuenta los grandes pasivos fuera del balance de los programas de ayuda social. Además, desde que comenzó la crisis actual, el Sistema de la Reserva Federal y otras dependencias federales asumieron compromisos en términos de rescate financiero, préstamos y garantías crediticias que totalizan varios billones de dólares y tienen implicancias inciertas para el balance federal consolidado.

Mucho va a depender de la buena disposición de los acreedores externos de Estados Unidos a seguir acumulando o, al menos, reteniendo dólares a baja tasa de interés. Si esta buena disposición decae, va a ser difícil contener la inflación.

Hay mucho que temer más allá del temor mismo.

Referencias

Barro, R. (2009), "Government Spending is no Free Lunch" (Wall Street Journal, 22 de enero).

Koo, R. C. (2003), *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*, Singapur: Wiley.

Leijonhufvud, A. (2009), "Two Systemic Problems", CEPR Policy Insight N° 29, enero.

Notas sobre variedades de crisis*

Por Daniel Heymann**

La presente crisis económica y financiera está cambiando la vida de gente en el mundo entero. Por lo tanto, impone urgentes exigencias a las políticas económicas. Además, representa un acontecimiento aleccionador que plantea preguntas serias respecto del análisis macroeconómico. Estas notas buscan comentar brevemente rasgos generales de grandes crisis macroeconómicas, y también discutir analíticamente diferencias en función de la naturaleza y la intensidad de las perturbaciones que las generan. Según la profundidad y la difusión de los problemas de solvencia, se identifican esquemáticamente situaciones que diferirían en cuanto a las políticas económicas requeridas para tratar crisis y a los instrumentos (monetarios, fiscales, contractuales) que resultarían efectivos en cada caso para paliar los efectos reales.

La crisis macroeconómica actual está cambiando la vida de gente en el mundo entero. Por lo tanto, impone urgentes exigencias a las políticas económicas. Además, representa un acontecimiento aleccionador que plantea preguntas serias respecto del análisis macroeconómico. No hubo ningún *shock* externo obvio que provocara el colapso financiero o la recesión económica (y los acontecimientos como la caída de Lehman Brothers no alcanzarían la categoría de “manchas solares” capaces de coordinar un colapso de otro modo evitable). Hubo ciertamente grandes fallas en las políticas económicas, pero ellas ocurrieron en el marco de “instituciones del Primer Mundo”, sin los rasgos idiosincrásicos a los cuales se pudo haber recurrido para tratar de racionalizar las crisis que tuvieron lugar en economías “emergentes”. Sin dudas, existieron engaños y fraudes, pero habrían hecho falta más que unos cuantos Madoffs (o un alto nivel de fragilidad sistemática)

* Estas notas fueron publicadas originalmente en el sitio www.voxeu.org el 13 de febrero de 2009. Se agradecen los comentarios de Pablo Gerchunoff y Adrián Ramos. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** CEPAL Buenos Aires y Universidad de Buenos Aires.

para hacer temblar a la economía mundial. Con una cierta licencia en la “estilización de los hechos” la pregunta sería cómo una crisis de esta envergadura surgió como desenlace autogenerado por economías con “instituciones que cultivan las mejores prácticas” y sin agentes anormalmente deshonestos o crédulos. Desde una óptica más introspectiva, habría que interrogarse sobre qué clase de aparato analítico permitiría entender mejor las circunstancias económicas actuales y debatir políticas y reformas alternativas.

Todas las crisis son diferentes y, por la naturaleza de esos fenómenos, ello es casi necesariamente así. No obstante, a pesar de sus evidentes particularidades, la presente crisis internacional pertenece a una familia de acontecimientos. Todos comparten rasgos comunes: revisiones a gran escala de las percepciones sobre la riqueza de amplios conjuntos de agentes, y “promesas rotas” generalizadas, en especial manifestadas en incumplimientos de compromisos financieros (Leijonhufvud, 2003; Galiani *et al.* 2003; Heymann, 2008). Estas características son síntomas de errores macroeconómicamente relevantes en los pronósticos. En los auges que derivan en una crisis, solemos encontrar grandes expectativas de prosperidad futura debido a innovaciones tecnológicas o de política (sin embargo, no todas las rápidas expansiones revelaron históricamente haber sido burbujas). Las creencias falsificadas de muchos agentes económicos (aunque no necesariamente de todos los participantes o analistas del mercado) son la marca general de las crisis, al margen de las especificidades de su surgimiento y transmisión. Las políticas monetarias acomodaticias y el desarrollo de activos altamente sofisticados, que funcionaron de hecho como vehículos para evaluaciones erróneas de la riqueza y de los riesgos económicos, fueron factores importantes en la gestación de la burbuja norteamericana, tal como lo fue el déficit público en otros episodios. Pero esos elementos del caso actual no parecen condiciones necesarias o suficientes para generar una burbuja y un colapso. También hubo grandes crisis en economías con políticas monetarias pasivas y sistemas financieros poco sofisticados.

Los altibajos macroeconómicos vienen en diferentes formas y tamaños. Al analizar las políticas anticrisis en un contexto analítico “de segundo mejor”, es necesario identificar la perturbación de la que tenemos que ocuparnos. Las pequeñas fluctuaciones de la actividad real “en torno de una tendencia dada” no modifican demasiado las posiciones de riqueza; las políticas macroeconómicas no necesitan dejar de lado los procedimientos de rutina. En otros casos, y suponiendo que la preferencia por liquidez se expresa como un incremento en la demanda de moneda

nacional, la respuesta apropiada puede ser que el banco central amplíe sus créditos, particularmente a los operadores financieros, si es que se produce un *shock* considerable en las valuaciones de algunos activos, pero los reajustes de la riqueza, las contracciones crediticias y los *defaults* no se propagarían a menos que esos operadores se vean obligados a liquidar posiciones. Con *shocks* más serios, esas políticas serían insuficientes para mantener la demanda agregada si se generaron grandes correcciones hacia abajo de la riqueza y es incierta la solvencia de muchos agentes. Si se presume que la intensidad y difusión de los incumplimientos sobre los pagos de deudas dependen crucialmente de los niveles corrientes de actividad, y no serían demasiado graves en caso que evitara una fuerte recesión, esta configuración requeriría expansiones fiscales tradicionales por medio del gasto público y transferencias a los consumidores con restricciones de liquidez, dando por supuesto que los agentes líquidos están dispuestos a presarle al gobierno.

En crisis más profundas, donde la magnitud y alcance de los errores en las percepciones de riqueza y, consecuentemente, el volumen de deudas impagables son demasiado grandes, los remedios pueden ir más allá de las recetas “keynesianas” tradicionales porque el problema va más allá de una falla “simple” de la demanda efectiva.¹ Imaginemos un escenario contrafáctico en el que los flujos de ingresos del conjunto de agentes –y en especial de los deudores “finales”, es decir los hogares y las empresas– de algún modo se mantienen en los niveles anteriores a la crisis pero aún así muchos deudores siguen siendo insolventes. El conjunto de derechos de propiedad se ha tornado inconsistente. Sostener por el momento la demanda agregada, aunque fuera factible, no resolvería la indeterminación de la posición de riqueza y la falta generalizada de solvencia. Es necesario procesar esas inconsistencias y redefinir de algún modo los derechos de propiedad para poder movilizar los recursos y utilizarlos nuevamente. Este escenario guarda simetría con otro en el cual los derechos de propiedad son confusos debido a conflictos políticos y sociales no resueltos. En el caso de una crisis muy grave, una falla del sistema económico transfiere al terreno político el problema de distribuir las pérdidas de riqueza cuando es imposible hacer cumplir los contratos. No hay soluciones simples para esto. “Dejárselo al mercado”,

¹ Véase Koo (2003) sobre Japón. En economías con una demanda limitada de moneda local y deuda pública, la probabilidad de una crisis del peor tipo se potencia una vez que se desgastan los amortiguadores con que cuenta la economía, particularmente en la forma de activos líquidos (como las reservas internacionales). Así, podría haber un efecto corredor en las consecuencias de la actual crisis internacional para los países menos desarrollados.

básicamente a los tribunales de quiebras, sería una posibilidad, pero las partes y los jueces enfrentarían el temible problema de decidir pagos justos y viables en medio de un estado de incertidumbre sistémica y profunda y, mientras la mayoría de los casos aguarda una resolución, la propensión a gastar y prestar difícilmente podría recuperarse con firmeza. La reasignación de las deudas incobrables, por ejemplo transfiriendo la financiación de los bancos al gobierno, les quitaría la carga a los intermediarios pero, más allá de las consideraciones distributivas, la normalización macroeconómica del crédito y de la actividad real dependería de cuándo y cómo se disipe la sombra de una insolvencia generalizada en los agentes no financieros. Y cualquier intervención directa del gobierno en los contratos podría ocasionar fuertes conflictos políticos.

El mundo desarrollado diagnosticó primero una turbulencia no demasiado grave y encapsulada en un segmento del sistema financiero, y luego un *shock* que requeriría expansión fiscal y la absorción de algunos activos bancarios problemáticos por parte del gobierno. Existe la esperanza, aunque no la certeza, de que esto frene la caída de la actividad real y evite la propagación de los *defaults*. Las grandes crisis como ésta enfrentan a las políticas económicas con problemas de decisión difíciles que tendrán consecuencias distributivas y de eficiencia importantes, y cuyos efectos probablemente se harán sentir por un tiempo prolongado. Estas consecuencias adquieren una gran trascendencia internacional que no debería dejar de mencionarse cuando se escribe desde el Cono Sur. Sin embargo, su análisis excede el alcance de estas notas.

Referencias

Leijonhufvud, A. (2003), "Macroeconomic Crises and the Social Order", Universidad de Trento.

Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2003), "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan", Economía (LACEA), primavera.

Heymann, D. (2008), "Macroeconomics of Broken Promises", en R. Farmer (ed.), *Macroeconomics in the Large and the Small*, Elgar.

Koo, R. (2003), *Balance Sheet Recession*, John Wiley.

La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana*

Por José María Fanelli**

Estas notas analizan la crisis internacional utilizando el método de observarla con lentes latinoamericanos. El ejercicio consiste en interpretar algunos hechos clave de la crisis global actual a la luz de lo que sabemos sobre volatilidad, crisis y políticas de estabilización en América Latina. El propósito es exploratorio y se focaliza en aspectos de la crisis que presentan analogías con hechos observados anteriormente en la región. Con este objetivo se presenta un conjunto de hechos estilizados sobre volatilidad, crisis y colapsos en América Latina; se analiza el concepto de “crisis” entendida como interacción entre procesos estocásticos volátiles y estructuras de governance y, por último, se extraen consecuencias para la política de estabilización macroeconómica en países desarrollados en situaciones en que la economía está fuera del corredor de estabilidad, como parece ser el caso en la actualidad. Una conclusión importante es que fuera del corredor las demandas de política macroeconómica pueden ser cualitativamente diferentes, como lo sugiere la experiencia de América latina; una región en la que, por la frecuencia de crisis, es frecuente que aparezcan problemas de sostenibilidad de deuda pública, incertidumbre sobre el efecto de los impulsos fiscales, fallas de coordinación entre políticas y cambios en las reglas de juego.

Introducción

Estas notas se proponen reflexionar sobre la crisis internacional utilizando el método de observarla con lentes latinoamericanos. Más específicamente, el ejercicio

* Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** CEDES.

analítico consiste en interpretar algunos hechos clave de la crisis actual a la luz de lo que sabemos sobre volatilidad, crisis y políticas de estabilización en América Latina. El ejercicio no pretende en absoluto ser exhaustivo en el sentido de dar una interpretación global de los eventos en curso; su propósito es exploratorio y se focaliza en aquellos aspectos que presentan analogías con hechos observados anteriormente en la región.

Las notas están divididas en cuatro secciones. En la primera se discuten las cuestiones que motivaron estas notas. En la segunda se presenta un conjunto de hechos estilizados sobre volatilidad, crisis y colapsos en América Latina y se extraen implicancias que son de relevancia para la crisis en los países avanzados. En la tercera sección se analiza el concepto de crisis. El énfasis está puesto en la interacción entre procesos estocásticos y estructuras de *governance* de las transacciones bajo situaciones de alta volatilidad. La última sección comenta las consecuencias del análisis para la política de estabilización macroeconómica en países desarrollados en situaciones en que la economía está fuera del corredor de estabilidad, como parece ser el caso en la actualidad.

I. Las economías desarrolladas fuera del corredor

Los desequilibrios que el mundo desarrollado está experimentando son tan marcados que, seguramente, el período de la “gran moderación” del ciclo que se observó en esos países en las últimas décadas –en coincidencia con el avance de la “segunda globalización”– puede darse por terminado.¹ Esto genera incertidumbre no sólo sobre la evolución de las economías nacionales, que muestran fuertes caídas en el nivel de actividad y aumento del desempleo, sino también sobre el funcionamiento de la economía global en su conjunto.

A diferencia de lo ocurrido en los países ricos durante el período de la “gran moderación”, en los países emergentes ocurrieron repetidas crisis. Esto llevó a que muchos economistas concluyeran que la inestabilidad financiera de orden sistémico y los colapsos productivos eran problemas casi exclusivos de las economías emergentes. Dado que las economías desarrolladas son el núcleo de la globalización, las crisis emergentes no parecían tener entidad para poner

¹ Sobre la “gran moderación” y el “período de globalización” ver Basu y Taylor (1999); Taylor (2002); FMI (2007), capítulo 5.

en juego la estabilidad global. Aun cuando había habido desequilibrios persistentes en economías avanzadas –el ejemplo típico es Japón en los noventa, ver Koo (2003)–, se consideraba que tales economías estaban prácticamente inmunizadas contra las crisis sistémicas y los colapsos gracias a la mayor profundidad de sus mercados financieros, regulaciones financieras de calidad y políticas fiscales y monetarias previsibles. Por supuesto, esta visión no suponía desconocer que la “gran moderación” no había impedido que se produjeran desbalances globales significativos; pero se esperaba que los ajustes se produjeran en un marco de estabilidad internacional.²

Como consecuencia del abrupto final de la “gran moderación” esta visión respecto de los desequilibrios y la estabilidad está cambiando rápidamente. Por ejemplo, el tipo de vocabulario utilizado por el *World Economic Outlook* (FMI, 2009a) para describir la coyuntura en el mundo desarrollado sólo podía encontrarse anteriormente en la sección destinada al mundo emergente. En realidad, en vista de la evolución de algunas variables en el presente –racionamiento agudo del crédito, déficit fiscales por encima de 10% del producto– y su evolución futura –ratios de deuda pública bien por encima del 100% del PBI–, podría decirse, utilizando un concepto popularizado por Leijonhufvud (1981), que las economías avanzadas están transitando senderos que se encuentran fuera del “corredor” de estabilidad en torno al pleno empleo.

La rapidez y determinación con la que los gobiernos recurrieron a políticas de orden discrecional no ha sido menos impactante que los desequilibrios observados (ver, por ejemplo, FMI, 2009b). Durante la “gran moderación” los países desarrollados habían realizado un paciente trabajo de construcción de reglas e instituciones destinadas a acotar la discrecionalidad de las políticas fiscal y monetaria. Esas reglas, sin embargo, no fueron un impedimento para dar respuestas discretionales: se modificaron toda vez que fue necesario. Una vez que estuvo claro que la economía estaba fuera del corredor de estabilidad, el régimen de *inflation targeting* devino en *quantitative easing* (ver FMI, 2009c). Asimismo, la labor de los estabilizadores fiscales automáticos –que antes de la crisis se consideraba suficiente para suavizar el ciclo, ver Auerbach (2002)– fue complementada por estímulos fiscales discretionales de enorme magnitud. En el marco de la crisis, la necesidad de recomponer el crédito y la liquidez pasó a ser un determinante esencial en las decisiones del Banco Central al tiempo que el objetivo de aumentar

² Para una síntesis de las visiones sobre el ajuste ver Eichengreen (2005).

el gasto público para amortiguar el colapso del gasto privado y de las exportaciones dejó en segundo plano la meta de reforzar las finanzas del estado para afrontar problemas futuros, como el envejecimiento poblacional. Así, la política de estabilización financiera pasó a *dominar* a la política monetaria y la política anticíclica pasó a *dominar* a la política de sostenibilidad fiscal.³

El hecho que la crisis llevara a la modificación de reglas de política establecidas presenta analogías con la experiencia de los países emergentes. En Fanelli (2008) hay varios estudios de caso que analizan la forma en que las crisis financieras sistémicas llevan a modificar las reglas de juego; un hecho que sugiere que bajo circunstancias excepcionales las reglas de *governance* tienden a ser endógenamente determinadas por los desequilibrios y no al revés. Además, esto no ocurre solamente con las reglas de política. Es muy frecuente observar que, cuando la economía sale del corredor, se producen situaciones de desequilibrio en las cuales no son las transacciones las que se adaptan a las reglas de juego sino éstas las que se adaptan a las transacciones. Por ejemplo, no son los bancos los que recaudan capital para adaptarse, digamos, a las regulaciones de Basilea, sino que es el banco central (o la tesorería) el que capitaliza a los bancos a través de mecanismos *ad hoc* o amplía el perímetro regulatorio más allá de los alcances de esas regulaciones.

La intensidad de los desequilibrios y de las respuestas de política ha sido tan inesperada que ha dado lugar a lo que puede considerarse un experimento natural: ¿cómo cambia la política macroeconómica y sus reglas de juego si ocurre un *shock* de dimensiones en una economía estable y con un régimen de políticas bien establecido? No parece errado afirmar que la teoría macroeconómica que se estaba utilizando al momento de la crisis para fundamentar la política económica en los países avanzados no estaba particularmente preparada para dar cuenta de este tipo de experimento (Buiter, 2009a). La macroeconomía de la “gran moderación” estaba preocupada por diseñar políticas para lo que ocurría *dentro* y no *fuera* del corredor. Dado lo inesperado del evento y la magnitud del desafío, no sorprende que los economistas de los países desarrollados estén viviendo el momento con intensidad y que ello se refleje en los debates.

Aunque esto es sin duda intelectualmente estimulante para todos, el impacto parece haber sido algo menor entre los economistas latinoamericanos; al menos

³ Sobre el fenómeno de dominancia ver Togo (2007); Blanchard (2004).

a juzgar por la intensidad emocional del debate. Esto no es tan sorprendente si se considera que los economistas latinoamericanos viven en una zona macroeconómicamente sísmica: mientras la “gran moderación” reinaba en las regiones avanzadas, América Latina vivía la crisis de la deuda, la década pérdida de los ochenta, la crisis mexicana, la crisis asiática-rusa-argentina y una fuerte aceleración del crecimiento entre 2003 y 2008.⁴ En América Latina es muy difícil tener la férrea disciplina intelectual que se necesita para focalizar la mente en la pregunta: ¿qué políticas serían óptimas si la economía estuviera siempre dentro del corredor de estabilidad? Por más que se empiece por ahí, siempre se termina investigando qué ocurre con los *sudden stops*, las brechas, el miedo a flotar, el racionamiento de crédito, las políticas fiscales procíclicas, las crisis, las aceleraciones y colapsos del crecimiento y... la dificultad para construir reglas cuando el estado es permeable y las instituciones son débiles. Así, ante el tamaño de los desequilibrios y la recurrencia de fenómenos de inestabilidad, –sin importar si trabajan en el norte o en el sur–, una buena proporción de los investigadores termina dedicando sus esfuerzos a tratar de comprender qué ocurre fuera del corredor. Además, la debilidad institucional unida al hecho de que las crisis cambian endógenamente las reglas de juego, hace que la reflexión macroeconómica nunca esté exenta de una fuerte dosis de economía política.

La dificultad para disciplinar la mente para trabajar sólo con problemas definidos en un entorno del punto de pleno empleo tiene un costo; el *corpus* de teoría sobre la vida económica fuera del corredor, si bien es rico, está algo disperso en todo tipo de fuentes, desde artículos académicos hasta informes de organismos multilaterales. Aún así, para alguien habituado a esta literatura y que observa los problemas macroeconómicos actuales en las economías avanzadas es difícil evitar trazar analogías entre el mundo desarrollado y el emergente ya que, muchos de los fenómenos de inestabilidad y las reacciones de política que estamos observando, tienen cierto parecido de familia con fenómenos observados en las crisis emergentes. Por ejemplo: la facilidad y rapidez con que colapsa la demanda agregada cuando las restricciones de liquidez son significativas; el achicamiento del horizonte temporal de las transacciones acompañada de grosera incertidumbre sobre el precio de los *stocks*; el hecho de que las políticas de estabilización pasen a tener un gran componente de discrecionalidad con la consecuencia de que unas políticas dominan a otras, al margen de las reglas de juego establecidas previamente.

⁴ Para un análisis comprensivo de la volatilidad y las crisis en América Latina ver CEPAL (2008).

Por supuesto que el parecido podría ser sólo artificial, dadas las evidentes diferencias estructurales entre los países emergentes y los desarrollados; diferencias que van desde la profundidad de los mercados hasta la calidad de las instituciones y las políticas. Pero, aún así, podría ser útil realizar el ejercicio analítico de considerar válidas las analogías y argüir que ello se debe a que aún economías estructuralmente distintas muestran rasgos comunes cuando transitan por senderos fuera del corredor de estabilidad.

¿Por qué podría ser útil el ejercicio? Hay dos razones. La primera es que, como se dijo, la disciplina ha dedicado recursos y esfuerzos a comprender las crisis en países emergentes, mientras que en el contexto de la “gran moderación” el interés por analizar los fenómenos de este tipo en los países desarrollados fue mucho menor. Por ejemplo, la hipótesis de que la “gran moderación” se debía a la buena suerte (ausencia de grandes *shocks*) era mucho menos popular que la hipótesis de que por fin se había encontrado un régimen de política monetaria y fiscal capaz de domar los ciclos.⁵ Dada la mayor cantidad de hallazgos recientes sobre volatilidad y crisis referidos al mundo emergente, parece natural preguntarse si lo que hemos aprendido no podría ser de utilidad para comprender mejor lo que está ocurriendo en el mundo desarrollado. Después de tantos años de usar modelos pensados para países desarrollados para conceptualizar los problemas emergentes, parece intelectualmente interesante intentar lo contrario. Sobre todo si se toma en cuenta que las crisis emergentes ocurrieron en el mundo global actual y no en la década del treinta.

En el futuro cercano seguramente se invertirán muchos recursos en investigar cómo funcionan las economías desarrolladas cuando ocurren desequilibrios de magnitud y crisis y es probable que se produzcan hallazgos significativos. Esta es la segunda razón para analizar hasta dónde economías de diferente grado de desarrollo pueden comportarse de manera análoga fuera del corredor. Tener una visión precisa al respecto nos dejaría en mejor posición para evaluar qué nos puede servir y qué no de lo que vaya a descubrirse para el caso de los países más avanzados. Tomando en cuenta la cantidad de errores de política que se cometieron en el pasado por asumir que economías con distinto nivel de desarrollo se comportan de manera similar *dentro* del corredor, parece que la tarea vale la pena.

⁵ Sobre este debate ver, por ejemplo, Stock y Watson (2003); Blanchard y Simon, (2001).

II. América Latina fuera del corredor: seis hechos estilizados sobre volatilidad

Para el período previo a la crisis, es un hecho bien documentado que la volatilidad macroeconómica en los países de América Latina –y los emergentes en general– presenta diferencias significativas con la volatilidad en los países desarrollados. Más específicamente:

1) *Volatilidad del ingreso:*

La volatilidad medida por la varianza de la tasa de crecimiento del producto es alrededor de un 50% más alta en América Latina que en los países de la OCDE. El resultado no cambia cualitativamente si la volatilidad se mide en base a la volatilidad de la brecha del producto (CEPAL, 2008; Catao, 2007; Loayza y Hnatkovska, 2005).

2) *Colapsos, crisis y heteroscedasticidad:*

Los colapsos de crecimiento (crisis) son más frecuentes en la región que en el mundo desarrollado y la volatilidad es más alta en el entorno de los episodios de crisis –i.e. el proceso estocástico es heteroscedástico– (CEPAL, 2008; Goyal y Sahay, 2006; Fanelli, 2008).

3) *Shocks permanentes:*

Los *shocks* de tendencia son una fuente importante de volatilidad y explican una porción mayor de ésta que en los países desarrollados; además, son frecuentes los cambios estructurales (CEPAL, 2008; Aguiar y Gopinath, 2004).

4) *Volatilidad de la demanda agregada:*

La mayor volatilidad afecta tanto al consumo como a la inversión y, además, la volatilidad del consumo es en muchos casos superior a la del ingreso. Como la absorción doméstica es muy volátil también lo es el saldo comercial. Cabe señalar, no obstante, que las exportaciones son significativamente menos volátiles que las importaciones (Aizenman y Pinto, 2004; Fanelli, 2008).

5) *Inestabilidad:*

En la región no es infrecuente que variables clave para la dinámica agregada exhiban comportamientos explosivos. Ejemplos: insostenibilidad de la deuda pública; un patrimonio neto del sistema financiero que tiende a cero, con el apalancamiento consecuentemente tendiendo a infinito; procesos cuasi-hiperinflacionarios (en la década perdida). Este tipo de fenómeno era raro en los países avanzados, aunque se pueden señalar crisis financieras sistémicas, como las ocurridas en Suecia y Japón (Leijonhufvud, 2009; Fanelli, 2008; Easterly, 2000; Heymann, 2007; Claessens, 2004; Aliaga, Jimenez y Tromben, 2009; Perry y otros, 2008).

6) *Governance y equilibrios macroeconómicos:*

La reformulación de las estructuras de *governance* (contratos, derechos de propiedad y regulaciones) juega habitualmente un rol importante en el proceso de ajuste posterior a la ocurrencia de una perturbación; particularmente si la perturbación dio lugar a un colapso productivo o a una crisis. Las modificaciones en la *governance* van desde el cambio de composición del gasto público, la reformulación de contratos laborales y de las reglas de distribución entre gobierno central y subnacionales hasta el refinanciamiento de deudas y reformas en las regulaciones bancarias, los movimientos de capital, el sistema provisional y la estructura tarifaria (CEPAL, 2008; Fanelli, 2007; Fanelli, 2008).

Hay cinco implicancias de estos hechos estilizados que vale la pena comentar en función de nuestro ejercicio analítico:

a) Las economías latinoamericanas tienen una propensión mayor a situarse fuera del corredor de estabilidad que las industrializadas.

Esto es así porque, por un lado, los desequilibrios son más amplios –según el primer hecho estilizado los desvíos del producto tienen más varianza– y, por otro, los colapsos se producen con mayor frecuencia, como lo indica el segundo hecho estilizado.

Si bien estadísticamente un colapso es un desvío anormalmente grande y duradero, los estudios de caso indican que un colapso es mucho más que eso. En una economía que sufre un colapso aparecen problemas distributivos, de liquidez, financieros y de *governance* que son cualitativamente diferentes a los observados

en los casos de desvíos normales. Es justamente debido a esto que los colapsos suelen calificarse de “crisis”. Muchos estudios definen “crisis” de manera cuantitativa como una caída excepcional del nivel de actividad, mayor a una determinada cota. Nuestro ejercicio, no obstante, requiere de una definición más rica de “crisis”. Presentamos más abajo esa definición, luego de discutir una serie de aspectos de los procesos de ajuste fuera del corredor que son necesarios para contextualizar esa definición.

b) La brecha del producto es un indicador mucho menos importante para las respuestas de política anticíclica en América Latina que en el mundo desarrollado.

En el diseño de las respuestas de política en los países avanzados, el *output gap* juega un rol central pero ello no ocurre en la región. Hay dos razones que pueden argüirse. Una primera razón es que medir la brecha del producto no es tarea fácil. Como lo marca el tercer hecho estilizado, los *shocks* de tendencia son una fuente importante de volatilidad y, además, ocurren cambios estructurales. Por lo tanto, para medir el desvío respecto de la tendencia, luego de ocurrido el *shock* hay que averiguar dónde está situada la tendencia. Es decir, hay que averiguar cuánto de transitorio y cuánto de permanente tuvo la perturbación. Si bien hacer esta distinción es difícil en cualquier tipo de economía, en América Latina el problema aparece más seguido por las características de los procesos estocásticos ya apuntadas.

Una segunda razón es que, aun si se pudiera identificar claramente qué desvíos son transitorios quedaría el problema de que esos desvíos no son buenos predictores de las perturbaciones permanentes (o son directamente ortogonales respecto a ellas). Debido a esto, es lógico que los agentes y el gobierno tengan en cuenta otros factores de “vulnerabilidad” a la hora de evaluar la marcha de la economía (ver Edwards, 2007; Kaminsky y otros, 2004; CEPAL, 2008).

Es natural, por lo tanto, que en América Latina, el *output gap* tenga un rol mucho menos protagonista a la hora de discutir el estado de la economía y diseñar las respuestas de política. En el mundo desarrollado, al menos hasta la crisis *subprime*, la brecha del producto tuvo un rol muy relevante en la respuesta monetaria por vía de la regla de Taylor y en la respuesta fiscal, a través de la acción de estabilizadores automáticos como los subsidios de desempleo (Chang, 2007; Blanchard, 2005). En la región, en cambio, la función de respuesta de política de las autoridades da tanta o más relevancia que al *output gap*, a variables como el monto de déficit

fiscal que es posible financiar y la evolución probable del tipo de cambio nominal, la variación de reservas y la tasa de interés real. Asimismo, hay una serie de indicadores adicionales de “vulnerabilidad” tales como el nivel de apalancamiento privado o el descalce de monedas. Esto es lógico en un contexto de alta volatilidad; en un contexto tal, estas variables brindan información adicional a la de la brecha del producto en relación con la probable ocurrencia de un desequilibrio de magnitud; si la brecha del producto tiene poca utilidad en términos de predicción de grandes desequilibrios, sería irracional desperdiciar la información adicional que brindan variables asociadas con factores de vulnerabilidad.

Este hecho es evidente en varios países que han adoptado un régimen de metas de inflación en los últimos años en América latina, cuya implementación práctica tiene ciertas particularidades. Chang (2007) analiza los casos de Perú, México, Colombia y Chile y concluye que la implementación práctica del régimen difiere, en general, de lo que marca el paradigma convencional. En particular, mientras en una versión ortodoxa no hay lugar para la intervención cambiaria o la acumulación de reservas, los bancos centrales de la región sí lo han hecho con el argumento de acumular reservas como una forma de autoseguro ante la posible ocurrencia de *shocks* internacionales o para evitar que una apreciación exagerada de la moneda nacional erosione la competitividad. Las consideraciones sobre la necesidad de preservar la estabilidad de los mercados financieros y los efectos distributivos de las variaciones del tipo de cambio tampoco estuvieron completamente ausentes. La política fiscal, por su lado, tendió a ser procíclica por lo que el *output gap* entró con el signo opuesto en la función de reacción de la política fiscal (Jaimovich y Panizza, 2007; Kaminsky y otros, 2004)

c) La importancia relativamente mayor de los shocks permanentes hace más difícil el proceso de ajuste.

Cuando, como lo señala el tercer hecho estilizado, coexisten perturbaciones estacionarias y permanentes, la economía enfrenta un doble problema: por una parte, adaptar la economía a las nuevas condiciones estructurales creadas por el *shock* permanente y, por otra, independientemente de si lo que sacó a la economía del equilibrio fue un *shock* transitorio o permanente, deberá ajustar ante los desequilibrios transitorios que habitualmente aparecen cuando la economía no está sobre el producto potencial. Cuando se da esta situación, los agentes privados deben “localizar” dónde está la nueva tendencia, corregir sus expectativas, rehacer sus planes, renegociar los contratos en función de ello y, eventualmente, crear o destruir derechos

de propiedad según sea que haya creación o destrucción de riqueza. El gobierno, a su vez, deberá implementar políticas que faciliten la coordinación de planes y deberá aceptar el proceso de adaptación de las estructuras de *governance* a la situación post-*shock*. Para realizar estas tareas correctamente debe estar en condiciones de, por un lado, localizar la tendencia y, por otro, manejar los conflictos distributivos asociados a los cambios en la riqueza y la redefinición de derechos de propiedad y contratos. Heymann (2007) enfatiza que cuando la tendencia cambia abruptamente los problemas de ajuste de corto plazo se agravan por el peso muerto de los errores cometidos al valorar la riqueza esperada.

Lo anterior implica que los *shocks* permanentes pueden ser más difíciles de manejar para el hacedor de política que los transitorios. En particular, la probabilidad de que la economía abandone el corredor de estabilidad y demande políticas de estabilización de inusual magnitud será mayor cuanto: (1) más difícil sea averiguar dónde está la nueva tendencia; (2) más fuerte sea el *shock* permanente y (3) más lento sea el proceso de recontratación y de redefinición de los derechos de propiedad. El hecho que el proceso estocástico que genera la volatilidad muestre heteroscedasticidad en el entorno de los colapsos puede considerarse evidencia en el sentido de que el ajuste es más difícil cuando ocurren eventos extremos.

En realidad, este tipo de fenómeno sólo es un caso particular de un hecho más general que se estudia en Fanelli (2008): la forma en la que una economía ajusta ante un *shock* depende de las características específicas del contexto y dos características esenciales del mismo son: las propiedades del proceso estocástico y las propiedades de las reglas de *governance*. El proceso estocástico determina cómo son los riesgos pero las estructuras de *governance* determinan bajo qué condiciones se pueden intercambiar riesgos e, incluso, si es posible comerciar con riesgos, ya que algunos riesgos no son contratables.⁶ Este punto es central para entender lo que ocurre durante una crisis debido a que tanto las reglas de *governance* como el proceso estocástico cambian durante la misma.

⁶ Por ejemplo, pueden ocurrir los siguientes casos. Primero, que los parámetros del proceso estocástico se conozcan (situación de riesgo) y los mercados sean completos. En ese caso todas las contingencias son contratables. Segundo, que una contingencia sea no contratable pero que los parámetros del proceso estocástico se conozcan; en este caso, los riesgos son asegurables desde el punto de vista de la sociedad, pero no lo son desde el punto de vista del individuo por fallas de las estructuras de *governance* que hacen desaparecer los mercados para asegurar ese riesgo. Cuando hay incertidumbre estricta en el sentido de Knight (1921), en cambio, puede ocurrir que el riesgo sea no contratable porque el proceso que genera los eventos no es conocido ni para el individuo ni para la sociedad. Véase Fanelli (2008).

Una forma de ilustrar esto, muy relevante para la crisis actual, es en base a los cambios en los mercados financieros en el ciclo. Cuando la volatilidad –particularmente la idiosincrásica– aumenta como ocurre en las crisis, los arbitrajistas tienen una tarea más difícil. Un objetivo del negocio de los arbitrajistas es explotar las ganancias asociadas con precios equivocados de los *stocks*. Se asume, no obstante, que los beneficios de la actividad están acotados porque hay una gran cantidad de arbitrajistas, cada uno de los cuales tiene una exposición limitada respecto de cualquier papel con el que transan. Pero Shleifer y Vishny (1995) indican que es poco plausible que haya muchos arbitrajistas muy diversificados ya que los recursos para arbitrar están concentrados en inversores grandes y especializados en pocos activos. Como en un horizonte corto los beneficios de arbitrar son volátiles y ese riesgo no puede cubrirse, en situaciones extremas los arbitrajistas pueden perder mucho dinero y verse obligados a liquidar posiciones. Cuando un arbitrajista se retira del negocio, el arbitraje deviene menos eficiente y ello ocurre en el momento en que más se lo necesita para evitar que los precios se alejen de los fundamentos en un ambiente de incertidumbre. La evidencia empírica muestra, adicionalmente, que la volatilidad puede hacer más difícil la diversificación del riesgo idiosincrásico. Campbell *et al.* (2000) muestran que todos los componentes de la volatilidad (agregada, sectorial y a nivel de la firma) se comportan de manera contracíclica en los Estados Unidos; la volatilidad sube en las recesiones y sus cambios tienden a liderar las variaciones del producto. Esto implica que la posibilidad de manejar los riesgos y confiar en las señales de los mercados financieros varía a través del ciclo y, más específicamente, las fallas de mercado se agudizan en la parte baja del ciclo y, sobre todo, en los períodos de colapso.

d) Las fallas de mercado financiero son fuentes de generación de volatilidad excesiva.

El hecho que la inversión y el consumo sean muy volátiles –como lo marca el tercer hecho estilizado– sugiere que las restricciones de liquidez y, por lo tanto, las fallas de mercado financiero y de gobierno están asociadas con la variabilidad de la demanda agregada. Esto es particularmente así en lo relativo al consumo: si la intermediación financiera funcionara correctamente, el consumo debería ser menos y no más volátil que el ingreso. También sugiere que la política de estabilización del ciclo es poco efectiva. Aún si los agentes estuvieran restringidos por liquidez, los mecanismos de estabilización automática podrían hacer el trabajo de estabilizar la demanda. En particular, el seguro de desempleo y el impuesto a las ganancias podrían jugar este papel, pero ese papel es muy limitado dado

el menor tamaño del estado y la importancia de los mercados de trabajo informales en América Latina.

La mayor volatilidad de la inversión también se relaciona con mecanismos que operan cuando las fallas de mercado financiero son importantes, como el acelerador financiero, flujos de capital procíclicos y *sudden stops* (Calvo y otros, 2006; Fanelli, 2008). El gasto en inversión del sector público, aun cuando se redujo sensiblemente en las últimas décadas, también agrega volatilidad porque suele actuar como variable de ajuste cuando el gobierno enfrenta dificultades para acceder a los mercados de capital.

e) Las políticas de estabilización tienen un componente menor de mecanismos automáticos y mayor de políticas discrecionales y cambios de reglas de juego.

Como lo indica el quinto hecho estilizado, las fluctuaciones agregadas están frecuentemente acompañadas por cambios pronunciados en la sostenibilidad de las deudas pública y externa y en la fragilidad del sistema financiero. En este sentido, la evidencia indica que los vínculos *stock-flujo*; las interrelaciones entre las hojas de balance de los agentes agregados clave y las pérdidas y ganancias de capital son determinantes centrales de la sostenibilidad y la fragilidad financiera y, por ende, de las fluctuaciones macroeconómicas (Fanelli, 2008; Easterly, 2000; Heymann, 2007). Como consecuencia de los efectos en las hojas de balance, pueden darse situaciones de inexistencia de equilibrios debido a que no existe ningún conjunto de precios relativos que haga compatibles los derechos sobre la riqueza que surgen de los contratos con la riqueza existente de hecho.

Cuando existen *shocks* de tendencia o cambios estructurales, es necesario concebir un corredor que se desplaza junto con la tendencia. Y el tamaño del corredor no es invariante respecto de las características de la perturbación. Es fácil señalar ejemplos en los que el tamaño del corredor se reduce significativamente o, incluso colapsa y deviene un conjunto vacío. Esto es, la respuesta de la economía al *shock* es tal que no existe un punto de equilibrio hacia el cual la economía podría converger. Un caso muy importante en el que esto ocurre es cuando la suma del valor presente neto de los activos financieros en manos de los agentes es menor que el valor de la riqueza real que esos activos tienen como contrapartida. En esos casos no existe equilibrio y la dimensión del corredor es cero. Bajo tales circunstancias, como se comenta más abajo, para que exista un equilibrio factible hay que reformular los derechos de propiedad y ello muy difícilmente ocurrirá sin la

intervención del gobierno, como lo muestra la experiencia de los países que experimentaron crisis financieras sistémicas, dentro y fuera de América Latina.

Un ejemplo paradigmático de este tipo de dificultades es el efecto Fisher y lo que más modernamente se han llamado *balance-sheet recessions* (Koo, 2003; Leijonhufvud, 2009). Un ejemplo análogo son las crisis gemelas. En todos los casos las recesiones se alargan y devienen en crisis debido a la dificultad de recomponer las hojas de balance de los bancos y sus deudores luego de que un *shock* (deflacionario o devaluatorio) generó pérdidas y ganancias de capital de magnitud.

Sin embargo, como las sociedades para funcionar necesitan un mínimo de coordinación, los mecanismos que colocan a la economía sobre senderos explosivos o en situaciones de inexistencia de equilibrio terminan tarde o temprano por ser desactivados y la desactivación de esos mecanismos supone usualmente cambios en los contratos y las reglas de juego. La evidencia muestra que redefinir los derechos de propiedad luego del *shock* es penoso y lento y puede dejar a la economía atrapada en un colapso. En este sentido, la duración del colapso es una función directa de la capacidad del gobierno de acelerar el proceso de definición de nuevos derechos de propiedad sobre la riqueza existente. No sorprende, por ello, que el sexto hecho estilizado afirme que las crisis suelen inducir modificaciones en las reglas de *governance*, incluyendo fenómenos de dominancia de políticas del tipo ya comentado.

Sobre la base de estas implicancias de los hechos estilizados que caracterizan a la volatilidad en América Latina, podemos ahora intentar definir mejor la noción de “crisis”.

III. “Crisis”: las estructuras de *governance* fuera del corredor

Hay consenso en que el mundo desarrollado está sufriendo una “crisis” y que un imperativo de la hora es resolver la “crisis”. Pero una dificultad importante para diseñar políticas consistentes con este objetivo es que no se cuenta con una definición sólidamente fundada en la teoría de lo que es una “crisis”. En ausencia de ello en la literatura sólo se utilizan definiciones operacionales basadas en distinguir entre volatilidad “normal” y crisis (ver Aizenman y Pinto, 2005; CEPAL, 2008). Sin embargo, además del elemento esencial constituido por la volatilidad extrema, hay una serie de rasgos que se asocian típicamente con una crisis. En primer lugar, como ya se comentó, en el entorno de la ocurrencia de una crisis

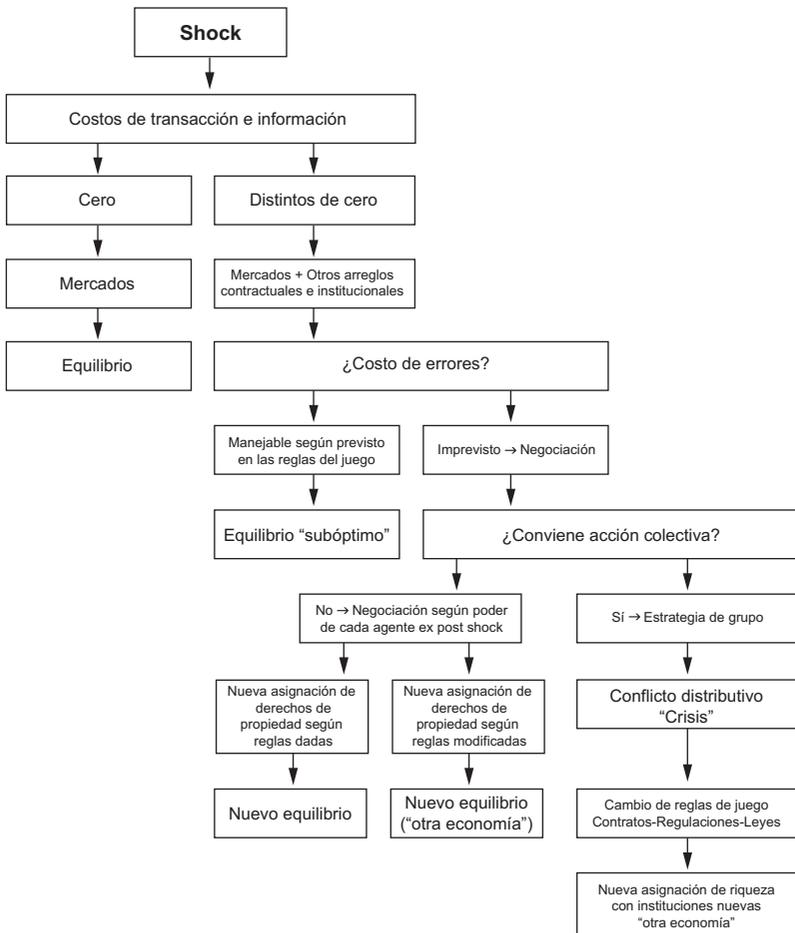
se observan períodos en los que la volatilidad aumenta de manera discontinua (Fanelli, 2008). Segundo, durante esos períodos suelen ocurrir deterioros institucionales y quiebres en las reglas de juego asociadas, sobre todo, con redefiniciones en los derechos de propiedad en el ámbito financiero y del sector público. Al afectar los derechos de propiedad establecidos, las crisis suelen dar lugar a interacciones no esperadas en el corto plazo que son muy difíciles de manejar y que quizás estén detrás de las “explosiones” temporales de volatilidad en el entorno de la crisis. Tercero, la dificultad para manejar las consecuencias de una crisis se asocian con el hecho que las crisis, por ser hechos episódicos y cuya resolución es impredecible, no son contratables y, por lo tanto, no son asegurables (Caballero, 2000). Cuarto, al afectar las instituciones, las crisis inducen fenómenos de *path dependence* que pueden influir en el crecimiento de manera permanente y no sólo transitoria. La literatura sobre cambio institucional enfatiza que las transformaciones en las reglas de juego son responsables de una parte relevante de los efectos de *path dependence* que son propios de la actividad económica (Williamson, 2005). Está claro, en función de esto, que dos elementos esenciales que deben jugar un rol en la definición de crisis son la volatilidad y las estructuras de *governance* en situaciones de *stress*. En relación con esto último, se necesita una definición de crisis que otorgue un rol central a las causas y consecuencias de las rupturas de las reglas de *governance* –en el sentido de Dixit (2006)– que se observan en los procesos de crisis.⁷

En una economía con mercados completos en la que los costos de transacción fueran nulos y donde no hubiera conflictos distributivos, el ajuste de la economía luego de ocurrido un *shock* –sea éste transitorio o permanente– no debería constituir un problema *per se* ya que, o bien las contingencias estarían previstas en los contratos, o bien los contratos se renegociarían de manera instantánea en función de los cambios en el conjunto de información pertinente cuando ocurre una contingencia que no se puede prever (ver Merton y Bodie, 2005). Asimismo,

⁷ Según este autor, “*economic governance is the study of good order and workable arrangements. This includes the institutions and organizations that underpin economic transactions by protecting property rights, enforcing contracts, and organizing collective action to provide the infrastructure of rules, regulations, and information that are needed to lend feasibility or workability to the interactions among different economic actors, individual and corporate. Different economies at different times have used different institutions to perform these functions, with different degrees of success. The field of economic governance studies and compares these different institutions. It includes theoretical models and empirical and case studies of the performance of different institutions under different circumstances, of how they relate to each other, of how they evolve over time, and whether and how transitions from one to another occur as the nature and scope of economic activity and its institutional requirements change*”. Página 2.

si todos los agentes aceptaran pasivamente los efectos del *shock* sobre su ingreso o riqueza –quizá debido a los elevados costos de organizar la acción colectiva– las variables de economía política no jugarían ningún rol (Rodrik, 1996). La volatilidad excesiva no sería un problema y el nivel observado de volatilidad sería el óptimo. Los hechos estilizados que hemos estado discutiendo sobre el comportamiento de la economía fuera del corredor indican, sin embargo, que los procesos de ajuste post-*shock* están plagados de situaciones de recontractaciones conflictivas –o, directamente, compulsivas– y conflictos distributivos por cambios en precios relativos. El siguiente diagrama resume los elementos involucrados y puede ser útil para ordenar la discusión de más abajo.

Diagrama 1



Como se ve, los mecanismos que operan en el ajuste post-*shock* son muy variados. En el caso particular de las *balance-sheet recessions* del tipo que parece estar afectando a los países ricos, la interacción entre *shocks* y derechos de propiedad suele ser central. Nos centraremos, por lo tanto, en tal interacción. Resaltaremos tres cuestiones: si el *shock* es transitorio o permanente, si la distribución de probabilidad es conocida y si el grado de conflictividad en la negociación post-*shock* es alta o baja.

Shock permanente o transitorio:

Como los *shocks* positivos permanentes generan riqueza *nueva*, es necesario definir los derechos de propiedad sobre esa riqueza. De igual manera, si un *shock* negativo destruye riqueza, será necesario que los derechos se extingan. El proceso de generación y extinción de derechos de propiedad puede dar lugar a problemas de apropiabilidad. Si bien la definición y resguardo de los derechos de propiedad es siempre costosa porque hay que estructurar las instituciones necesarias para tal fin, los problemas pueden ser más o menos agudos dependiendo de las características de los *shocks* y de cuán preparadas estén las instituciones y los mecanismos de *governance* para un *shock* u otro. No hay por qué conjeturar que una institución que funciona bien bajo ciertas circunstancias, lo hará también en otras.

El cambio en la riqueza puede ser de magnitud muy diferente dependiendo de las propiedades del *shock* permanente. Se espera que una pulsión de aumento del crecimiento que dure dos años cambie el nivel del PBI y, por ende, de la riqueza de la sociedad en una magnitud menor que un *shock* que acelere el crecimiento, del tipo de los estudiados por Hausmann *et al.* (2004). Por ejemplo, una reforma institucional exitosa aumentaría la *tasa* de crecimiento del flujo de ingresos, con el consiguiente salto en el valor de la riqueza. El *fruto* de la reforma sería la diferencia entre el valor de la riqueza social antes y después de ella. Lo mismo ocurriría con una política anticrisis que logre sacar a la economía de una trampa de liquidez.

Un *shock* cíclico transitorio, como no cambia la riqueza a largo plazo, sólo debería dar lugar a reducidos problemas de apropiabilidad. Si es correctamente anticipado en un marco de mercados sin imperfecciones no debería afectar el consumo o el patrimonio de los agentes. En un contexto de mercados financieros y de trabajo imperfectos cambiaría, básicamente, la situación de liquidez de los agentes y podría afectar quizá, por esa vía, su posición de solvencia o su capacidad para

acumular capital físico o humano, con consecuencias permanentes. Justamente, estas pérdidas son las que hacen que la volatilidad, aun de corto plazo, afecte el crecimiento. Pero nótese que los agentes estarían en condiciones de anticipar de cuánto serían estas pérdidas de riqueza en promedio si conocen la distribución de probabilidad de los *shocks* transitorios. También sería posible en principio calcular cuánto puede ganarse eliminando la volatilidad cíclica excesiva.

Grado de conocimiento de la distribución de probabilidad:

Una segunda cuestión es si la distribución de probabilidad del *shock* se conoce. Independientemente de si los *shocks* son permanentes o transitorios, es de esperar que los *shocks* “usuales” (es decir, aquellos cuya distribución de probabilidad se conoce) sean los menos conflictivos. Si la distribución de probabilidad del *shock* –condicional al conjunto de información existente al tomar la decisión– se conoce con relativa precisión es más fácil formar expectativas y, probablemente, los derechos de propiedad en la situación post-*shock* estarán bastante bien definidos. En el caso de los *shocks* transitorios sobre la tasa de crecimiento será posible conocer, por ejemplo, la covarianza condicional entre estos *shocks* y otros de relevancia incluyendo los que ocurren en otros países, de forma de poder diversificar riesgos. Si los mercados funcionaran relativamente bien, sería posible utilizar la información existente para organizar mercados de seguros. Si hiciera falta intervenir debido a fallas de mercado, las políticas anticíclicas se podrían diseñar sobre la base del conocimiento de la matriz que gobierna los comovimientos entre las variables relevantes. Obviamente, si los mercados funcionan mal o las políticas públicas están sujetas a intereses particulares, la ventaja de conocer las distribuciones de probabilidad se disipa y aumenta la probabilidad de que existan transferencias de riqueza y de ingreso que el agente o el sector público evitarían en caso de poder hacerlo. Por ejemplo, las fallas en los mercados internacionales de capital impiden que los países puedan utilizarlos para lograr una mayor diversificación de los riesgos (Athanasoulis y otros, 1999).

Cuando los *shocks* son episodios únicos, en cambio, pueden ser más conflictivos porque es mucho más probable que los derechos de propiedad no estén bien definidos para tales contingencias debido a que es más difícil formar expectativas sobre hechos que son únicos o sólo ocurren de manera episódica y es en consecuencia más difícil estructurar mercados que sean útiles para cubrirse de esas contingencias. Se puede esperar, como una regla práctica, que las transferencias de ingreso y riqueza no esperadas asociadas con estos *shocks* sean más significativas.

Intensidad del conflicto y acción colectiva:

El tamaño de las transferencias no esperadas de riqueza e ingreso producidas por un *shock* no son neutrales en relación con la probabilidad e intensidad de los conflictos. Es razonable esperar que los conflictos y los costos de negociación estén, *ceteris paribus*, en concordancia con tal tamaño. Si lo que está en juego es el valor presente de un flujo permanente de ingresos futuros es doble esperar que un agente racional actúe de manera distinta a lo que haría si se trata de una disminución que afecta su bienestar de forma sólo temporal. Dados los costos fijos de organizar la acción colectiva, cuanto mayor la pérdida o ganancia esperada, mayor la probabilidad que se organice el grupo de presión. Además, es posible que haya efectos de *path-dependence*. Una vez que un grupo incurrió en los costos de organizarse para presionar, probablemente utilizará su capacidad de presión para negociar en los *shocks* subsiguientes. De esta forma, el grado de conflicto distributivo no es independiente de la historia de inestabilidad anterior. Este punto merece destacarse en el caso de la región ya que el pasado de inestabilidad puede aumentar el costo de intentos futuros por reformar las políticas anticíclicas o mejorar la política fiscal instituyendo normas de responsabilidad como topes al déficit o la deuda pública. El análisis de los procesos de reforma muestra muchos ejemplos en este sentido. Uno paradigmático fue el repetido uso del arma de la consulta popular por los grupos antiprivatización en el Uruguay (ver Forteza y otros, 2007). Una dificultad sistemática para solucionar conflictos puede dar lugar a síndromes del tipo de la “maldición de los recursos naturales”, el populismo o la “enfermedad holandesa” (ver Arezki y van der Ploeg, 2007).

En función de estos elementos conceptuales, se puede definir “crisis” como una situación en la cual:

- Dados los derechos de propiedad y los contratos existentes los agentes perciben que el equilibrio macroeconómico no existe –porque la riqueza es menor que los derechos definidos sobre la misma– o, si tal equilibrio existe, es inalcanzable porque la reacción de los agentes aleja a la economía del mismo. Por lo tanto, los agentes perciben que no existe ningún conjunto de precios relativos que pueda poner nuevamente a la economía dentro del corredor de estabilidad.

- Los agentes anticipan que para restablecer un equilibrio factible, la *polity* implementará redefiniciones de contratos y de derechos de propiedad de forma tal de

restablecer la creencia de que hay un nuevo equilibrio macroeconómico que existe y es estable. Por lo tanto, un objetivo central de las decisiones financieras individuales pasa a ser el de proteger la riqueza personal durante el proceso de redefinición de contratos y derechos de propiedad.

- Los agentes perciben que quienes encuentren la forma de proteger su riqueza, no sólo evitarán pagar la crisis sino que se beneficiarán con las enormes oportunidades de ganancia que aparecerán con posterioridad en una economía que tiene los precios desorbitados en los mercados de futuro debido a la incertidumbre, el mal funcionamiento de los mercados de capital y las restricciones de liquidez.

De esta definición de crisis se sigue una consecuencia esencial: para sacar a la economía de la recesión y recomponer el gasto es fundamental terminar el proceso de redefinición de los derechos de propiedad. En el caso de una recesión de hoja de balance o una crisis gemela, esto quiere decir terminar el proceso de consolidación de la hoja de balance del sistema bancario y sus deudores insolventes o ilíquidos. Por supuesto, los métodos para hacerlo son numerosos y dependen en gran medida de los determinantes de la acción colectiva, incluyendo la ideología (Denzau y North, 1994). Dos vías alternativas son, digamos, la sueca: nacionalizar y reprivatizar, y la argentina: devaluar y pesificar. Como este proceso incluye elementos que pueden ofender la noción de equidad de la sociedad y normas compulsivas, los roles de la ideología y la política no son menores.

La forma de reactivar la demanda efectiva es crear la certeza de que el proceso de cambio en los derechos de propiedad ha llegado a su fin, de forma que quienes están líquidos y tienen riqueza comiencen a gastar. Nótese que aumentar el gasto o reducir los impuestos puede llevar a un resultado opuesto al buscado si la política “anticíclica” debilita la posición financiera del estado, ya que ello podría levantar la sospecha de que habrá otra ronda de redistribución de riqueza, esta vez para recomponer la posición financiera del estado. Esto es lo que explica la paradoja observada de manera repetida en América Latina: la economía “rebota” en un contexto de aumento del superávit fiscal debido a que el sector privado decide gastar sólo cuando percibe que se reduce la probabilidad de que el Estado recurra a “expropiaciones” con el propósito de recomponer sus finanzas. Esta visión es también compatible con el efecto ave Fénix (Calvo y otros, 2006): la economía se reactiva sin crédito debido a que los agentes que estaban con exceso

de liquidez (probablemente en activos externos) para resguardar su riqueza comienzan a gastar. Si tomamos en cuenta que los agentes suelen proteger su riqueza colocándola en el exterior esto es también compatible con el hecho que los flujos de capital se comportan de manera procíclica en América Latina.

Nótese que, en este contexto, la noción de “hacer política de estabilización” cambia radicalmente. En América Latina la interpretación de “estabilizar” en el sentido de suavizar el ciclo sólo se utiliza en tiempos normales; cuando la economía se mueve dentro del corredor. Cuando ocurre una perturbación suficientemente grande y/o los mecanismos de propagación del *shock* desestabilizan “automáticamente” a la economía amenazando con ponerla en un sendero explosivo o de inexistencia de equilibrio, la interpretación de tiempos normales se deja con naturalidad de lado. Esto ocurre, habitualmente, cuando la deuda pública evoluciona de forma de tornarse impagable o el sistema financiero pasa a tener patrimonio neto negativo. Si la economía viola la condición de transversalidad y avanza por un sendero explosivo, sin aviso previo, política de estabilización pasa a querer decir política de “ajuste” macroeconómico: es necesario reformar algún parámetro de la economía (presión tributaria, eliminación de programas de gasto público en marcha, derechos de propiedad financiera, etc.) a los efectos de desactivar los mecanismos explosivos. Por supuesto, como el mundo desarrollado vive hoy tiempos anormales, existe en la actualidad un mayor interés por comprender los desafíos de política asociados con la estabilización interpretada en este segundo sentido (ver, por ejemplo, Spilimbergo *et al.*, 2008). Un primer paso obligado, entonces, debería ser el de definir con mayor precisión el uso del verbo “estabilizar” en el contexto de la política anticíclica ya que tal interpretación altera de manera esencial el contenido de las políticas.

En función de esto, en Fanelli y Jiménez (2009) se define que la *función de estabilización* de la política macroeconómica tiene los siguientes componentes:

- **Políticas anticíclicas** en sentido estricto, que están orientadas a lidiar con el ciclo entendido como desvíos temporales respecto de la tendencia existente;
- **Políticas de ajuste macroeconómico** que manejan las consecuencias de *shocks* permanentes mediante cambios de reglas y pueden, también, tener como objetivo reducir estructuralmente la volatilidad excesiva o (en caso de equilibrios múltiples) coordinar las decisiones de forma de colocar a la economía en un equilibrio que es juzgado superior a otro;

- **Políticas anticrisis**, cuyo objetivo puede ser o bien corregir el rumbo de una economía que se encuentra (o amenaza con encontrarse) sobre un sendero inestable o corregir situaciones de inexistencia de equilibrio.

IV. La política de estabilización fuera del corredor: los desafíos en el mundo desarrollado

Hemos discutido los hechos estilizados de la volatilidad en América Latina, comentado sus implicancias y definido “crisis”. Si observamos las economías desarrolladas a partir de las conclusiones que sacamos, ¿qué vemos? Una advertencia antes de leer lo que sigue: es importante tener en mente de manera permanente las enormes diferencias estructurales con el mundo desarrollado. Como se indicó más arriba, las analogías que se discuten pretenden sólo ser un ejercicio intelectual para llamar la atención sobre algunas dimensiones de los desequilibrios asociados con crisis.

1) Volatilidad del ingreso:

Habrá que esperar algunos años para saber si la volatilidad va a ser permanentemente más alta en el período postcrisis en los países desarrollados y saber, así, si el colapso fue sólo un doloroso paréntesis en la “gran moderación” o un cambio permanente.

2) Colapsos, crisis y heteroscedasticidad:

Tampoco se puede saber si los colapsos y crisis serán más frecuentes. Sí es evidente, en cambio, que varias economías están sufriendo colapsos productivos asociados con crisis financieras sistémicas. También se puede conjeturar que la evolución de las principales variables macroeconómicas mostrará mayor volatilidad en el futuro cercano, reproduciendo el fenómeno de heteroscedasticidad observado en América Latina. Es indudable que esta mayor volatilidad estará asociada a la desorganización de los mercados financieros en la crisis, desorganización que podrá sólo paulatinamente ser subsanada. Mientras tanto, al igual que en el mundo emergente habrá desarbitraje de precios intertemporales, con fluctuaciones marcadas en el precio de los activos. La incertidumbre sobre derechos de propiedad también influirá. Hoy se expresa como huida a la calidad y agudización del *home bias* (ver FMI, 2009c). La gran diferencia con América Latina es que esta

situación no ha configurado aún situaciones generalizadas de *sudden stop* o racionamiento del crédito al sector público. Esto, sin dudas, amplía significativamente el espacio para hacer política de estabilización.

3) *Shocks permanentes*:

Una parte de las perturbaciones actuales tendrá, sin duda, efectos permanentes. El colapso productivo actual tiene efectos fuertes en términos de destrucción de riqueza y cambios en la distribución de derechos de propiedad sobre los activos existentes. Esto se refleja muy claramente en lo atinente a hogares y bancos en países como Irlanda, España, Islandia o Estados Unidos (ver FMI, 2009c).

Una segunda fuente de *shocks* permanentes son los cambios en la productividad relativa y, por ende, la competitividad y los precios relativos en la economía internacional, cuyo indicador más evidente son los persistentes desbalances globales (ejemplo: Asia vs. Estados Unidos, ver Eichengreen, 2005). Las perturbaciones que genera este proceso se están reflejando en cambios permanentes no sólo en las estructuras productivas de cada país sino, también, en la distribución del ingreso y, sobre todo, de la riqueza dentro de cada economía nacional. Por ejemplo, los accionistas de Chrysler serán perdedores netos y esto representa un *shock* permanente sobre su riqueza. Obviamente, también habrá ganadores netos en el nuevo perfil de ventajas comparativas del futuro, quienes serán los encargados de gastar y sacar a la economía del colapso actual. Pero para que ello ocurra deben tener en claro que podrán apropiarse de los frutos de su inversión, un problema conocido en América Latina (Hausmann y otros, 2004). Este problema no ha sido relevante, hasta ahora, en el mundo desarrollado por la mejor calidad institucional. Pero vale la pena indicar que no hemos visto esas instituciones funcionando fuera del corredor, donde los problemas de incertidumbre sobre la apropiación suelen multiplicarse exponencialmente. Nótese que éste no es un problema binario sino de grado: el punto es cuántos puntos básicos le agrega la incertidumbre al costo del capital, por cuánto tiempo y en qué sectores.

Una tercera forma de irreversibilidad de las perturbaciones se observará en el sistema financiero. Los cambios en la estructura de *governance* son muy marcados y es difícil pensar que no habrá efectos irreversibles ante los cambios en la propiedad (incluyendo la mayor participación pública), las regulaciones y el tipo de

contratos que son factibles. Como regla, los países que sufrieron crisis financieras experimentaron una caída en el nivel de *financial deepening* por un período (Fanelli, 2008).

4) Volatilidad de la demanda agregada:

Hemos señalado que la volatilidad del consumo y de la inversión en América Latina se relaciona con fallas en los mercados financieros. Como la calidad de la intermediación se redujo en el mundo desarrollado, no habría que descartar la hipótesis de que habrá mayor volatilidad en los componentes de la demanda agregada por un período. *Ceteris paribus*, cuanto menor el tamaño y la liquidez de los mercados, mayor la importancia del “acelerador financiero”. Este argumento, no obstante, debe contrapesarse con el hecho de que las políticas fiscales y monetarias en los países avanzados no son procíclicas como en nuestra región y ello será un contrapeso fundamental para suavizar las fluctuaciones en el gasto.

Otro punto es probablemente relevante para el caso de la inversión. El período *post-shock* requerirá, sin duda, de sustanciales reasignaciones de recursos entre sectores. La literatura sobre desarrollo financiero enfatiza que la intermediación financiera tiene un rol a jugar en la reasignación de recursos y la innovación (Levine, 2007) y, en el caso de varios países desarrollados pasará un tiempo hasta que el sistema financiero recupere su nivel de eficiencia. Es difícil saber cuál será el impacto cuantitativo, pero hay que tener en cuenta que redistribución de la riqueza implica redistribución del *colateral* y, con imperfecciones más marcadas en el mercado de crédito, ello implica redistribución de la capacidad de tomar crédito. Una pregunta válida es, ¿cómo será afectada la recuperación si un número de agentes con proyectos de inversión para aprovechar las nuevas oportunidades abiertas por la crisis quedan por un cierto período racionados en el mercado de crédito, como es frecuente en el mundo emergente?

5) Inestabilidad:

Hay dos puntos a remarcar. Primero, que las políticas fiscales expansivas afecten seriamente la sostenibilidad de la deuda pública, como es el temor de muchos analistas. Segundo, que los problemas de economía política impidan dar solución al problema de terminar con la reformulación de los derechos de propiedad, de forma tal que siga existiendo el problema de hojas de balance no creíbles en los bancos y familias sobre-endeudadas que restringen su gasto.

6) *Governance y equilibrios macroeconómicos:*

En este punto hay coincidencia muy fuerte con la experiencia latinoamericana. No parece posible que la crisis quede atrás sin cambiar las reglas de juego para: redefinir los derechos de propiedad en el sector financiero y productivo y establecer regulaciones que convenzan al sector privado de que vale la pena comprometerse con el futuro (*i.e.* realizar las ganancias potenciales de una economía desarbitrada intertemporalmente y con oportunidades nuevas de inversión abiertas por la crisis). Este proceso será más largo y más penoso cuanto más se tarde en concluir con la limpieza de la hoja de balance de los bancos y de las familias. Se puede anticipar que, cuanto mayor la percepción del sector privado sobre posible inestabilidad futura –debida a la deuda pública o las hojas de balance privadas– mayor será la duración de la crisis y la probabilidad de ser afectado por el síndrome de Japón.

En suma, cuando se pasa revista de estas analogías y diferencias, una conclusión que surge claramente es que los gobiernos de los países desarrollados necesitarán estabilizar la economía en el sentido de ajustarla y no sólo en el sentido de hacer política anticíclica para eliminar desvíos transitorios respecto de la tendencia. Como las reglas y los instrumentos de política de estabilización de la “gran moderación” no estaban preparados para esta tarea, las autoridades enfrentan el desafío de hacer política en la *terra* en gran medida *incognita* que se encuentra más allá del corredor. Concluimos nuestras reflexiones con algunas consideraciones sobre estos desafíos.⁸

El primer punto es que, cuando se producen perturbaciones de tamaño y características excepcionales se incrementa **la incertidumbre sobre los efectos de las políticas fiscales de estabilización**. Como surge de Spilimbergo *et al.* (2008) los hacedores de política tienen hoy incertidumbre respecto de algo tan esencial para el cálculo del estímulo fiscal necesario como es el valor del multiplicador asociado a ese impulso. Por un lado, las estimaciones existentes sobre el valor del multiplicador en condiciones normales difieren significativamente y, por otro, no está claro si el valor del multiplicador calculado bajo tales condiciones es invariable a *shocks* y respuestas fiscales de la magnitud de los que se observan en la actualidad (ver Spilimbergo *et al.*, 2008).

⁸ Estas consideraciones se basan en Fanelli y Jiménez (2009).

El segundo punto es que en una situación de crisis aumenta exponencialmente la demanda de **coordinación de políticas**, lo que en buena medida se debe a que aumenta la competencia entre políticas por el uso de recursos e instrumentos. Esto es particularmente cierto respecto de la coordinación de la política fiscal anticíclica con las políticas monetaria, de deuda pública y de manejo de la crisis financiera (Togo, 2007). El fisco está destinando ingentes recursos fiscales a estabilizar el sistema bancario y a estimular la economía y, como consecuencia, el déficit fiscal y la relación deuda/producto aumentarán por encima de las metas *pre-shock*. De esta forma, la política anticrisis puede estar *dominando* los objetivos de la política de mantener la sostenibilidad de la deuda y, adicionalmente, pone rígidos límites al espacio de política fiscal que tendrán futuros gobiernos a su disposición. Estas acciones fiscales anticíclicas pueden también estar dominando los objetivos de política monetaria. Muchos analistas sugieren que el aumento significativo de la oferta de base monetaria y del gasto público llevará en el futuro a una fuerte aceleración inflacionaria. Esto es, el pasaje del *inflation targeting* al *quantitative easing* no sería otra cosa que el nombre dado a la dominación que ejerce la política anticíclica sobre los objetivos de inflación. Obviamente, actuar en el corto plazo para evitar que la economía caiga en una trampa de alto desempleo parece lo correcto, pero es innegable que esto hará más difícil coordinar la política fiscal con la monetaria y de deuda pública en el futuro.

El tercer punto se relaciona con el rol crítico que juega la **sostenibilidad de la deuda** pública cuando un *shock* es de magnitud desusada. Los efectos cuantitativos de los estímulos fiscales que están siendo implementados son altamente dependientes de cómo evolucionen los mercados financieros y la incertidumbre. Esto se refleja particularmente en la discusión respecto del nivel sostenible de la deuda pública. Muchos analistas afirman que un impulso fiscal de gran tamaño –adicionado a los enormes recursos que está requiriendo la estabilización del sistema bancario– podría colocar la relación deuda pública/producto en un sendero de sostenibilidad dudosa.⁹ Esto genera una situación algo paradójica que es, por sí misma, una fuente de incertidumbre. En efecto, dada la política fiscal, el cálculo del nivel sostenible de deuda requiere conocer cuáles son las tasas de interés y de crecimiento de largo plazo. Pero esas tasas sólo se conocerán una vez que

⁹ Para una visión que enfatiza la cuestión de la deuda y su coordinación con otras políticas o regímenes ver, por ejemplo, Cochrane (2003). Este autor ha insistido mucho sobre la cuestión de si son efectivas las políticas fiscales en el debate actual. La visión alternativa está representada por el Staff del FMI, ver por ejemplo, Departamento de Asuntos Fiscales FMI (2009); Freedman *et al.* (2009). Ver también la discusión sobre sostenibilidad de la deuda en Buiter (2009b).

la economía se establezca en torno a un nuevo equilibrio post-*shock*.¹⁰ De esta forma, los intentos de corto plazo por estabilizar la economía y reactivar el gasto privado dependen de que los agentes económicos asuman que el crecimiento de la deuda pública no es insostenible. Esto es, para que los agentes inviertan y se comprometan con el largo plazo, debe estar claro que existe un nuevo equilibrio estable hacia el cual la economía convergerá. Pero es justamente la dificultad que tienen los agentes para percibir hacia dónde se dirige la economía lo que crea incertidumbre, retrae el gasto y amenaza coordinar las expectativas en un equilibrio “malo”, similar a la trampa de liquidez. La evidencia del mundo emergente indica, por otra parte, que utilizar estímulos fiscales es más difícil cuanto más endeudado está el sector público, mayores los recursos que hay que destinar a mantener la estabilidad bancaria y menores son los grados de autonomía monetaria para resistir una salida masiva de capitales.

El cuarto punto es que las medidas fiscales de estabilización se están implementando conjuntamente con iniciativas no meramente anticíclicas que suponen **reformas importantes en las estructuras de governance** (contratos, regulaciones). Una condición necesaria para coordinar las expectativas en un equilibrio fuera de la trampa de alto desempleo es que el sistema financiero no se desplome y que la producción no colapse. Para ello los gobiernos se han comprometido bastante explícitamente en una política de salvar al que es demasiado grande para caer, lo cual implicó la reformulación *ex post* de regulaciones y contratos. Un efecto colateral de esta reformulación de los mecanismos de *governance* es el aumento de los problemas de riesgo moral y en la percepción de que las reglas de juego son inestables. Esto implica que la necesidad de estabilizar la economía está *dominando* al objetivo de estabilidad de las instituciones económicas, lo cual afecta los incentivos para invertir. No está claro que en un ambiente así los estímulos fiscales y de otro tipo tendrán efectos sobre el gasto privado similares a los que tendrían bajo circunstancias normales. Esto es particularmente así en los países de menor tamaño más afectados por la crisis.

El quinto y último punto se refiere a cómo puede afectar a la política fiscal estabilizadora la dinámica de **economía política** de la crisis. Ya se dijo que para coordinar las expectativas en un equilibrio de pleno empleo y no en una trampa de alto desempleo, el gobierno –sobre todo si el país es de menor tamaño– debe

¹⁰ Esto es particularmente así si tomamos en cuenta que algunas consecuencias de la crisis serán irreversibles y, por lo tanto, afectarán el crecimiento y los rendimientos de largo plazo.

dar señales claras de que la deuda pública es sostenible y que la reformulación de derechos de propiedad terminó en una situación en la que los derechos definidos sobre la riqueza existente son consistente con la riqueza que existe. La señal más contundente que puede darse en este sentido es que se aumentará la recaudación en el futuro para servir la deuda. Esto crea un problema de economía política: si un inversor privado tiene hoy un buen proyecto y liquidez para realizarlo, ¿por qué invertir y señalarle al gobierno su capacidad de generar beneficios sabiendo que las restricciones de economía política llevarán con alta probabilidad en el futuro a que el gobierno aumente la presión tributaria sobre quienes demuestran haber ganado y no perdido con la crisis? Esta expectativa de “apropiación futura de beneficios privados” deprime la inversión y dificulta coordinar las expectativas en el equilibrio “bueno”. Un problema similar de apropiabilidad está asociado con la inseguridad de las reglas de juego y el riesgo moral relacionado con el salvataje financiero. Por supuesto, esto no implica que la economía estará imposibilitada de coordinarse en un equilibrio fuera de la trampa. Pero sí implica que los empresarios requerirán una tasa de beneficio más alta para invertir (al tomar en cuenta el riesgo mayor en un clima institucional enrarecido) y ello retrasará la reactivación.

En suma, esperamos que este ejercicio analítico sobre volatilidad y crisis haya sido de alguna utilidad para mostrar que los problemas que la política de estabilización debe enfrentar fuera del corredor pueden ser cualitativamente diferentes y tratar de sacar provecho de la familiaridad con los problemas macroeconómicos de América latina, donde por la frecuencia de las crisis es normal que aparezcan los problemas de sostenibilidad de deuda pública, incertidumbre sobre el efecto de los impulsos fiscales, fallas de coordinación entre políticas y cambios en las reglas de juego y en la propiedad como consecuencia del ajuste macroeconómico y las presiones de los conflictos distributivos.

Referencias

Aizenman, J. y B. Pinto (eds.) (2004), *Managing Volatility and Crisis. An Practitioner's Guide*. Banco Mundial. <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/mv/mvcguide.html>

Aguiar, M. y G. Gopinath (2004), "Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend", NBER, documento de trabajo 10734.

Aliaga, Jiménez y Tromben (2009), "Dinámica de la deuda pública en América Latina", *mimeo*, CEPAL, Santiago de Chile

Arezki, R. y F. van der Ploeg (2007), "Can the Natural Resource Curse Be Turned into a Blessing? The Role of Trade Policies and Institutions", FMI, *documento de trabajo* 07/55.

Athanasoulis, S., R. Shiller y E. van Wincoop (1999), "Macro Markets and Financial Security", *FRNBY Economic Policy Review*, abril, pp. 21-39.

Auerbach, A. J. (2002), "Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?", NBER, documento de trabajo 9306.

Basu, S. y A. M. Taylor (1999), "Business Cycles in International Historical Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, primavera, pp. 45-68.

Blanchard, O. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", NBER, documento de trabajo 10389.

Blanchard, O. (2005), "European Unemployment: The Evolution of Facts and Ideas", NBER, documento de trabajo 11750.

Blanchard, O. y J. Simon (2001), "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility", *Brookings Papers on Economic Activity* N° 1, pp. 135-164

Buiter, W. (2009a), "The unfortunate uselessness of most `state of the art´ academic monetary economics", www.voxeu.org/index.php?q=node/3210.

Buiter, W. (2009b), "Fiscal Sustainability", *mimeo*, European Institute; LSE y CEPR.

Caballero, R. (2000), "Aggregate volatility in modern Latin America: Causes and cures", *Economía* 1(1), primavera 2000, pp. 31-108. Reimpreso en *Estudios de Economía* 28(1), junio 2001, pp. 5-52.

Calvo, G. A., A. Izquierdo y E. Talvi (2006), "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises", BID, Departamento de Investigaciones, documento de trabajo N° 570.

Campbell, J., M. Lettau, B. Malkiel e Y. Xu (2000), "Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of Idiosyncratic risk", NBER, documento de trabajo 7590.

Catao, L. A. V. (2007), "Retrospectiva latinoamericana", *Finanzas y Desarrollo*, diciembre.

CEPAL (2008), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008*, Santiago de Chile, CEPAL.

Claessens, S. (2004), "Finance and volatility". En Aizenman, J. y B. Pinto (eds.), *Managing Volatility and Crisis. An Practitioner's Guide*, Banco Mundial.
<http://www1.worldbank.org/economicpolicy/mv/mvcguide.html>

Cochrane, J. H. (2003), "Fiscal Foundations of Monetary Regimes", *mimeo*, Universidad de Chicago y NBER.

Chang, R. (2007), "Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America", *mimeo*, FLAR y Banco de la República de Colombia.

Denzau, A. y D. North (1994), "Shared mental Models: Ideologies and Institutions", *Kiklos*, vol. 47, pp. 3-31.

Dixit, A. (2006), "Governance". Artículo preparado para: Steven Durlauf y Lawrence Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2da. edición, Londres: Palgrave Macmillan.

Easterly, W., R. Islam y J. E. Stiglitz (2000), "Shaken and stirred: Explaining growth volatility", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 2000.

Eichengreen, B. (2005), “The Blind Man and the Elephant. Competing Perspectives on Global Imbalances”, *IGE/Prudential, International Financial Lecture*.

Edwards, S. (2007), “Crises and Growth: A Latin American Perspective”, NBER, documento de trabajo 13019.

Fanelli, J. M. (ed.) (2007), *Understanding Market Reform in Latin America. Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results*. Palgrave, Macmillan, New York.

Fanelli, J. M. (ed.) (2008), *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*. Palgrave, Macmillan, New York.

Fanelli, J. M. y J. P. Jiménez (2009), “Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal”, trabajo preparado para el Foro Unión Europea, América Latina y el Caribe, Montevideo 19 y 20 de mayo.

FMI (2007), *World Economic Outlook*, octubre, Washington.

FMI (2009a), *World Economic Outlook*, abril, Washington.

FMI Departamento de Asuntos Fiscales (2009b), “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, *mimeo*, FMI.

FMI (2009c), *Global Financial Stability Report*, abril, Washington.

FMI Departamento de Asuntos Fiscales (2009), “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, *mimeo*, FMI.

Forteza, A., D. Buquet, M. Ibarburu, J. Lanzaro, A. Pereyra, E. Siandra y M. Vaillant (2005), “Understanding Reform, The Uruguayan Case”, preparado para: GDN Understanding Reform Project.

Freedman, C., M. Kumhof, D. Laxton y J. Lee (2009), “The Case for Global Fiscal Stimulus”, *mimeo*, FMI.

Goyal, R. y R. Sahay (2007), “Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach”, FMI, documento de trabajo N° 06/287.

Hausmann, R., L. Pritchett y D. Rodrik (2004), "Growth Accelerations", KSG, documento de trabajo N° RWP04-030.

Heymann, D. (2007), "Desarrollos y alternativas: Algunas perspectivas del análisis macroeconómico", en Heymann Daniel (ed.), *Progresos en Macroeconomía*, Buenos Aires, Temas Grupo Editorial, pp.79-177.

Jaimovich, D. y U. Panizza (2007), "Procyclicality or Reverse Causality?", BID, documento de trabajo N° 599.

Kaminsky, G. y C. M. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89(3), pp. 473-500.

Kaminsky, G., C. M. Reinhart y C. A. Vegh (2004), "When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", NBER, documento de trabajo 10780.

Knight, F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton and Mifflin, Boston.

Koo, R. C. (2003), *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*. Singapore: Wiley.

Levine, R. (2007), "Finance and Growth: Theory and Evidence". En: Aghion, P. y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.

Loayza, N. y V. V. Hnatkovska (2004), "Volatility and Growth", Banco Mundial, documento de trabajo N° 3184.

Leijonhufvud, A. (1981), *Information and Coordination: Essays in Macroeconomic Theory*. Oxford, Oxford University Press.

Leijonhufvud, A. (2009), "No ordinary Recession", www.voxeu.org/index.php?q=node/3065.

Merton, R. C. y Z. Bodie (2004), "The design of financial systems: Towards a synthesis of function and structure", NBER, documento de trabajo 10620.

Perry, G. E., L. Servén y R. Suescún (eds.) (2008), *Fiscal Policy, Stabilization, and Growth. Prudence or Abstinence?* Washington D.C., Banco Mundial.

Rodrik, D. (1996), "Understanding Economic Policy Reform", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXIV, marzo, pp. 9-41.

Shleifer, A. y R. Vishny (1995), "The limits of arbitrage", NBER, documento de trabajo 5167.

Spilimbergo, A., S. Symansky, O. Blanchard y C. Cottarelli (2008), "Fiscal Policy for the Crisis", FMI, *Staff Position Note*, 29 de diciembre.

Stock, J. H. y M.W. Watson (2003), "Has the business cycle changed? Evidence and explanations". Preparado para la conferencia de la Reserva Federal de Kansas, "Monetary Policy and Uncertainty".

Taylor, A. M. (2002), "Globalization, Trade, and Development: Some Lessons from History", NBER, documento de trabajo 9326.

Togo, E. (2007), "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies. An Analytical Framework", Banco Mundial, documento de trabajo 4369.

Williamson, J. (2005), "The Economics of Governance", *American Economic Review* 95(1).

El norte desde el sur

Por Javier Finkman*

— *Auntie Em: Find yourself a place where there isn't any trouble!*

— *Dorothy: Some place where there isn't any trouble. Do you suppose there is such a place, Toto? There must be. It's not a place you can get to by a boat or a train. It's far, far away. Behind the moon, beyond the rain.*

The Wizard of Oz

I. Introducción

Este artículo analiza similitudes y diferencias entre la crisis argentina y la crisis en curso en los países desarrollados con centro en Estados Unidos. Para la mayoría de los economistas del norte, la referencia obligada de la crisis actual es la crisis del 30. Sin embargo, argumento aquí, las crisis de los países en desarrollo deberían ser una referencia útil para pensar la crisis global.

No es un argumento original. Reinhart y Rogoff encuentran muchos elementos comunes en las crisis bancarias de los países desarrollados y los países en desarrollo.¹ Y estudian la profundidad y la duración de las crisis a partir de una muestra combinada de países y experiencias.² Aquí, en cambio, me propongo realizar algunas analogías, y establecer sus límites, entre la crisis argentina de 2001-2002, en particular, y la crisis en Estados Unidos.

Las acciones de política económica que se ensayan, en respuesta a la crisis global, incluyen medidas fiscales y monetarias con un alcance sin precedentes en la posguerra del mundo desarrollado.

* HSBC. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las de HSBC o las del BCRA o sus autoridades. Agradezco los comentarios de Roberto Frenkel y Daniel Heymann.

¹ Reinhart y Rogoff (2008).

² Reinhart y Rogoff (2009).

Las intervenciones incluyen, entre otras acciones, bajas de tasas de interés, expansión de la base monetaria en operaciones de mercado abierto que incluyen la compra directa de activos de baja calidad, ventanillas de descuento cada vez más amplias en cantidad y calidad de los activos aceptados, préstamos o líneas contingentes a instituciones financieras para la compra de instituciones financieras, nacionalizaciones parciales o totales, y una significativa flexibilidad regulatoria. Además, los seguros de depósitos fueron aumentados parcial o totalmente. Y, por supuesto, programas de estímulo fiscal de diversa magnitud.

Estas intervenciones públicas no tienen nada que ver con la política contracíclica típica cuyo objetivo es suavizar el ciclo económico. Más aún, la incubación de una crisis implica algún proceso de expansión exagerada, lo que presupone la ausencia de una política de estabilización adecuada previamente. Así que, también por definición, las intervenciones de la poscrisis son excepcionales.

Son intervenciones excepcionales para el norte pero, corrigiendo por la diferencia en el grado de sofisticación financiera, estas intervenciones son más frecuentes en el sur y esto legitima la utilización del razonamiento análogo.

II. Algunas analogías entre el sur y el norte

II.1. El orden de magnitud de las intervenciones públicas

El costo de las intervenciones públicas en las crisis bancarias se mide en puntos porcentuales discretos del producto bruto interno. No se trata de cambios en el margen en las tasas impositivas y en los ratios de endeudamiento sino de cambios estructurales.

El énfasis en el orden de magnitud de la intervención es fundamental porque lleva a pensar en la salida de la crisis en forma diferente a la teoría estándar del ciclo económico. El impacto de la intervención pública afecta la tasa de crecimiento de mediano y largo plazo en forma negativa, a través de la distribución de los costos de la intervención, justamente por la asimetría de intervenir sólo para compensar excesos.

El caso argentino es un ejemplo de cómo la intervención pública condiciona la salida y el largo plazo. La pesificación asimétrica fue “financiada” mediante la

emisión de bonos en dólares que son finalmente un condicionamiento a la política económica.³

Es cierto que los bonos argentinos, como otros de países en desarrollo, carecen del carácter de moneda de reserva y reserva de valor que caracteriza a algunas de las emisiones de países del norte.⁴ Esto significa que la política económica en el norte cuenta con mayor margen de maniobra y limita el alcance de la analogía, pero no la invalida. El punto es que el aumento del endeudamiento estructural va a tener consecuencias en la tasa de crecimiento potencial.

II.2. La reparación de balances

Los balances de las familias y las empresas se dañan a medida que se incuban los desequilibrios, aunque es la crisis donde el cambio de precios relativos o la liquidación forzada de activos hace evidente las pérdidas de capital. Los balances son reparados por la política económica y el paso del tiempo.

En la Argentina, los balances se repararon principalmente mediante la conversión a pesos de contratos que estaban previamente denominados y comprometidos en dólares (o “pesificación”). En este tipo de medidas de política económica, las discusiones principales son qué contratos se modifican, en qué cuantía y sus compensaciones.

En Estados Unidos, se discute acerca de cómo reparar los balances de las familias muy endeudadas. Hay argumentos a favor de reducir la deuda de las familias con una intervención directa, que comparte con la pesificación, el ser una reformulación involuntaria de los contratos, una solución más parecida a la implementada en la Argentina.

Sin embargo, la política en curso hasta aquí favorece la posición que propone resolver el problema de las familias con valor neto negativo de la propiedad, inyectando liquidez a los bancos y delegando en el sistema financiero el monitoreo y la selección de quienes reciben tasas más bajas bajo la forma de la refinanciación de hipotecas.

³ Las comillas son para enfatizar el carácter no voluntario de la operación en la mayoría de los casos.

⁴ Dado los riesgos de convertibilidad y transferibilidad, el hecho de que estén denominados en dólares no significa que estén emitidos en una moneda de reserva: para los inversores con portafolios de inversión globalizados son “argendólares”.

Una salida con mayor intermediación financiera evita la reformulación no voluntaria de contratos y tiene entonces mayor “calidad institucional”. Además, reconoce la especificidad de una economía mucho más apalancada como es la norteamericana. Sin embargo, corre el riesgo de que la intermediación financiera sea lenta debido a su instrumentación descentralizada y que no alcance necesariamente a todas las familias con patrimonio negativo.

II.3. Transacciones no voluntarias y restricciones

El orden de magnitud de las crisis y la necesidad de coordinación rápida dan una impronta especial a las intervenciones públicas que se traducen en restricciones al margen de acción del sector privado o en la imposición de transacciones no voluntarias.

La pesificación asimétrica es un ejemplo de transacciones no voluntarias. Entre las restricciones, el legado regulatorio más importante de la poscrisis argentina es el control de capitales y la prohibición de prestar dólares a quien no recibiera dólares como parte de su giro comercial.⁵

Las restricciones mencionadas impactan en el largo plazo: los límites al descalce de monedas redujeron el apalancamiento potencial –aún así la economía creció a tasas muy altas hasta 2007– con el beneficio de reducir la volatilidad futura frente a variaciones cambiarias.

En Estados Unidos, la necesidad de contener la volatilidad de los mercados llevó a limitar las operaciones de venta corta para reducir las apuestas a la baja de las cotizaciones que aumentan la volatilidad del mercado. De hecho, están en discusión formas de regulación que pongan mayor acento en los riesgos de liquidez, y que limiten el apalancamiento y la innovación financiera.

II.4. Transparencia contable y tolerancia regulatoria

El proceso de reparación de las hojas de balance no es instantáneo y, en buena medida, está asociado a la recuperación de la poscrisis a medida que el crecimiento, y el exceso de liquidez, gradualmente recomponen la calidad

⁵ Más tarde, esta restricción fue relajada para permitir prestar dólares a toda la cadena de valor de los exportadores.

de los activos y eventualmente reducen el valor real de los pasivos (esto último cuando la salida tiene un componente inflacionario).

En el caso de los bancos argentinos, se flexibilizaron requerimientos patrimoniales o de valuación de activos extendiendo en el tiempo la tolerancia regulatoria.

En Estados Unidos, se reintrodujeron prácticas de valuación de activos a valor técnico en lugar de a mercado con el objetivo de reducir la volatilidad de los estados contables. El costo de una menor volatilidad es, potencialmente, menor transparencia de la información contable.

II.5. La revaluación brusca de la riqueza

La crisis argentina implicó un cambio brusco en el tipo de cambio real. Por lo tanto, los costos y beneficios se distribuyeron, en buena medida, de acuerdo a la posición en moneda extranjera de cada familia o empresa, computando también los cambios que introdujo la política.

En el caso del sector público, la revaluación de la deuda en dólares, en relación a la capacidad de cobrar impuestos en pesos, forzó la cesación de pagos y el cobro de impuestos al comercio exterior en montos crecientes. Sin embargo, los activos externos acumulados por el sector privado en anticipación a la crisis también se revaluaron y tuvieron efecto contracíclico.

En Estados Unidos, la fuerte caída en el valor de las propiedades y del mercado accionario en relación a otros activos, como los bonos públicos, también generó quebrantos privados. Sin embargo, y ésta es una diferencia esencial entre Argentina y Estados Unidos, y un límite al razonamiento analógico, la crisis no afectó la solvencia percibida del sector público. El mayor margen de maniobra que resulta reduce la reacción exagerada en la dinámica de precios claves como el tipo de cambio.

El cambio abrupto de posiciones en activos percibidos como riesgosos a posiciones en activos percibidos como libres de riesgo es una característica de las crisis y es, justamente, el foco de la política económica de la poscrisis. Cuando el sector privado quiere solamente activos sin riesgo se abre la necesidad de la intervención pública: intermediar entre los demandantes de crédito y quienes ahora no quieren prestar. El rol que en la crisis argentina jugó el dólar, como reserva de valor, lo tienen ahora los bonos públicos norteamericanos.

Cuando no hay dudas sobre la solvencia pública, la intermediación es más efectiva. En el caso argentino, la demanda por activos en moneda local sólo se recompuso cuando el peso fue exageradamente barato y, por lo tanto, el ajuste cambiario fue mayor porque el rendimiento de la deuda incluye la prima de riesgo soberano.

II.6. La incertidumbre sobre la trayectoria de salida

Durante las crisis, hay fuerte incertidumbre sobre la elección de políticas y su impacto en la trayectoria de salida. La decisión de convertirse en prestamista de última instancia o de modificar los procedimientos de resolución de convocatoria de acreedores y quiebra, o de limitar la propiedad extranjera en algunos sectores, o requisitos de mano de obra o insumos locales, afectan la trayectoria de salida.

En Argentina, la pesificación asimétrica, y su compensación mediante bonos, resultaron en una participación mayor de activos públicos en el balance de los bancos frente a la alternativa de no modificar los contratos financieros. Esto redujo la irregularidad de la cartera de los bancos y dotó al activo del sistema financiero de mayor liquidez.

En Estados Unidos, se discute la estrategia de inyección de liquidez de los bancos frente a estrategias más agresivas de nacionalización *de facto* o *de jure*, y el contraste entre el salvataje a instituciones financieras o sus acreedores frente al requerimiento de la convocatoria en el caso de empresas del sector real. En todo caso, el rol del sector público y los cambios regulatorios están aún en proceso de evolución.

III. Los límites de las analogías

Los límites de las analogías están dados principalmente por la solvencia pública percibida que, en la mayoría de los países desarrollados, no está en discusión. Además, la capacidad de emitir deuda en la moneda local, que es a la vez activo libre de riesgo, elimina los descalces de moneda y hasta permite financiar posiciones deficitarias vía efectos de valuación.⁶

⁶ Lane y Milesi-Ferreti (2005).

La capacidad de emitir deuda en forma voluntaria –a diferencia del caso argentino donde la deuda se emitió como compensación a transacciones no voluntarias– amortigua y limita la profundidad y duración de la crisis. Más aún, la preferencia por la calidad y la seguridad resultó en la demanda sostenida de bonos del tesoro de los Estados Unidos como refugio de valor.

Algunos economistas, como Eichengreen, imaginaron una posible salida brusca al problema de los déficits gemelos de los Estados Unidos si se cortara en forma abrupta la demanda por bonos públicos de los Estados Unidos.⁷ Esta variante “argentina” no se materializó justamente por la capacidad de emitir moneda de reserva y reserva de valor de los EE.UU.

Sin embargo, la evolución de la poscrisis global requiere pensar la salida de una situación donde los activos en dólares aumentan sustancialmente. De hecho, si se consolidan las señales de recuperación y la demanda por activos de riesgo, significa que deberá disminuir la demanda por activos libres de riesgo denominados en dólares. A diferencia de lo ocurrido en años previos, este proceso podría resultar en un aumento en la tasa de interés nominal de largo plazo de los Estados Unidos y eventualmente alguna inflación moderada para reducir el peso de la deuda.⁸ Esta salida gradual implica evitar los escenarios más pesimistas pero, debido al aumento estructural en el endeudamiento y su impacto en las tasas, el crecimiento de largo plazo futuro sería menor que el de los años previos.

Hay una visión más pesimista según la cual si la deuda aumenta al punto que sube la tasa de interés de largo plazo en términos reales, entonces la deuda pública “podría desplazar al gasto privado y eventualmente llevar a riesgo de *default* o refinanciación”.⁹ Para evaluarla es útil nuevamente reconocer el límite a la analogía. Esta salida exige que la deuda soberana de Estados Unidos pierda el carácter de activo libre de riesgo y es la menos probable. La magnitud del monto de las reservas de los principales bancos centrales emergentes limita, en el mediano plazo, los destinos de la inversión y los bonos soberanos de Estados Unidos son hoy el único mercado con tamaño suficiente para absorberlos.

⁷ Eichengreen (2006). La traducción al español se presenta en este volumen.

⁸ Varias líneas de argumentación sostienen que los déficits gemelos y las bajas tasas de interés son o bien un resultado de equilibrio –como Bernanke (2005) o Caballero, Farhi y Gourinchas (2006)– o bien un proceso estructural o sostenible en el tiempo –como Lane y Milesi-Ferreti (2005) o Dooley, Falkerts-Landau y Garber (2003).

⁹ Roubini, Nouriel (2009), “Green shoots or yellow weeds?” en RGE Monitor, Mayo, <http://www.rgemonitor.com/roubini-monitor/256792>.

Por lo tanto, mientras el estado norteamericano pueda construir el puente entre la preferencia casi absoluta por activos sin riesgo y las decisiones de consumo e inversión, colocando deuda en forma voluntaria a tasas reales relativamente bajas, la profundidad y la duración de la crisis quedarán acotadas. Nada a la vista sugiere que este no sea el caso, por ahora.

Referencias

Bernanke, Ben (2005), “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, conferencia en Sandridge Lecture, Asociación de Economistas de Virginia, Virginia, versión revisada del 14 de abril.

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi y Pierre-Olivier Gourinchas (2006), “An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates”, MIT, Departamento de Economía, Documento de Trabajo N° 06-02, enero.

<http://ssrn.com/abstract=877003>

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003), “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER, Documento de Trabajo N° 9971, septiembre.

Eichengreen, Barry (2006), “The Blind Men and the Elephant”, The Brookings Institution, *Issues in Economic Policy*, N° 1, enero.

Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2005), “A Global Perspective on External Positions”, FMI, Documento de Trabajo, agosto.

Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2008), “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace”, NBER, Documento de Trabajo N° 14587.

Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009), “The Aftermath of Financial Crises”, NBER, Documento de Trabajo N° 14656, enero.

Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas*

Por Sebastián Katz**

Si bien la crisis internacional fue percibida inicialmente como un evento limitado a un segmento particular de los sistemas financieros de las economías centrales, pronto alcanzó dimensiones globales a través de diversos mecanismos de transmisión, poniendo en cuestión la hipótesis del denominado decoupling. Las economías de América Latina enfrentaron este nuevo escenario bajo condiciones mucho más robustas que en experiencias previas de crisis. El buen desempeño macroeconómico de la región durante el quinquenio previo al inicio de la crisis redujo la vulnerabilidad de estas economías, e incrementó los grados de libertad de las autoridades de política económica para llevar a cabo políticas contracíclicas en el nuevo contexto internacional. A pesar de los esfuerzos realizados por estas economías, una respuesta integral de política exigirá el compromiso de recursos y la coordinación por parte de las principales economías desarrolladas del globo. En este sentido, los desafíos de política no se circunscriben a las economías emergentes, sino que implican un esfuerzo de coordinación global.

“Lo que vieron mis ojos, fue (casi) simultáneo; lo que transmitiré, sucesivo, porque el lenguaje lo es”.

Adaptado de Jorge Luis Borges, El Aleph, 1949

* Una versión previa de este artículo será publicada por Capital Intelectual.

** Investigaciones Económicas del BCRA, UBA, San Andrés. Esta nota se escribió con la colaboración de Eduardo Corso. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades.

I. Introducción

Ya es, tal vez, un lugar común afirmar que la economía mundial enfrenta su más grave crisis desde la Gran Depresión de los años treinta; menos usual, sin embargo, es destacar que el carácter memorable del evento sólo tendió a revelarse con bastante rezago, conforme los hechos se iban encadenando, y sólo a medida que la crisis procedía por etapas de creciente profundidad e inédita extensión. Un hecho notable, en este sentido, es que pese a su profundidad y a su carácter verdaderamente global, la crisis estuvo inicialmente contenida en los mercados financieros de las economías avanzadas durante poco más de un año desde sus primeras manifestaciones a mediados de 2007. El evento fue, en efecto, inicialmente interpretado por la mayoría de los observadores y las autoridades de política de las propias economías desarrolladas como un episodio relativamente “menor” y esencialmente circunscripto a segmentos particulares de los mercados de crédito.

De manera similar, en lo que se refiere a su alcance geográfico, durante dicho período las economías emergentes y el mundo no desarrollado continuaron experimentando en general un acelerado ritmo de crecimiento y perspectivas evaluadas como ampliamente favorables. A tal punto llegó esta relativa “desconexión” entre los eventos observados en los países avanzados y lo ocurrido en las regiones menos desarrolladas que rápidamente tendió a difundirse la hipótesis del denominado *decoupling*. Vale decir, la idea de que, frente un *shock* iniciado en el núcleo central de un sistema internacional crecientemente integrado en el plano real y altamente vinculado desde el punto de vista financiero, los desarrollos en su periferia podían mostrar, de manera prácticamente inédita, una llamativa independencia.

Por cierto, la debacle que sucedió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008 pareció desacreditar estos argumentos hipotéticos. En el lapso de unas pocas semanas la crisis experimentó una rápida y dramática difusión internacional. La interacción de la disrupción financiera con el virtual colapso de los flujos del comercio mundial a fines de 2008 e inicios de este año indujo marcados impulsos contractivos a escala global, dando lugar a la recesión internacional más profunda y sincronizada desde la segunda posguerra. Así, el episodio acabó por manifestarse como un problema que llegó a poner en entredicho la solvencia de un sinnúmero de firmas, familias y gobiernos en los más diversos puntos del planeta.

Si bien se verificaron en algunos casos mecanismos de transmisión novedosos, el *shock* se propagó a la periferia del sistema mayormente a través de canales financieros y reales relativamente convencionales. Estos, sin embargo, operaron con gran intensidad y de manera simultánea, colocando a las economías emergentes y a otros países no desarrollados frente a un contexto muy desfavorable. Se verificaron así una súbita reversión de los flujos de capitales como consecuencia del acelerado proceso de desapalancamiento global, un fuerte deterioro de los términos de intercambio respecto de los favorables niveles alcanzados en el período previo y un virtual colapso de las exportaciones asociado al derrumbe de la demanda mundial.

El impacto de la perturbación ha sido más fuerte en aquellas economías emergentes¹ (EME, de aquí en más) que exhibían una clara vulnerabilidad externa y situaciones de mayor fragilidad financiera. Tal el caso, por ejemplo, de las economías del Este de Europa que experimentaron fuertes crisis financieras y cambiarias causadas por grandes salidas de capital en el marco de un auge previo del crédito, la proliferación de descalces de monedas en la hoja de balance de numerosos agentes y la vigencia de esquemas cambiarios rígidos. Pero, a través de sus efectos de “segunda vuelta” vía el comercio internacional, la difusión internacional de la crisis ha comprometido seriamente la evolución inmediata de la mayoría de las economías no desarrolladas, aún la de aquellas que exhibían posiciones relativamente más robustas –como es el caso de las EME de Asia y las de la región latinoamericana.

En efecto, la mayoría de las economías de nuestra región arribaron al episodio en condiciones mucho mejores que en ocasiones pasadas, exhibiendo elevadas tasas de crecimiento recientes, una mejoría generalizada en la situación de las finanzas públicas y una posición externa relativamente sólida sustentada en un agresivo proceso previo de acumulación de reservas internacionales. Claro está que, en un contexto internacional ampliamente favorable, la influencia de factores

¹ El término economías de mercados emergentes (EME) refiere a un conjunto de economías en desarrollo, en general de ingresos medios, que en su mayoría desde inicios de la década del noventa experimentaron un proceso acelerado de integración financiera y apertura a los flujos internacionales de capital. El origen de ese proceso estuvo inicialmente vinculado con la conversión, por medio de la iniciativa Brady de reestructuración de las deudas, en títulos públicos que cotizaban libremente en los mercados internacionales de los créditos en cabeza de bancos internacionales. En la actualidad la clasificación incluye aproximadamente una treintena de países en desarrollo cuyos bonos públicos forman parte del EMBI (Emerging Market Bond Index) elaborado por el banco JP Morgan.

de naturaleza cíclica no fue ajena a estos positivos desarrollos. Pero aún así, el desempeño de la mayoría de los países de la región pareció reflejar la gradual asimilación por parte de las autoridades y de los agentes económicos de las lecciones arrojadas por un pasado caracterizado por la recurrencia de episodios de inestabilidad macroeconómica y la erraticidad de las políticas.

Sin embargo, pese a los progresos observados en el manejo de las políticas económicas nacionales, la crisis está afectando con similar intensidad tanto a aquellos EME que habían registrado una buena *performance* macroeconómica reciente como a las economías que exhibían una eventual mayor vulnerabilidad relativa. Así, un evento de carácter sistémico originado en los países avanzados amenaza revertir ahora los logros alcanzados en varios indicadores económicos y sociales de los países de la región. Además de la súbita detención del crecimiento de la actividad económica y el empleo que ya han comenzado a materializarse en las principales economías de la región, se anticipa un fuerte aumento de los niveles de pobreza que muy posiblemente revierta buena parte de los avances verificados durante la fase expansiva previa.²

Aunque en mejores condiciones que en el pasado, las autoridades de la región enfrentan nuevamente difíciles dilemas de política. Buscando preservar la mayor parte de los equilibrios básicos alcanzados en los frentes externo y fiscal, deben efectuar el tránsito desde condiciones de contexto caracterizadas por la abundancia de financiamiento y la holgura externa a un escenario mucho más adverso signado por la retracción de los flujos financieros, el colapso de las ventas externas y la caída de otros ingresos de divisas.³ Como se verá, la mayoría de los gobiernos intentaron, de hecho, utilizar los mayores grados de libertad disponibles y anunciaron un conjunto de iniciativas de naturaleza contracíclica con el objetivo de mitigar las tendencias contractivas provenientes del entorno internacional. La

² Cabe mencionar que, pese a la favorable evolución macroeconómica reciente, los niveles de pobreza en la región, especialmente en el caso de los países importadores de alimentos y energía, ya habían experimentado recientemente un fuerte aumento como consecuencia del alza internacional de los precios de esas *commodities*. Para el conjunto de los países en desarrollo, el Banco Mundial estimó que más de 50 millones de ciudadanos caerán por debajo de la línea de pobreza como resultado de la crisis global. Estas personas se suman a los aproximadamente 150 millones de nuevos pobres causados por el encarecimiento de los alimentos y la energía en la etapa previa.

³ Como es el caso de las remesas familiares enviadas por los migrantes a algunos de los países de la región, especialmente a México, Centroamérica y el Caribe. Se estima que estos flujos, que en el caso de las economías más pequeñas explican porcentajes muy significativos de su ingreso nacional disponible, caerán por primera vez este año luego de una década de crecimiento prácticamente exponencial. Véase BID (2009).

posibilidad de encarar tales acciones en un contexto de adversidad es un fenómeno relativamente inédito en la región, que tradicionalmente se había caracterizado por una elevada prociclicidad de sus políticas.

Sin embargo, los márgenes de maniobra de la política económica y los recursos disponibles en nuestra región para hacer frente a un evento sistémico son, por definición, limitados. Especialmente, porque la crisis global se manifiesta en el caso de nuestras economías de un modo diferencial: en contraste con lo que ocurre en las economías desarrolladas (especialmente los EE.UU.), la limitada demanda por moneda doméstica y títulos públicos en situaciones de *stress*, restringe en forma severa la capacidad de los gobiernos y los bancos centrales para encarar en forma individual las políticas apropiadas para lidiar con la crisis.

La respuesta adecuada a una crisis de naturaleza sistémica es, además, necesariamente global y exige acciones coordinadas en el plano internacional que, sin lugar a dudas, sólo pueden ser sostenidas principalmente por los recursos con que cuentan las economías avanzadas. Vale la pena destacar que se han verificado, al respecto, importantes progresos. Tanto a través de iniciativas concretas de cooperación en el plano monetario como en los compromisos (fiscales y de fondeo de las nuevas líneas de asistencia de los organismos multilaterales) asumidos por los diferentes gobiernos en el marco de las diversas cumbres internacionales mantenidas durante estos meses –notablemente, las reuniones del Grupo de los Veinte de Washington y Londres. Por otra parte, en la mayoría de los casos, han sido de mucha ayuda las iniciativas adoptadas en el plano estrictamente nacional por los distintos gobiernos, especialmente en las economías avanzadas (pero no únicamente). Las agresivas acciones de política en los planos monetario, fiscal y financiero (lideradas en general por EE.UU.) han logrado mejorar las expectativas en forma importante y en las últimas semanas han surgido algunos síntomas de estabilización en la espiral descendente en que estaba inmersa la economía mundial.

No obstante, pese a esos importantes progresos, persisten todavía dificultades notorias. En lo inmediato, cabe mencionar en primer lugar que, aún cuando haya tendido a estabilizar su tasa de caída, la situación económica internacional presenta todavía signos evidentes de enorme fragilidad y existe el riesgo cierto de que la leve mejoría observada en la dinámica de corto plazo conduzca, incluso, a una reducción del sentido de urgencia y a un retiro anticipado de las acciones de estímulo. Por otra parte, aún superada la emergencia, el escenario económico

y financiero internacional continuará exhibiendo importantes factores de incertidumbre. Debido al deterioro de la situación fiscal en las economías avanzadas, cabe conjeturar que el contexto para las EME va a estar caracterizado, cuanto menos, por un aumento del costo real del financiamiento externo.

Con una perspectiva de mayor alcance aún, una recuperación duradera requiere, ciertamente, que la economía mundial emerja más balanceada a la salida del episodio crítico. Hasta ahora, el foco de atención ha estado localizado en reparar el funcionamiento del sistema financiero internacional y se ha dedicado escasa atención a la resolución de los denominados desbalances globales. En buena media, porque la dirección de causalidad de la crisis, contra lo anticipado, fue de las finanzas a la macroeconomía. Pero, a medida que se emerge de la crisis, parece evidente que el rebalanceo de los patrones globales de oferta y demanda deberá ser atendido para evitar una nueva “fuga hacia adelante” que resulte en la generación de desequilibrios adicionales.

El diseño y la implementación de una respuesta global apropiada a muchas de estas dificultades supondrá un alto nivel de coordinación de las diferentes partes involucradas y la continuidad de los esfuerzos de cooperación desplegados durante el punto más álgido de la crisis. Cabe preguntarse al respecto si los arreglos actualmente existentes en el plano global generan incentivos adecuados a esa coordinación internacional de las políticas macroeconómicas y si el diseño actual de la arquitectura financiera global es funcional para promover esa necesaria cooperación. Es difícil anticipar una respuesta a tales interrogantes. Tal vez algunos de ellos comiencen a disiparse cuando este artículo ya haya sido publicado para su divulgación; otros deberán, presumiblemente, esperar un lapso más prolongado. En todo caso, parece evidente que el modo en que se encaren algunas de esas cuestiones será crucial para el desenvolvimiento inmediato de nuestras economías.

Entretanto, el resto del artículo se concentra en la próxima sección en describir las condiciones en que las principales economías de la región arribaron al episodio actual y los modos a través de los que se han transmitido domésticamente las perturbaciones financieras y los impulsos contractivos provenientes desde el centro del sistema. Por ahora, aún con sus limitaciones, los gobiernos de la región parecen obligados a encarar mayormente por sus propios medios las respuestas de política para hacer frente a la crisis. Por ello, resulta de interés en la tercera sección, describir las principales acciones encaradas por los gobiernos latinoamericanos y las respuestas muy provisionales de los mercados frente a dichas

medidas. Por último, la nota cierra con algunas reflexiones finales vinculadas a los principales desafíos para lidiar con las consecuencias de la crisis que, a nuestro juicio, enfrentan los hacedores de política, tanto en la región como a nivel global.

II. La situación en las economías de América Latina

II.1. Las condiciones iniciales

La emergencia de la crisis global interrumpió un quinquenio (2003-2007) de muy favorable desempeño para la mayoría de las economías de menor desarrollo relativo; una fase en la que las mismas llegaron a explicar alrededor de dos terceras partes del crecimiento de una economía mundial en franco auge. En efecto, tal como se observa en la Tabla 1, el mundo creció en dicho quinquenio a un ritmo anual promedio de 4,6%, por encima del 3,3% que caracterizó al último cuarto de siglo. Esta diferencia fue mucho más marcada para las economías menos desarrolladas. Este conjunto de economías experimentaron en el período una fuerte aceleración de su ritmo de crecimiento –lo que les permitió ganar una participación creciente en la actividad económica internacional– y se expandieron al 7,4%, bien por encima de la trayectoria de largo plazo exhibida en el período 1980-2007 (4,2% anual promedio). En dicho contexto, aunque menos pronunciadas que en el caso de otras economías en desarrollo, los países de América Latina y el Caribe experimentaron durante el quinquenio 2003-2007 tasas de expansión también muy elevadas (4,8% anual) en relación a su registro histórico reciente (2,9% en el período 1980-2007).

Ese período de aceleración del crecimiento estuvo caracterizado por una tendencia al alza de los precios internacionales de las materias primas que, en muchos casos, volvieron a situarse en términos reales en los niveles máximos previos de mediados de la década del setenta. Como ha sido ampliamente destacado, entre otros factores, el auge de las *commodities* estuvo asociado a la veloz

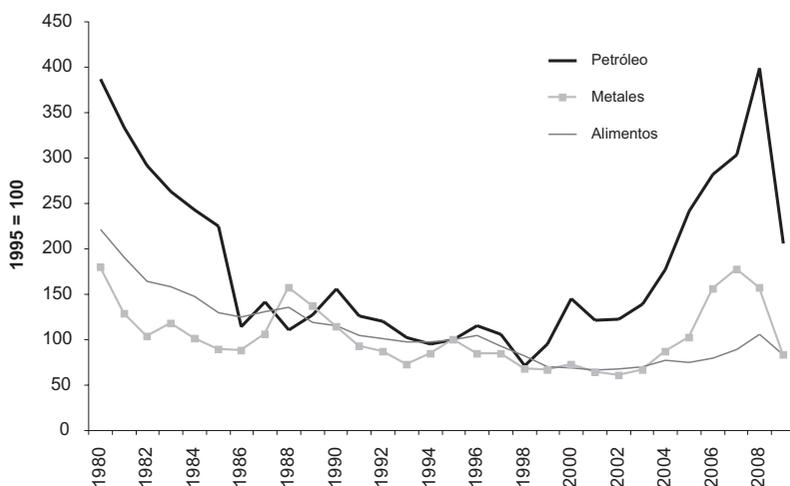
Tabla 1 / Tasas de crecimiento 1980-2007 (variación porcentual anual)

	1980-2007	2003-2007
Crecimiento Mundial	3,3	4,6
Economías en desarrollo y emergentes	4,2	7,4
América Latina y el Caribe	2,9	4,8

Fuente: CEPAL

integración de economías como China y la India a los mercados internacionales. En particular, la industrialización acelerada de las economías asiáticas se tradujo en una tendencia al alza de muchos de los bienes de exportación de las economías de la región latinoamericana, como es el caso del petróleo y los metales básicos. Asimismo, el incremento de los ingresos medios en varias de esas economías causó un cambio en los hábitos alimenticios de vastas poblaciones y el consecuente aumento de la demanda de proteínas. El alza resultante en la demanda de alimentos revirtió una tendencia secular a la caída de sus precios internacionales medidos en términos reales –que se vio reforzada por el efecto de una mayor producción de biocombustibles y la consecuente competencia en el uso del suelo en las áreas cultivables. El Gráfico 1 muestra, sin embargo, que la

Gráfico 1 / Evolución de los precios de los commodities (en términos reales, índice 1995=100)



Fuente: World Economic Outlook, FMI.

⁴ Con la notable excepción de la mayoría de las economías pequeñas de Centroamérica y el Caribe que, al ser importadoras netas de petróleo y alimentos y exportar productos similares a los de las economías asiáticas de alto crecimiento, se vieron fuertemente perjudicadas por la negativa evolución de los términos de intercambio. Según cálculos efectuados por el FMI (2007), hasta 2006 el impacto negativo de estos movimientos de precios sobre los balances comerciales fue equivalente a alrededor de 5% del PIB de esas economías. Por el contrario, en el caso de las economías de América del Sur (exportadoras netas de la mayoría de los productos cuyos precios se incrementaron desde 2002) las ganancias fueron equivalentes a 4% del PIB, con países como Chile (cobre) y Venezuela (petróleo) que exhibieron mejoras netas equivalentes a 10% y 22% del PIB, respectivamente.

recuperación reciente de los precios reales de las diferentes *commodities* ha sido bastante dispar. Aún así, las ganancias de términos de intercambio en el período fueron muy significativas para la mayoría de las economías de la región.⁴

Así, luego de una fase problemática en la segunda mitad de los noventa, caracterizada por la recurrencia de eventos de crisis, las economías latinoamericanas disfrutaron a inicios de la presente década un período de relativa bonanza. Este proceso de crecimiento vino acompañado de una mejoría generalizada en la situación de las finanzas públicas, de una favorable evolución de los sectores externos y de los indicadores vinculados con el perfil del endeudamiento público y privado (véase la Tabla 2). Más allá de la *performance* individual de determinadas economías que se alejaron del patrón regional, todo ello se verificó además en un contexto de baja inflación y razonable estabilidad de las expectativas inflacionarias –pese a las presiones ejercidas en el último bienio sobre los precios internos por el alza internacional de los alimentos y otras materias primas–.

Resulta evidente que la vigencia de un favorable entorno externo –caracterizado adicionalmente por condiciones de financiamiento muy benignas– contribuyó de manera decisiva a este saludable desempeño macroeconómico. De hecho, varios observadores tendieron a destacar, correctamente a nuestro juicio, que “no todo lo que brillaba era oro” y que cuando los indicadores de *performance* macroeconómica se depuraban de la influencia de factores de naturaleza transitoria, los resultados podían distar de ser especialmente destacables en algunas de las economías de la región. Especialmente en el caso de aquellos países en que los ingresos fiscales y el resultado superavitario del sector externo habían estado positivamente influenciados por la vigencia de precios elevados de las *commodities* de exportación.⁵

Tabla 2 / Situación externa y fiscal de América Latina (2000-2007)

	2000	2007
Balanza de cuenta corriente (% del PIB)	-2,3	0,4
Resultado financiero (% del PIB)	-2,6	0,4
Deuda del sector público no financiero (% del PIB)	47,4	33,0
Deuda en moneda extranjera (% de la deuda total)	62,5	37,5

Fuente: CEPAL, BID

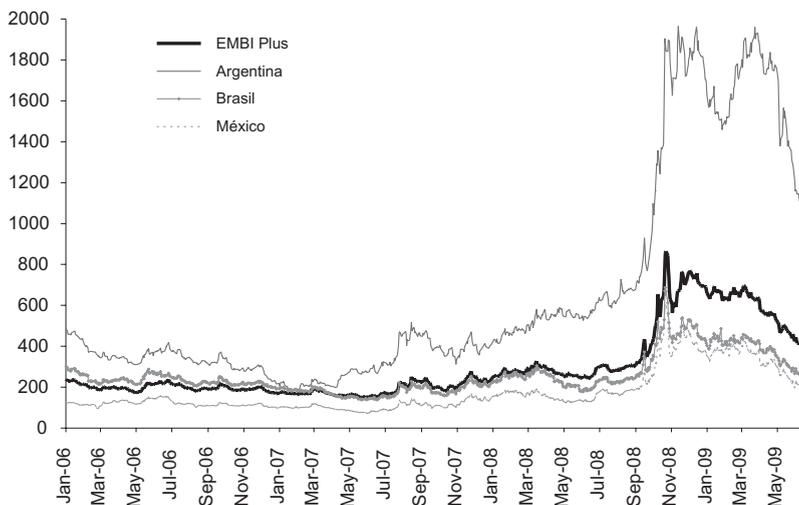
⁵ Véase, en especial, BID (2008), donde se intenta “limpiar” diferentes indicadores de desempeño de los efectos favorables provocados por la bonanza del contexto internacional y del propio ciclo de crecimiento. Cuando se considera el resultado fiscal, los países cuya situación estructural (vgr. depurada de efectos cíclicos)

Aún así, parece innegable que una parte significativa de los resultados observados en el desempeño macroeconómico reconoce su origen también en la mejora de los *fundamentals* y en un mayor compromiso de las políticas de los gobiernos de la región con la implementación de políticas macroeconómicas más robustas y prudentes. Estas políticas buscaron explícitamente evitar la generación de desequilibrios (fiscales, externos y financieros) como los que con frecuencia tornaron insostenibles en el pasado reciente los procesos de recuperación del crecimiento regional. La reforzada credibilidad de las políticas, la reducción de los niveles de endeudamiento y de las necesidades de financiamiento, el proceso de desdolarización contractual, la disponibilidad de un importante stock de reservas internacionales y la mayor flexibilidad de los regímenes cambiarios parecían indicar que las economías latinoamericanas serían esta vez menos vulnerables a la eventual ocurrencia de *shocks* adversos exógenos. Al mismo tiempo, varios de estos elementos permitían conjeturar que varios de estos países contarían ahora con mayores márgenes de maniobra que en el pasado para acomodar perturbaciones.

Esta creencia se vio fuertemente reforzada por los escasos impactos regionales que tuvo el inicio de las turbulencias financieras internacionales a mediados de 2007, cuando irrumpieron las dificultades de pago en el segmento *subprime* del mercado inmobiliario norteamericano. De hecho, durante poco más de un año de desarrollo de la crisis financiera global, aunque los precios de los papeles emitidos por las corporaciones y los gobiernos de la región experimentaron un gradual deterioro, las primas de riesgo todavía se ubicaban en niveles comparables con los existentes en los momentos de mayor oferta de financiamiento externo de la década del noventa (véase el Gráfico 2). Por otra parte, los precios de las *commodities* experimentaron entre fines de 2007 y mediados de 2008 una fuerte alza adicional, alcanzando nuevos *réCORDS* nominales. Así, pese a la turbulencia en los mercados internacionales, las tendencias expansivas de la actividad y el empleo en las economías latinoamericanas (y en el mundo en desarrollo en

discrepa en mayor medida de los buenos resultados corrientes observados son Venezuela, México, Argentina y Brasil, entre las principales economías latinoamericanas. Por su parte, al evaluar la evolución del sector externo neta de las ganancias experimentadas en los términos de intercambio resultaba que la región en su conjunto exhibía una posición deficitaria bastante significativa en su cuenta corriente y no demasiado diferente del desbalance con que había arribado a las crisis emergentes en Asia y Rusia de fines de los noventa. Cabe admitir, sin embargo, que siempre es discutible cómo efectuar la descomposición entre factores “transitorios y permanentes”, lo que afecta críticamente las conclusiones del análisis mencionado. De todas maneras, el espíritu del trabajo del BID (2008) buscaba recordar que parte importante de las fragilidades macroeconómicas de la región se han incubado, típicamente, en períodos de bonanza.

Gráfico 2 / Evolución del riesgo soberano (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

general) continuaron todavía básicamente inalteradas durante un período prolongado. Por primera vez en bastante tiempo los esquemas de política vigentes en la región parecían estar superando razonablemente con cierto éxito relativo un *test* severo.

Estos desarrollos parecieron confirmar la idea de que “esta vez sería diferente” y estuvieron, como se mencionó, en la base de la difusión inicial de la hipótesis del denominado *decoupling*. La hipótesis, como se recordará, postulaba que el fortalecimiento de los regímenes macroeconómicos “inoculaba” parcialmente a las economías emergentes frente a la ocurrencia de un *shock* originado domésticamente en los EE.UU. y garantizaba su eventual resiliencia a los impulsos contractivos provenientes del centro del sistema. No es que se pensase, por cierto, que un endurecimiento de los mercados de crédito internacionales y una desaceleración del crecimiento en las economías avanzadas no irían a tener consecuencia alguna sobre el desempeño de dichas economías. Pero, en todo caso, se asumía que la mayor credibilidad de las políticas y la existencia de *stocks* de reservas importantes que podían amortiguar el impulso negativo dotaban a las EME de novedosos mecanismos de absorción de las perturbaciones. Al mismo tiempo, esta creencia se veía reforzada por la vigencia del vigoroso crecimiento en las economías asiáticas que parecía brindar razones del lado “real” para esperar

el mantenimiento de precios internacionales elevados para las materias primas y proyectar la continuidad de la rápida expansión de los flujos del comercio internacional. Se razonaba así que los efectos del *shock* tenderían, en cualquier caso, a ser de baja intensidad y escasa duración, al menos en el caso de las EME que exhibían posiciones financieras y externas más robustas (vgr. esencialmente la región asiática y la mayor parte de Latinoamérica).

II.2. Los mecanismos de transmisión internacional del shock

Desafortunadamente, la mayor parte de tales expectativas se vieron rápidamente desmentidas a partir de la vertiginosa debacle que sucedió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Tal como sucede en toda crisis, hay siempre un evento que marca un punto de inflexión en su desarrollo. Al representar un apartamiento imprevisto del enfoque adoptado hasta dicho momento por las autoridades norteamericanas en el tratamiento de la crisis financiera y, habida cuenta de su entidad sistémica, dicho episodio operó como un catalizador y coordinó un súbito cambio en la opinión convencional prevaleciente en el mercado. En cuestión de días, la situación puso al borde del colapso al sistema financiero internacional y desencadenó un proceso generalizado de desapalancamiento y de “huida a la calidad” que se tradujo en una rápida liquidación de todos los activos financieros considerados riesgosos. La preferencia masiva por liquidez y seguridad se concentró en los papeles de deuda pública respaldados por las tesorerías de las principales economías y en el atesoramiento de moneda emitida por sus bancos centrales, con el consiguiente castigo al resto de los activos financieros, incluida naturalmente la deuda soberana y los bonos privados y acciones emitidas por las firmas de EME. El proceso incluyó, por tanto, un intenso proceso de salida de capitales que se tradujo en el encarecimiento (y, por determinados lapsos, la virtual desaparición) del crédito voluntario en los mercados internacionales.

Se verificó así una fuerte alza de las primas de riesgo soberano que, para el conjunto de EME cuyos títulos se computan en el EMBI+, fue de más de 500 puntos básicos (véase el Gráfico 2) en el momento de mayor incertidumbre (el gráfico refleja también la relativa normalización posterior y la reducción de la aversión al riesgo en los mercados financieros que se verifica con mayor intensidad en el segundo trimestre de este año). En el caso de Latinoamérica, el alza inicial fue en general apenas menor, aunque se verificó un comportamiento bastante diferenciado entre las economías cuyo perfil de endeudamiento el mercado percibía

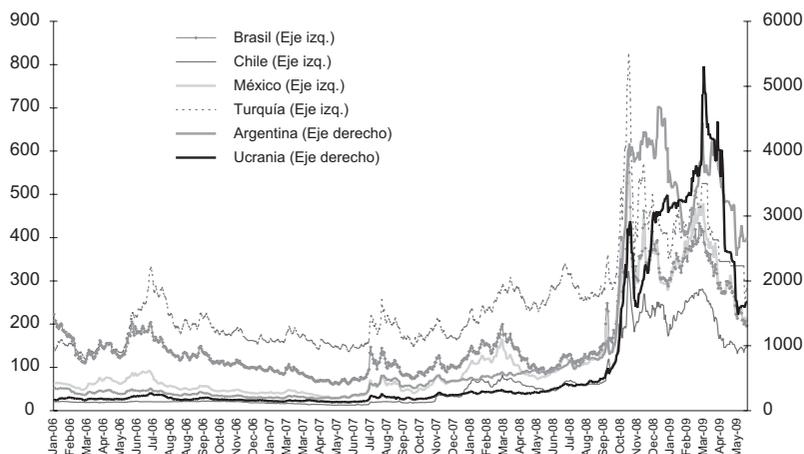
como relativamente robusto y aquellas otras sobre las que pesaban interrogantes referidos a la eventual sostenibilidad de sus pasivos. De hecho, se observa que, en el caso de Brasil y México, las primas de riesgo soberano han tendido a converger a los niveles previos a la difusión internacional de la crisis financiera. Podría pensarse, no obstante, que en el momento en que ocurrió, la fuerte caída en el valor de los títulos gubernamentales, antes que reflejar interrogantes sobre la capacidad de pago de determinada economía, ponía de manifiesto más simplemente las dificultades de liquidez que estaban experimentando los mercados de deuda pública como consecuencia del desapalancamiento, la desintermediación financiera y las necesidades de cobertura de posiciones que enfrentaban los inversores internacionales.

Por ello puede resultar interesante analizar al mismo tiempo el comportamiento exhibido por los mercados de los denominados CDS (*Credit Default Swaps*: instrumentos financieros derivados que operan como una suerte de “seguro” contra el eventual impago de las deudas). Dada su naturaleza, la cotización de estos papeles podría reflejar más claramente los interrogantes sobre la solvencia de los deudores y el eventual incremento de los riesgos percibidos como consecuencia de los impactos asociados a la crisis. Tal como se aprecia en el Gráfico 3, sin embargo, el costo de estos “seguros” contra *default* también se incrementó fuertemente para el conjunto de las EME, incluidas las de nuestra región –aún en el caso de aquellas economías que, como Chile, exhibían previamente valores virtualmente nulos del indicador–. En efecto, más allá de algunos países que, como Argentina, se salen del patrón regional por razones idiosincrásicas, ese indicador comenzó a experimentar un incremento ya a partir de julio de 2008, cuando empezó a verificarse una incipiente reversión del alza previa experimentada por los precios internacionales de las *commodities*. La tímida alza mutó en “salto” abrupto como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers dos meses después; pero nótese, al mismo tiempo, que la escala del salto ha sido bien diferente, aún en el caso de aquellas economías latinoamericanas que experimentaron movimientos relativamente similares de sus índices “tradicionales” de riesgo soberano (EMBI). Así, más allá del fortísimo aumento experimentado por el indicador referido a Argentina, el incremento de las primas de estos “seguros” para los casos de México y Brasil ha sido mucho más acentuado que para Chile. Esto estaría indicando que, además de una situación de iliquidez en dichos mercados, en el pico de las turbulencias los inversores mantenían juicios disímiles sobre la solvencia y percibían riesgos diferentes de incumplimiento en los pagos para las distintas economías de la región. En cualquier caso, aún para aquellas

economías que, como Chile, gozaban de una mejor calificación relativa, los costos del fondeo se incrementaron en forma marcada y durante unos meses se verificó incluso un virtual racionamiento en el acceso al financiamiento externo voluntario. Algunas de estas economías, aunque con un fondeo encarecido, pudieron acceder nuevamente, aunque de modo intermitente, al mercado voluntario a partir de los primeros meses de este año.

Dependiendo de los regímenes cambiarios vigentes, la intensa salida de capitales que afectó a las EME a partir de la quiebra de Lehman Brothers se tradujo en una tendencia a la reducción de las reservas y/o a la depreciación acelerada de la mayoría de las monedas (véase el Gráfico 4). Revelando el carácter sistémico de la perturbación, el fenómeno afectó no sólo a aquellas EME que, como en el caso de Europa del Este, exhibían elevados desequilibrios de cuenta corriente y una mayor dependencia de los flujos de capital externo.⁶ Tal como se observa en el Gráfico 4, aunque algunas economías venían depreciando sus monedas desde inicios de ese año, a partir del colapso de Lehman Brothers varias de las divisas latinoamericanas experimentaron una fuerte caída en su cotización: desde

Gráfico 3 / Credit Default Swaps de 5 años (en puntos básicos)



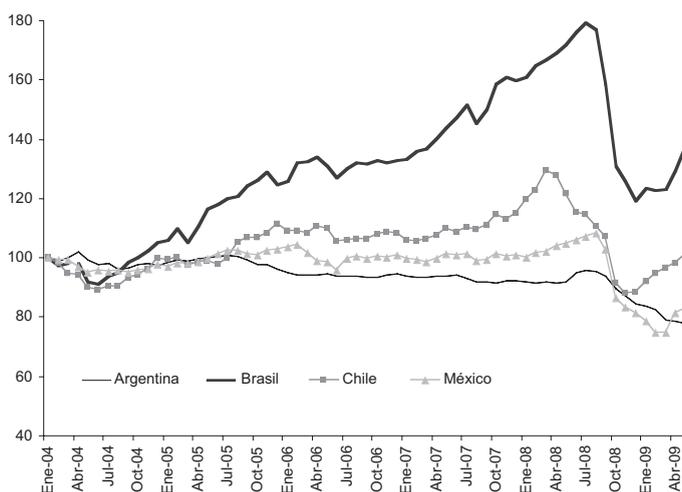
Fuente: Bloomberg.

⁶ Los países más afectados de esta región han sido Hungría, los bálticos, Croacia, Rumania y Bulgaria, muchos de los cuales han debido firmar acuerdos de asistencia financiera con el FMI y la Unión Europea.

su máximo previo, el real brasileño se depreció casi un 40% en cuestión de semanas; por su parte, el peso mexicano lo hizo inicialmente en menor medida (28%) pero luego continuó su declinación y llegó a ubicarse casi 35% por debajo del valor que exhibía a mediados del año pasado; por último, el peso chileno que ya venía experimentando una declinación persistente registró una caída adicional de 25% en apenas un trimestre, aunque ya en los primeros meses de este año comenzó a recuperarse gradualmente (aún así, en el peor momento de las dificultades, llegó a situarse más de 30% por debajo de los valores que exhibía doce meses antes). Dadas las características de su régimen de flotación administrada, la depreciación nominal de la moneda argentina fue inicialmente bastante menor (10%), aunque vale la pena destacar que la apreciación nominal previa había también sido sensiblemente inferior al de las otras economías de la región. Por otra parte, mientras las monedas del resto de los países de la región experimentaron una reversión importante de las tendencias depreciatorias, Argentina continuó acomodando gradualmente el *shock* externo negativo.

El rol desempeñado en varias de las economías de la región por la flexibilidad cambiaria es un punto interesante a remarcar, especialmente si se atiende a los impactos disruptivos que en el pasado típicamente generaban en la región las

Gráfico 4 / Evolución de los tipos de cambio nominales (US\$/\\$ - Índice enero de 2004=100)



Fuente: Bloomberg.

depreciaciones.⁷ La parcial desdolarización de las relaciones financieras, la reducción de las fragilidades exhibidas por los sistemas financieros domésticos y la mayor apertura de varias de las economías de la región han permitido que los esquemas de flexibilidad cambiaria operasen de manera bastante efectiva como mecanismos de absorción y amortiguación de los *shocks* externos. La depreciación de las monedas permite, a través del estímulo a las actividades productoras de bienes y servicios transables (exportaciones y sectores competitivos de importaciones), contrarrestar las tendencias contractivas sobre la producción doméstica y contribuye a reducir el desequilibrio de las cuentas externas. De todas maneras, pese a la reducción general de la vulnerabilidad frente a los movimientos cambiarios, en algunas economías los portafolios de los agentes domésticos continúan exhibiendo una tendencia a la desnacionalización cada vez que se verifican variaciones más o menos bruscas en el tipo de cambio. En tales casos, los efectos expansivos sobre la actividad y el empleo de la depreciación cambiaria tienden a verse compensados por la reducción del crédito interno y la liquidez interna causados por la reducción de los depósitos en el sistema financiero local.

Pese al escaso nivel de desarrollo relativo de los mercados de capitales en la región, cabe señalar que se verificaron algunos canales “novedosos” de contagio financiero de las dificultades a las economías latinoamericanas, especialmente en aquellos países con mercados financieros más grandes y líquidos. En particular, aunque los niveles de deuda corporativa en moneda extranjera se redujeron sustancialmente, en Brasil y México se observó una exposición elevada de algunas firmas del sector privado a los contratos derivados de monedas.⁸ La incertidumbre en torno del verdadero tamaño y la naturaleza de estas posiciones “fuera de balance” revelaron importantes riesgos no “cubiertos” y obligaron a los bancos centrales de ambas economías a negociar acuerdos de emergencia (*swaps*) con la Reserva Federal por montos de US\$ 30.000 millones en cada caso, para

⁷ Los impactos disruptivos de las devaluaciones en las economías de la región eran básicamente de dos tipos: a) los que operaban a través de canales “reales”, causando tendencias recesivas como resultado de redistribuciones regresivas del ingreso no suficientemente compensadas, por rigideces estructurales, por los efectos de sustitución a favor de los sectores transables; y b) los de naturaleza financiera causados por los impactos patrimoniales negativos en el caso de agentes con exposición financiera neta negativa en moneda extranjera. Los impactos recesivos de las devaluaciones en Latinoamérica han sido estudiados por una amplia literatura que reconoce sus antecedentes en los análisis pioneros de Hirshman (1949) y Díaz Alejandro (1963).

⁸ En general, estos contratos derivados en moneda extranjera consistían en seguros de “cobertura” contra tendencias marcadas a la apreciación de las monedas domésticas. El brusco cambio de signo en la tendencia de comportamiento de las monedas generó un aumento súbito en las obligaciones derivadas contingentes “fuera de balance” en el caso de varias firmas brasileñas y mexicanas.

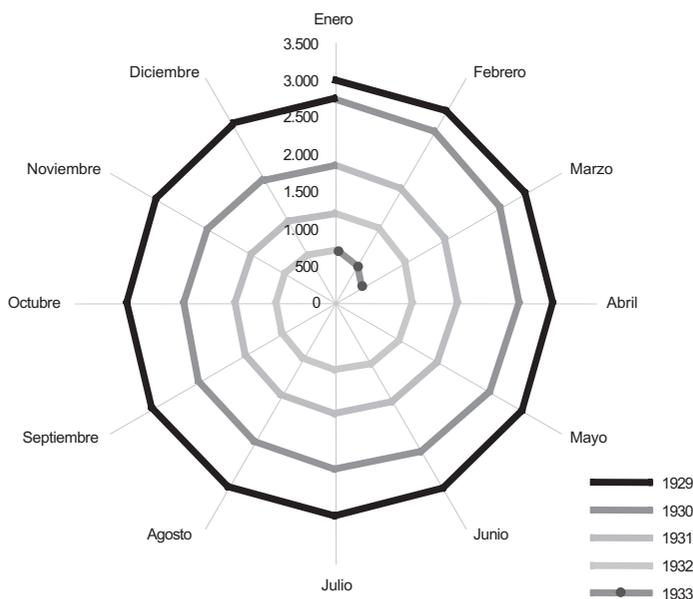
garantizar el acceso directo a liquidez en dólares. Estos acuerdos, similares a los firmados por la FED con los bancos centrales de una decena de economías desarrolladas y de Singapur y Corea del Sur, representaron un firme compromiso de cooperación por parte las autoridades norteamericanas y cumplieron un rol muy significativo en estabilizar los mercados financieros de las principales economías de la región. El acceso a dichos recursos fue crucial para suavizar las tensiones financieras internas, permitiendo, entre otras cosas, reducir el costo del fondeo en los mercados de liquidez de corto plazo, que habían experimentado un fuerte aumento en el momento más álgido de las dificultades.

Estos hechos ponen de manifiesto que, al menos en el caso de las economías más grandes de la región, los sistemas financieros domésticos no fueron totalmente inmunes al rol desempeñado en la propagación de las dificultades por algunas de las innovaciones financieras. De manera similar a lo acaecido en las economías más maduras, frente a la disrupción algunos de estos instrumentos también contribuyeron aquí a amplificar los desequilibrios. Estos no fueron, sin embargo, los únicos canales “novedosos” para la potencial transmisión internacional de las dificultades desde el centro del sistema a las economías de la región. Por un lado, los bancos internacionales son un jugador clave en los sistemas financieros domésticos de varias economías latinoamericanas (especialmente en México, Chile y Perú, donde explican entre 75% y 40% de la captación de depósitos y, en bastante menor medida, en Brasil y Argentina, en donde dan cuenta de 20% de las imposiciones totales). Ello introduce la posibilidad de que presiones en el fondeo de estas entidades en sus mercados de origen puedan dar lugar al riesgo de presiones de liquidez en los mercados de financieros de la región. Si bien por ahora estos riesgos no se han materializado de manera relevante, este canal podría tender a generar dificultades importantes en el futuro en algunas economías de Latinoamérica, especialmente si se atiende a la presión que las casas matrices pueden ejercer sobre sus filiales en un contexto de escasez de capital. Por otro lado, debe anotarse que en algunos casos se han verificado restricciones importantes en las líneas de crédito externo extendidas a las entidades financieras locales.⁹ En particular, uno de los rubros que ha sentido con mayor fuerza el impacto de la restricción crediticia ha sido el vinculado con las financiaciones de comercio exterior.

⁹ Este fue un canal que operó con gran intensidad en el caso de las economías del este de Europa, donde los bancos locales eran altamente dependientes del fondeo externo para financiar la expansión de los flujos de crédito (en una relación en la que, en algunos casos como el de los países bálticos, dichos pasivos llegaron a casi duplicar el monto de los depósitos del sistema).

La restricción de estas últimas líneas de financiamiento, de hecho, ha sido uno de los factores más relevantes que estuvieron en la base del violento desplome experimentado en el último trimestre de 2008 y en los primeros meses de este año por los flujos de comercio internacional, tanto en la región como globalmente. En efecto, luego del colapso de Lehman Brothers, en cuestión de semanas apenas se verificó una acelerada retracción del comercio mundial. La velocidad y el ritmo al que ocurrió la contracción no guardan precedentes en el período de posguerra y sólo se equiparan al colapso de los intercambios internacionales que caracterizó a la década del treinta. De manera magistral, y asombrado por la intensidad del fenómeno, Kindleberger (1973) famosamente registró en su clásico estudio sobre la Gran Depresión dicho proceso. Mediante su conocido “diagrama de la telaraña” (véase el Gráfico 5) mostró cómo en el lapso de unos pocos años (1929-1933), el monto del intercambio mundial se redujo en dos tercios como resultado combinado de las tendencias depresivas, la guerra de devaluaciones y el resurgimiento del proteccionismo. Fácilmente puede reproducirse dicha ilustración, aplicándola a los recientes desarrollos observados en los mercados internacionales. El resultado de efectuar dicho ejercicio, por conocido,

Gráfico 5 / El colapso del comercio mundial ¿Una historia repetida?
(En millones de dólares, período: 1929-1933)

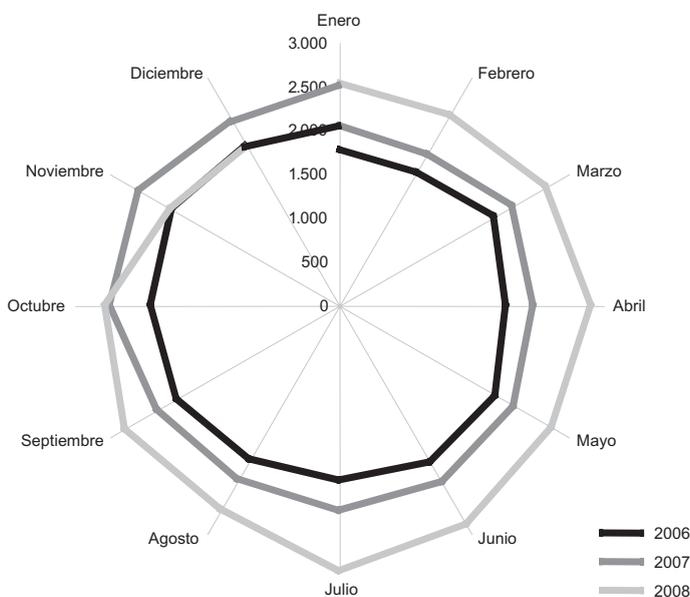


Fuente: Charles Kindleberger: The World in Depression, 1929-1939, Berkeley, Los Angeles, University of California Press, 1973.

no deja de sorprender: en el lapso de apenas un trimestre se observa un virtual desplome de casi 40%, que sitúa a los flujos del comercio internacional en los niveles de varios años atrás (US\$ 1,7 billones en diciembre de 2008 frente a un máximo de unos US\$ 2,7 billones en julio de ese año).¹⁰

Naturalmente, las regiones más afectadas por este inusual fenómeno han sido las que cuentan con economías más abiertas. En particular, las economías de rápido desempeño de Asia han sido violentamente afectadas por la caída del comercio mundial. Los ritmos de caída de exportaciones e importaciones en economías que exhiben coeficientes de apertura muy elevados como Singapur, Hong Kong, Taiwán y Corea fueron una virtual pesadilla y se situaron en torno de

Gráfico 5 / El colapso del comercio mundial ¿Una historia repetida?
(En miles de millones de dólares, período: 2006-2008) (continuación)

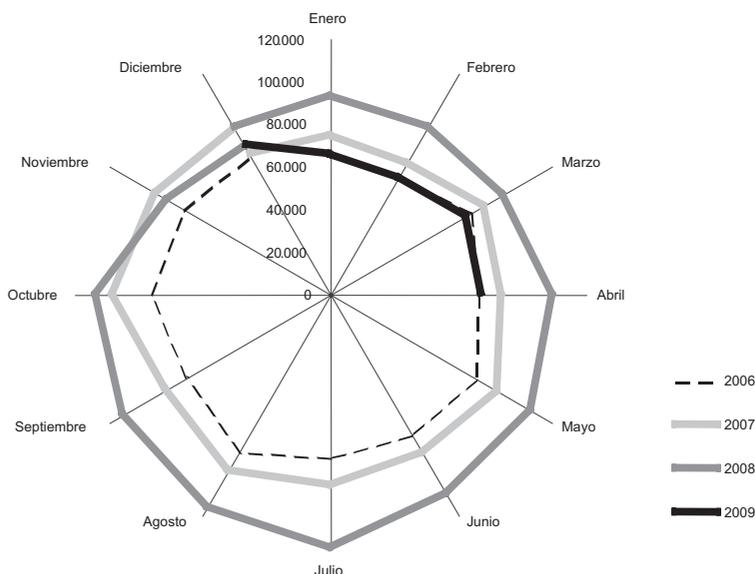


Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI y Naciones Unidas.

¹⁰ Véase Eichengreen (2009), donde se comparan los ritmos de caída de algunas variables (industria, comercio internacional, indicadores financieros) con lo ocurrido en los meses de la Gran Depresión. Allí se observa que, al mirar la evolución de las variables con perspectiva global (y no sólo a EE.UU.), las tasas de caída durante la actual crisis son asombrosamente mayores que lo ocurrido en las primeras etapas de aquel episodio.

35% en los momentos de mayor impacto.^{11,12} No muy diferentes, sin embargo, son los datos referidos a nuestra región. Con valores a abril de este año, correspondientes a las economías de AL-4, el ritmo de la declinación del monto del comercio internacional ha sido del orden del 40% en apenas un semestre, como resultado de la reducción conjunta de precios y volúmenes (véase el Gráfico 6).¹³

Gráfico 6 / A tono con el mundo: evolución del comercio en AL-4 (en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

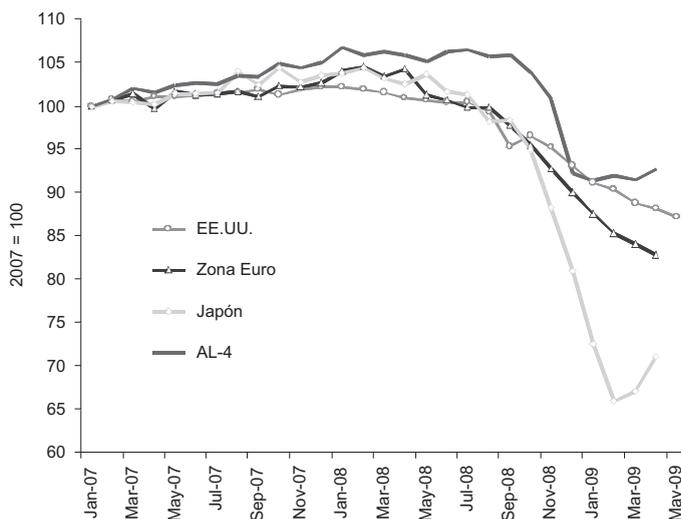
¹¹ En economías especializadas en la reexportación de insumos intermedios hacia otros mercados, como es el caso de varias asiáticas, dichos coeficientes bien pueden superar el 100% del PIB en tanto el valor agregado doméstico es pequeño en relación al valor de los insumos importados.

¹² Resulta interesante mencionar que uno de los argumentos preferidos de los proponentes de la hipótesis del *decoupling* refería que la importancia del comercio intrarreagional en Asia operaba como una suerte de barrera a las eventuales presiones recesivas provenientes del resto del mundo, en tanto podía tender a “aislar” a la dinámica de corto plazo de esas economías, autonomizándolas en cierto grado del comportamiento de la economía internacional. Sin embargo, al estar dicho comercio regional articulado en torno de una cadena de oferta global dispuesta para servir a través de la exportación final desde China al mercado de las economías desarrolladas, las presiones recesivas se transmitieron inmediatamente a través de todos los eslabones de esa cadena.

¹³ Cada vez que, a partir de aquí, se hable AL-4 estaremos denotando el grupo de países conformado por Argentina, Brasil, Chile y México, que en conjunto explican en torno de 75% del PIB regional.

Naturalmente, la caída abrupta de los flujos de comercio afectó con especial virulencia a los niveles de actividad de los sectores transables, en particular a la industria manufacturera. Así, este último sector es el que tendió a experimentar las mayores tasas de caída en el conjunto de las economías, tanto en el mundo avanzado como en aquellos países en desarrollo en los que las exportaciones industriales representan una proporción importante de sus ventas externas. Tal como se observa en el Gráfico 7, la producción industrial sufrió una muy fuerte declinación en EE.UU. y Europa y un virtual colapso en Japón, donde respecto de los niveles de actividad previos a la crisis la industria se contrajo alrededor de un 35% (s.e.)¹⁴ en unos pocos meses. En los últimos dos meses, se verificó una cierta recuperación en el caso del país nipón pero, pese al mayor optimismo predominante en los mercados financieros, la tendencia declinante ha continuado básicamente inalterada tanto en EE.UU. como en Europa. La caída de la actividad industrial también fue muy marcada en los países de EME y, de hecho, resultó difícil distinguir entre uno y otro tipo de economías, en tanto las tasas de caída de los primeros muestran niveles inusuales, característicos de los episodios de

Gráfico 7 / Un sector con potencial...a la baja - Evolución de la producción industrial (índice desestacionalizado - Enero de 2007=100)



Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

¹⁴ "s.e." se refiere a serie desestacionalizada.

crisis de estos últimos. Por ejemplo, en Asia emergente la actividad manufacturera llegó a ubicarse en los primeros meses de 2009 más de 30% por debajo de los niveles de doce meses atrás, lo que representó un ritmo de caída aún más intenso que el verificado durante la crisis regional de fines de los noventa. Aunque algo más moderado, un proceso similar se verificó en AL-4, donde el nivel de actividad de la industria (s.e.) llegó a contraerse casi 15% respecto del semestre previo en los primeros meses de este año. Aún así, en el último trimestre se observa una detención del ritmo de caída desestacionalizado y una incipiente recuperación (asociada probablemente al ciclo de recomposición de inventarios una vez revisadas las proyecciones iniciales de demanda).

El desplome de la producción industrial se ha traducido en una tendencia al aumento del desempleo en la mayoría de las economías afectadas. En las economías avanzadas esta destrucción de empleos se ha sumado a la causada por la debacle del sector de la construcción, lo que ha contribuido a colocar las tasas de paro en niveles no vistos desde inicios de la década del ochenta. Ello, sumado a las pérdidas de riqueza causadas por la crisis financiera, la contracción del crédito y el aumento de la incertidumbre, ha promovido una fuerte contracción de las demandas de consumo e inversión, reforzando las intensas presiones recesivas previas. De este modo, las economías avanzadas se encuentran atravesando su peor ciclo recesivo de toda la posguerra. Actualmente el FMI, luego de revisar aceleradamente a la baja sus pronósticos en varias oportunidades en los últimos meses, espera una contracción del PIB en las economías avanzadas de casi 4% para todo 2009 (Gráfico 8).

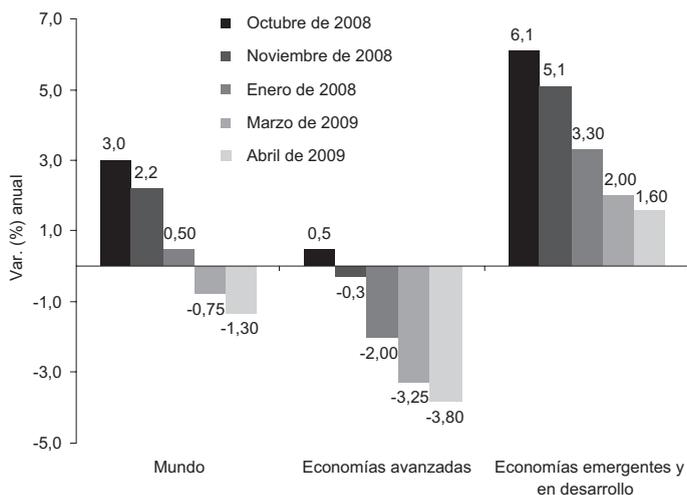
En lo que se refiere a las economías no desarrolladas, el organismo también espera en la actualidad una fuerte declinación de las tasas de crecimiento y proyecta una expansión de sólo 1,5%, claramente por debajo del ritmo de incremento poblacional de estos países y más de seis puntos porcentuales por debajo del crecimiento observado en los años recientes. Tomando todo ello en consideración, y luego de revisar en más de cuatro puntos porcentuales su previsión en sólo un semestre, el FMI pronostica actualmente la primera contracción del PIB mundial en sesenta años (-1,3%). Asumiendo la continuidad de los esfuerzos para sostener la demanda agregada y de los compromisos de políticas para estabilizar al sector financiero y restablecer los flujos de crédito, el organismo multilateral proyecta una moderada recuperación de la actividad económica mundial en 2010 (1,9%), aunque ha comenzado a evaluar la posibilidad de revisar levemente al alza dicho pronóstico. Cabe admitir, sin embargo que lo único firme por ahora

es que entre el tercer trimestre de 2008 y el primero de este año, el PIB mundial estuvo contrayéndose a un ritmo anualizado del orden de casi 5%.

Como se ha mencionado previamente, debido a las crisis financieras y de balanza de pagos, las EME más negativamente afectadas según el FMI y la mayoría de los observadores serán las de Europa del Este (alrededor de -4%), aunque también se esperan fuertes contracciones del producto en algunas de las economías asiáticas más abiertas. Por caso, a fines de 2008, las economías de Singapur, Taiwán y Corea del Sur, se encontraban contrayéndose a tasas anualizadas del orden de entre 15-20%, como consecuencia del colapso del comercio mundial y su impacto en las exportaciones de manufacturas de estos países.

En el caso de nuestra región, aunque algo más moderados, los pronósticos tampoco eran auspiciosos. El FMI espera una desaceleración muy brusca y un escenario recesivo en todas las economías de AL-4, con un impacto especialmente marcado en el caso de México (que, entre estas economías, es la que mayores vínculos comerciales mantiene con EE.UU.).¹⁵ Como se sabe, con la posible excepción de

Gráfico 8 / El difícil trabajo de pronosticar - Revisión de los pronósticos de crecimiento del FMI (variación porcentual anual)



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

¹⁵ Las exportaciones a EE.UU. equivalen a casi 23% del PIB en el caso de México, 5,3% en el de Chile, y poco más de 2% en el caso de Brasil y Argentina.

Chile en donde se espera una contracción más moderada, el consenso de pronósticos del sector privado es aún algo más sombrío (véase la Tabla 3).

Lógicamente, los pronósticos anteriores están basados en los promedios anuales y, por tanto, pueden ocultar una disímil dinámica de corto plazo a partir del segundo semestre de este año. En efecto, como se verá, condicionadas a la evolución de numerosos factores de riesgo y en una situación todavía extremadamente frágil, las previsiones de nivel de actividad en el mundo emergente en general (con excepción de Europa del Este) comienzan a incorporar varios incipientes efectos positivos. Entre las causas de estos mejores indicios se cuentan la menor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, la gradual disipación del temor a una eventual deflación y la estabilización del ritmo de contracción en las

Tabla 3 / Proyecciones macroeconómicas AL-4

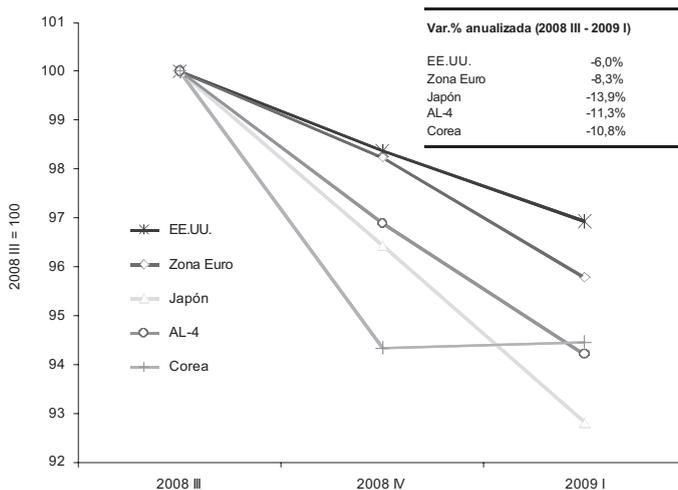
	Países			
	Argentina	Brasil	Chile	México
2007				
Crecimiento (Var.%)	8,7	5,7	5,1	3,3
Cuenta Corriente (% del PIB)	2,7	0,1	4,4	-0,8
Resultado financiero Sector Público (% del PBI)	0,6	-2,0	8,8	0,0
Consensus 2009				
Crecimiento 2009 (Var.%)	-1,3	-0,6	-0,5	-3,7
Cuenta Corriente (% del PIB)	0,7	-1,4	-3,6	-2,6
Resultado financiero Sector Público (% del PBI)	-0,1	-3,5	-3,5	-2,3
Proyección organismos				
Crecimiento 2009 (Var.%)	FMI (Abr. 08)	FMI (Abr. 09)	FMI (Abr. 08)	FMI (Abr. 08)
	-1,5	-1,3	0,11	-3,7
Diferencia Consensus 2009 / 2007				
Crecimiento 2009 (Var.%)	-10,0	-6,3	-5,6	-7,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2,0	-1,5	-8,0	-1,8
Resultado financiero Sector Público (% del PBI)	-0,7	-1,5	-12,3	-2,3

Fuente: Latin American Consensus Forecasts, FMI.

economías avanzadas y en las economías en desarrollo con mayor capacidad para reorientar parte de su actividad a mercados internos importantes (entre ellos notablemente China, donde la política fiscal ha sido muy expansiva). Otro factor que ha operado en forma positiva ha sido la recuperación verificada en los últimos meses en el precio internacional de las *commodities*. Aún así, lo único cierto hasta el momento es que –con datos al último trimestre para el que se cuenta con información completa, el primero de 2009– el PIB conjunto de los países de AL-4 estaba contrayéndose a un ritmo anualizado del 11% respecto de los niveles de un semestre atrás, una tasa similar a la de Corea¹⁶ y algo menor a la de Japón (véase el Gráfico 9).

La fuerte contracción de la actividad económica en los principales países de la región es un reflejo sintético de la intensa propagación internacional de una crisis que durante casi un año se mantuvo esencialmente circunscripta a las economías avanzadas. Como se mencionó, varios observadores postularon la hipótesis del denominado *decoupling* para registrar el fenómeno. Sin embargo, a partir del evento de Lehman Brothers, la crisis en el centro de un sistema

Gráfico 9 / Evolución del PIB desestacionalizado (2008 III = 100)



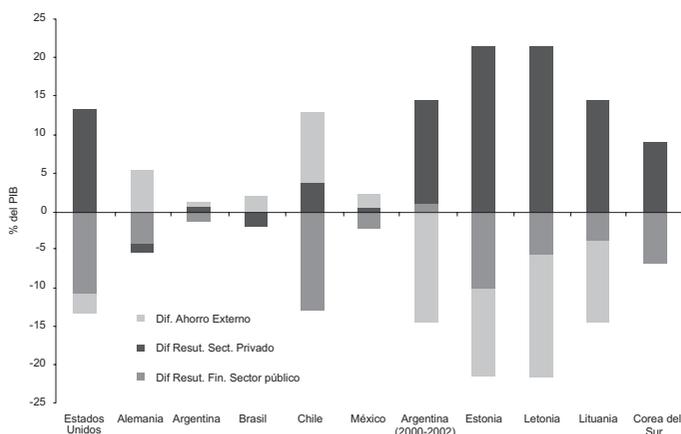
Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

¹⁶ Aunque esta economía, como otras de la región asiática, que caían al 20% anualizado tendieron a detener su tasa de caída ya en el primer trimestre del año.

internacional altamente interconectado se difundió con gran velocidad y se tradujo en un cambio abrupto de las condiciones macroeconómicas que habían caracterizado el desempeño de las EME. La Tabla 3 muestra de manera elocuente esa alteración en el caso de nuestra región: en el lapso de sólo dos años, las tasas de crecimiento han experimentado reducciones que oscilan entre los 6 y los 10 puntos porcentuales; como consecuencia del deterioro de los términos de intercambio y la reducción de los volúmenes del comercio las cuentas corrientes proyectadas, por su parte, han experimentado fuertes deterioros que, en el caso de Chile, alcanzan a unos ocho puntos del PIB y, consecuentemente, los balances fiscales han experimentado en general un importante empeoramiento.

A partir de estas variaciones en el resultado fiscal y los balances de cuenta corriente puede avanzarse un paso más para caracterizar el cambio en la configuración macroeconómica, destacando la variación en el resultado financiero del sector privado de las economías que suponen estas modificaciones en los balances sectoriales. Eso es lo que se hace en el Gráfico 10 a continuación que muestra el cambio en los superávits y déficits de los principales agentes agregados en economías seleccionadas causados por la eclosión de la crisis financiera global. Allí se nota que en varias economías el sector privado estará obligado a recomponer en forma dramática en el corto lapso de un bienio su tasa de ahorro (neta de inversión). Los fundamentos de este cambio abrupto en el balance sectorial

Gráfico 10 / Cambios en déficits / superávits sectoriales (% del PIB)



Fuente: WEO, Latin American Consensus Forecasts y MECON (Argentina).

son, sin embargo, diferentes. En el caso de EE.UU. —para tomar el ejemplo de una economía desarrollada que ha estado en el origen de las dificultades— el sector privado deberá recomponer su resultado financiero en no menos de doce puntos del producto, reflejando la necesidad de financiar el gran aumento previsto del déficit fiscal y una menor disponibilidad de ahorro externo para solventar un desequilibrio de cuenta corriente que deberá reducirse en unos 2,5 puntos porcentuales del PIB.

La situación presenta alguna similitud con el caso de los países bálticos —elegidos aquí como un caso extremo de los ajustes a realizar por la mayoría de las economías emergentes del este de Europa. En los tres casos el sector privado de dichas economías deberá recomponer su resultado financiero en la friolera de entre unos quince y veinte puntos porcentuales del producto, algo que lógicamente sólo puede causar un fuerte ajuste recesivo de la actividad. Las razones principales de la necesaria contracción del gasto privado son aquí diferentes, dado que la desaparición del financiamiento externo implicará un obligado ajuste de las cuentas corrientes por guarismos que se sitúan entre 10% y 15% del producto interno bruto.¹⁷ Los ajustes de la conducta de gasto del sector privado también serán importantes (alrededor de siete puntos del PIB) en las economías asiáticas, aunque las razones están menos asociadas aquí a una menor disponibilidad de ahorro externo y mucho más a la consecuencias negativas que la recesión tendrá sobre las finanzas públicas.

Resulta interesante, por último, concentrarse en el caso de las economías de nuestra región. Un aspecto llamativo a considerar es que, en general, el tamaño de la modificación prevista en los balances sectoriales es, en esta instancia, mucho menor que el proyectado en otras regiones del mundo emergente, revelando en general el menor tamaño del *shock* relativo que ha experimentado la región latinoamericana. Esto se traduce en que los ajustes previstos en el resultado flujo del balance del sector privado son, con la posible excepción de Chile, relativamente poco significativos. En efecto, la región arriba al episodio en condiciones superavitarias en su cuenta corriente y el deterioro de los términos de intercambio se ha traducido, en el marco de un impacto contractivo sobre la actividad interna y las importaciones, en un cierto deterioro menor de este resultado (salvo en el

¹⁷ Nótese en el gráfico, de paso, que ajustes de esta magnitud son similares al que tuvo que experimentar la economía argentina como consecuencia del agotamiento y posterior colapso del régimen de Convertibilidad a fines de la década pasada.

caso de Chile, en donde la caída de los precios del cobre han provocado un cambio de signo significativo del saldo corriente de la balanza de pagos de casi 10 puntos porcentuales del producto).

No obstante, el hecho de que la cuenta corriente se deteriore significa “contablemente” que el resto del mundo proveerá mayor financiamiento. Esto es algo muy diferente de lo que tendió a ocurrir en episodios críticos previos en países de la región cuando la desaparición súbita del ahorro externo disponible provocaba consecuencias muy marcadas en las decisiones consumo/ahorro del sector privado. Aunque en parte la mayor “disposición” de ahorro externo podría ser el reflejo de una caída de las reservas internacionales,¹⁸ en varios casos significará la disponibilidad explícita de financiamiento voluntario en los mercados de crédito internacionales. Un caso prominente es, por ejemplo, el de Chile, en donde el deterioro de los términos de intercambio del país tuvo un correlato directo en la situación de las finanzas públicas (que experimentarán un deterioro de no menos de 12% del PIB en el bienio). Aún así, la conjunción de una elevada credibilidad de las políticas públicas y el cumplimiento previo de una estricta regla fiscal contracíclica permitirán hacer frente a un *shock* de gran magnitud apelando a recursos ahorrados previamente y a la disponibilidad de crédito internacional para financiar las políticas expansivas. Sobre estos puntos se reflexiona en la próxima sección.

III. Las respuestas de política frente a la crisis: márgenes de maniobra y *shock* sistémico

La contracción del volumen del comercio mundial junto con las restricciones al financiamiento han sido, entonces, los mecanismos principales a través de los que las presiones recesivas se están transmitiendo con gran intensidad y rapidez desde el centro a la periferia del sistema económico mundial. Estos desarrollos tienen, sin embargo, consecuencias negativas diferenciales para las economías menos avanzadas, respecto de lo que es típico en las economías más maduras ya que, a diferencia de estas últimas, se traducen en un inequívoco empeoramiento de su posición externa. Por un lado, si bien la abrupta contracción de los volúmenes del comercio internacional afecta negativamente a la mayoría de las economías,

¹⁸ Aún en esta situación, la disponibilidad de un stock de reservas internacionales acumuladas preventivamente en el período previo se traducirá necesariamente en una suavización de las decisiones de gasto del sector privado.

en el caso de las economías menos desarrolladas la reducción de estos flujos viene en general acompañada, dado el tipo de bienes exportados, de la caída de sus precios internacionales. Así, mientras la contracción del comercio entre las economías avanzadas puede llegar a implicar una reducción más o menos equivalente de exportaciones e importaciones (por la similitud de los bienes y servicios intercambiados entre ellas), en el caso de las economías menos avanzadas el hecho estilizado es que, en lo inmediato, la caída de los intercambios se traduce, en general, en una desmejora del balance del comercio por el impacto negativo adicional causado por el “efecto precio”. A ello debe sumarse, en el caso de las economías más pobres, la contracción prevista en los flujos de remesas internacionales como consecuencia del alza del desempleo en las economías avanzadas y el endurecimiento de sus políticas migratorias. Por otra parte, ya se mencionó que la aversión al riesgo de los inversores internacionales y su masiva preferencia por liquidez dieron lugar a una fuerte salida de capitales desde las economías en desarrollo, lo que incluye una previsible contracción de los flujos de inversión extranjera directa.

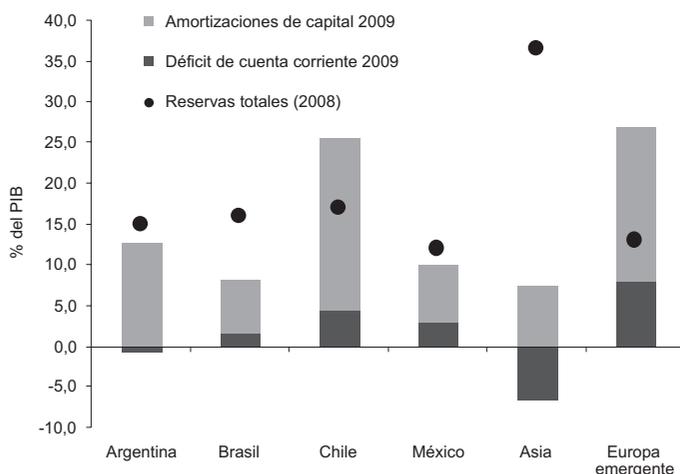
La combinación de ambos factores explica el fuerte deterioro proyectado de las balanzas de pagos en muchas de las economías en desarrollo, lo que tiende a reforzar la inquietud de los inversores internacionales respecto de la capacidad de pago en divisas de dichas economías. Esto puede dar lugar a la generación de mecanismos de retroalimentación negativa, induciendo endógenamente nuevos episodios de salida de capitales. Sin duda, algo de esta dinámica perversa estuvo presente en los desarrollos observados en los últimos meses de 2008 en los mercados de cambios de varias de las EME. Ciertamente, los mayores riesgos percibidos por los inversores parecen haberse focalizado en las economías que arribaron al episodio en una situación de mayor fragilidad externa relativa (vgr. déficits elevados de la cuenta corriente, acumulación de vencimientos de deuda externa de corto plazo y reducidos niveles de reservas internacionales). Por ejemplo, tal como se observa en el Gráfico 11, las economías de Europa del Este exhiben niveles de cobertura de sus requisitos de financiamiento externo claramente insuficientes (frente a vencimientos de deuda externa de corto plazo equivalentes a 20% del PIB y déficits proyectados de cuenta corriente de alrededor de 8% del producto, las tenencias de reservas equivalían a apenas poco más del 10% del PIB).

En el caso de nuestra región, si bien esta métrica es menos favorable que en Asia emergente donde las tenencias de reservas superan a las necesidades de

financiamiento externas inmediatas en más de 30 puntos porcentuales del PIB, los requisitos de divisas parecen bastante manejables. Aún así, el relativo confort que surge de la observación de la actual posición de liquidez de las principales economías de la región es contingente a proyecciones de los resultados de cuenta corriente que, en las actuales circunstancias, están naturalmente sujetos a una elevada incertidumbre.

Si bien las principales economías del área latinoamericana parecen exhibir en general una baja vulnerabilidad externa, hay otros riesgos que deben ser monitoreados con cuidado. En particular, aunque los requisitos de financiamiento externo se han reducido fuertemente en los últimos años, varios países de la región enfrentan todavía elevadas necesidades de refinanciamiento (*roll over*) sobre la deuda pública en los mercados domésticos. Comparados con otras regiones del mundo emergente, las necesidades de financiamiento gubernamental (vencimientos de capital e intereses de la deuda pública respecto del resultado primario de las cuentas públicas) se ubican en niveles bastante elevados en el caso de algunas de las economías de AL-4. Aunque se han verificado importantes progresos en las estrategias de manejo de la deuda y se ha observado una significativa diversificación de las fuentes de fondeo doméstico, en algunos casos la acumulación de vencimientos es todavía elevada y, en un contexto de aversión al riesgo, podrían presentarse presiones sobre el costo del financiamiento, o

Gráfico 11 / ¿Un seguro anticrisis?

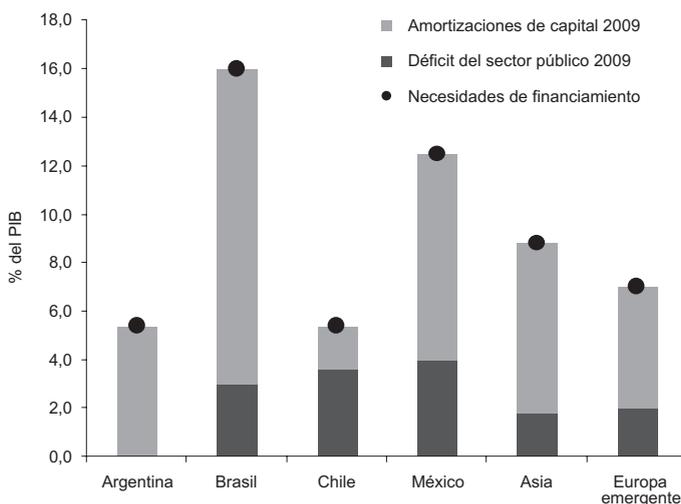


Fuente: elaboración propia en base a datos del Latin American Consensus Forecasts y del FMI.

incluso dificultades importantes de refinanciamiento en caso de que la contracción crediticia global se acentuase. Chile muestra necesidades de financiamiento relativamente bajas (y tiene además importantes activos acumulados en su fondo de estabilización). Por diferentes razones, en el resto de los países de AL-4 podrían plantearse algunos interrogantes respecto del financiamiento. México y Brasil enfrentan elevadas necesidades de refinanciamiento en los mercados domésticos en un contexto de déficit fiscal, aunque en los últimos meses el retorno de un mayor apetito por riesgo de parte de los inversores ha alejado los temores respecto de eventuales dificultades; en Argentina, entretanto, aunque se proyecta todavía una posición primaria superavitaria y las necesidades de financiamiento no son elevadas, el acceso a los mercados voluntarios del exterior parece vedado por el momento y, puede conjeturarse, que el gobierno tendrá que recurrir mayormente a fuentes propias para financiarse.

Ya se sugirió que el modo diferencial en que se manifiesta la crisis global en el caso de las economías no desarrolladas complica notablemente las respuestas de política de las autoridades. En las economías desarrolladas la crisis financiera global se ha traducido en una mayor oferta (y un menor costo) de financiamiento en moneda doméstica a los gobiernos. Vale decir, una mayor demanda de dinero

Gráfico 12 / Resultado financiero y vencimientos de deuda pública (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Latin American Consensus Forecasts y del FMI.

y títulos públicos en el preciso momento en que los gobiernos necesitan emitir pasivos para financiar sus políticas expansivas. Todo lo contrario tiende en general a ocurrir en el caso de las economías menos desarrolladas: en el episodio de *stress* la demanda por moneda doméstica y otros pasivos gubernamentales se reduce, complicando el financiamiento de las cuentas del sector público y de la balanza de pagos. La política fiscal de los gobiernos enfrenta así un dilema entre la necesidad de encarar acciones contracíclicas para compensar la caída del gasto privado y el requisito de asegurar su financiamiento. En determinadas instancias, esto puede forzar a los gobiernos a reducir procíclicamente el gasto público y elevar las tasas de interés, reforzando las tendencias recesivas. Por otra parte, la depreciación de la moneda doméstica, si bien puede inducir eventuales efectos expansivos sobre la actividad del sector transable, puede comprometer la estabilidad del sistema financiero. Especialmente, si las expectativas de depreciación inducen salidas de depósitos y/o los agentes internos exhiben una exposición financiera neta negativa en moneda extranjera.

Como se dijo más arriba, las economías de la región arribaron al episodio en condiciones relativamente favorables y exhiben en general un bajo grado de fragilidad financiera y externa, tanto en términos relativos como respecto de lo que fue característico en la región en instancias previas. De hecho, entre los principales EME, las economías de AL-4 se ubican en posiciones intermedias en relación con la mayoría de los indicadores típicos de vulnerabilidad a riesgos de iliquidez.¹⁹ Por otra parte, las ganancias de credibilidad de las políticas han otorgado a los gobiernos de la región un espacio de maniobra inédito para encarar acciones expansivas respecto de lo que era típico en el pasado. Ya se mencionó, por ejemplo, que la reducción de las vulnerabilidades (vgr. mejoras en el perfil del endeudamiento y reducción de los descálces de monedas) ha permitido recuperar (al menos en cierto grado) la flexibilidad cambiaria en varias de las economías de la región como mecanismo potencial de amortiguación del *shock* exógeno. Por otra parte, pese al deterioro proyectado, varias de las economías exhiben

¹⁹ Véase HSBC (2008) en donde se elabora un *ranking* de vulnerabilidad relativa de las principales economías de mercado emergente. Sobre 26 economías examinadas, Argentina y México se ubican entre las menos vulnerables a riesgos de refinanciamiento inmediatos, luego de la mayoría de las economías asiáticas. Si bien Chile y Brasil presentan algunos indicadores de vulnerabilidad más elevados (debidos en general a una exposición elevada de sus sistemas bancarios a deuda de corto plazo en moneda extranjera), estas dos economías califican en términos relativos por encima de las del Este europeo, Corea y Sudáfrica. Al mismo tiempo, exhiben un importante grado de flexibilidad y de margen de maniobra de sus políticas. Véase enseguida el texto.

todavía situaciones superavitarias en sus cuentas fiscales y externas –o desequilibrios flujo relativamente menores– y cuentan con *stocks* importantes de activos de reserva internacional para hacer frente a la contingencia.

Estos mayores grados de libertad respecto de lo que ha sido típico en la región han permitido a los gobiernos de varios países latinoamericanos reaccionar con el anuncio y la implementación de un conjunto de medidas contracíclicas de diversa índole frente al agravamiento de la crisis global, en el intento de contrarrestar, al menos parcialmente, algunos de los impulsos recesivos provenientes de los mercados internacionales. En la Tabla 4, extraída de Cepal (2009),

Tabla 4 / Resumen de las medidas en respuesta a la crisis. AL-4

	Argentina	Brasil	Chile	México
Política monetaria y financiera				
Disminución y/o flexibilización del encaje bancario	X	X	X	
Provisión de liquidez en moneda nacional	X	X	X	X
Política fiscal				
Disminución de impuestos/Aumento de subsidios	X	X	X	X
Aumento y/o anticipación del gasto (infraestructura)	X	X	X	X
Política cambiaria y de comercio exterior				
Provisión de liquidez en moneda extranjera (*)	X	X	X	
Aumento de aranceles o restricciones a las importaciones	X	X		
Disminución de aranceles	X	X		X
Financiamiento de exportadores	X	X	X	
Gestión de créditos con las instituciones financieras internacionales				
Políticas sectoriales				
Vivienda	X	X	X	X
Pymes	X		X	X
Agropecuaria		X	X	
Turismo				
Industria	X	X	X	X
Políticas laborales y sociales				
Estímulo al empleo	X		X	X
Programas sociales		X	X	X

(*) No incluye a los bancos centrales que intervinieron vendiendo divisas en los mercados de cambio.

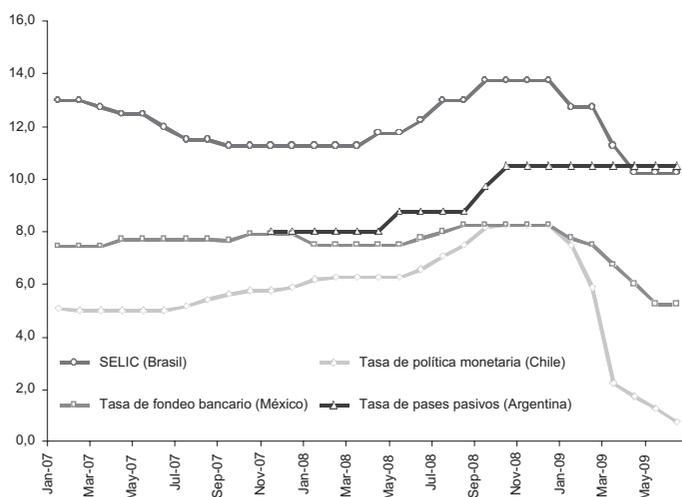
Fuente: CEPAL.

se presenta un listado sintético de las principales medidas adoptadas por los países de AL-4 en los últimos meses.

Como puede apreciarse, las medidas abarcan distintos frentes y parecen poner de manifiesto la existencia de mayores márgenes de maniobra relativos por parte de los gobiernos de las principales economías de la región (véase la Tabla 4). En el plano monetario, casi todos estos países, especialmente Chile, han contado con un espacio bastante importante para modificar drásticamente la instancia de política, hasta poco tiempo atrás concentrada en combatir las presiones inflacionarias provenientes del alza de los precios de las *commodities* en los mercados internacionales (véase el Gráfico 13). En el plano fiscal, la mayoría de los gobiernos también han anunciado iniciativas de gasto y/o rebajas impositivas, aunque es una vez más Chile –debido a una política fiscal previa de gran austeridad, instrumentada a través de su conocida regla de superávit estructural– el país que cuenta con mayores márgenes de maniobra en este ámbito.

En un contexto internacional todavía muy incierto, cabe destacar que, aunque no en todos los casos, la reacción de los mercados financieros y de los tenedores de papeles frente a los anuncios efectuados por los gobiernos ha sido relativamente favorable, si se toman en cuenta la evolución ulterior de los precios de los papeles

Gráfico 13 / Evolución de las tasas de interés de referencia (tasa nominal anual)



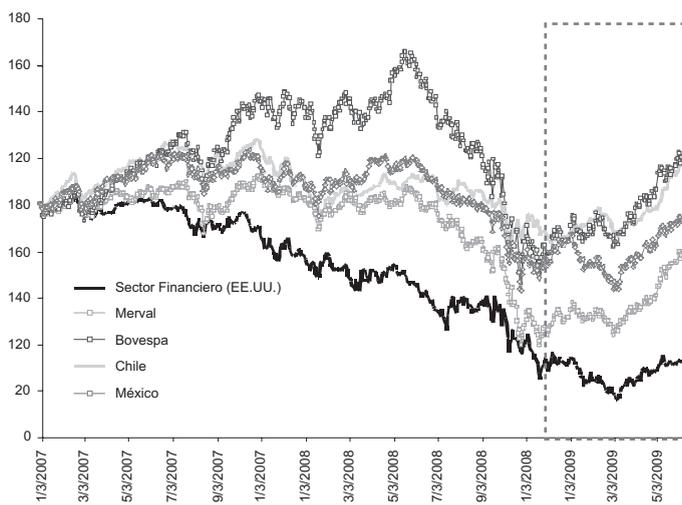
Fuente: Bancos centrales respectivos.

de la deuda pública y la cotización de las monedas en los mercados de cambios (véanse los gráficos 2 y 4). Desde marzo de este año, este movimiento fue reforzado por el comportamiento de los mercados de capitales de la región, que tendieron a recuperarse de la mano del mayor optimismo prevaleciente en las plazas financieras internacionales, una vez que algunos interrogantes sobre la salud de la hoja de balance de las entidades bancarias tendían a disiparse al conocerse el resultado de los ejercicios de *stress* practicados por las autoridades norteamericanas (Gráfico 14).

Dados los habituales rezagos con los que operan las políticas macroeconómicas, es todavía demasiado pronto para verificar el impacto de las decisiones adoptadas sobre la actividad real y el empleo en las economías de la región. Aún así, las cifras relativas a la actividad agregada del primer trimestre tendían a mostrar una suavización de las tasas de caída y se anticipaba cierta recuperación en el segundo semestre de este año (véase el Gráfico 15).

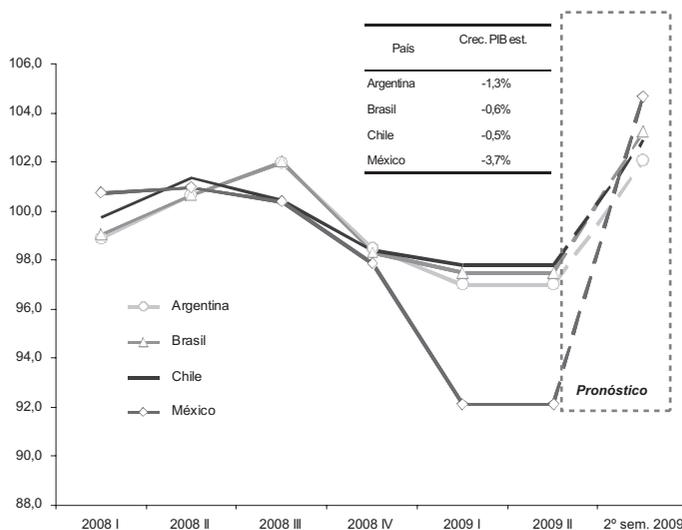
Por cierto, está claro que no todas las economías de la región llegaron al episodio con iguales márgenes de maniobra para encarar acciones contracíclicas y man-

Gráfico 14 / Evolución de los índices bursátiles (Enero de 2007 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15 / Evolución del PIB desestacionalizado (2008 = 100)



Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

tener, al mismo tiempo, la confianza de los agentes. Hay países en los que este doble desafío se plantea bajo la forma de agudos (y conocidos) dilemas de política: las autoridades fiscales deben así optar entre los requisitos de austeridad impuestos por la ausencia de fuentes de financiamiento y la necesidad de impulsar acciones expansivas para amortiguar la caída de la actividad; entretanto, las autoridades monetarias deben efectuar un adecuado balance de riesgos entre la necesidad de facilitar el ajuste de las paridades a una situación externa de menor holgura de divisas y el requisito de preservar la estabilidad financiera interna.

Por otra parte, en general, tanto el tamaño como la duración del *shock* a enfrentar son cruciales. Por eso, en el momento más álgido de las dificultades durante el primer trimestre de este año, se temió –aún en las economías en que se cuenta con mayores espacios de maniobra y se exhiben menores vulnerabilidades– que fuesen a generarse dinámicas inestables si el *shock* tendía a prolongarse y ello conducía a la amplificación de los desequilibrios. En este sentido, aunque parecían existir ciertos mecanismos de amortiguación de las perturbaciones de los que anteriormente no se disponía (por ejemplo, bajo la forma de reservas internacionales, la posibilidad de efectuar ajustes de las paridades cambiarias y de llevar adelante acciones de política expansivas), la preocupación se centraba

en la eventual ocurrencia de efectos de “umbral”. Vale decir, los generados por el hecho de que los *stocks* son, por definición, limitados y que los pasivos que emiten los gobiernos de la región gozan de una demanda restringida, en el mejor de los casos. Por otra parte, el tamaño de las modificaciones en los tipos de cambio que las economías de la región pueden procesar sin mayores sobresaltos está eventualmente acotado pese a que la reducción de las vulnerabilidades de hoja balance han posibilitado espacios de maniobra impensados tiempo atrás en varios de los países de la región. Es verdad que entre fines de 2008 y principios de 2009 varias de las economías pudieron procesar alteraciones cambiarias de una magnitud capaz, en el pasado, de generar fuertes tensiones en el plano financiero y efectos redistributivos de impacto recesivo. Pero aún así las tendencias observadas en los mercados de cambio en el momento de mayor impacto de las dificultades dieron lugar a una fuerte incertidumbre y se temió que ello pudiese generar efectos disruptivos, tanto en el plano de la actividad como del financiamiento.

Afortunadamente, merced a la mejoría verificada en las expectativas y en los indicadores de confianza como consecuencia de las acciones de estímulo macroeconómico y los programas de ayuda al sector financiero encarados en las principales economías, la situación económica y financiera internacional ha tendido a mostrar síntomas de relativa estabilización durante el segundo trimestre de este año. Es cierto que la situación internacional presenta todavía importantes fragilidades y que una eventual recuperación estará seguramente caracterizada por una notoria debilidad. Pero puede afirmarse que esos desarrollos, aunados a los factores internos antes mencionados, alejaron por el momento la posibilidad de que se verifique una dinámica aún más disruptiva y la ocurrencia de escenarios de mayor inestabilidad en las economías de la región.

Junto a la mejoría del entorno externo, un elemento clave en tal sentido fue la disposición, en el momento de mayores dificultades, de la comunidad oficial internacional a considerar la necesidad de respuestas de carácter más general a la perturbación. La existencia de una voluntad activa de cooperación por parte de los líderes internacionales fue clave y se manifestó en diversos foros que reunieron a jefes de gobierno y autoridades de los organismos multilaterales de crédito y otras agencias. Especialmente porque resultaba evidente que, pese a los importantes progresos observados en los marcos de política económica de varios de los países latinoamericanos, ello posibilitaba a lo sumo el manejo de eventos idiosincrásicos pero nunca podrían inmunizar a estas economías contra la ocurrencia

de un *shock* sistémico de la naturaleza y profundidad del que se había verificado en la economía mundial. Los recursos disponibles en los países de la región son “finitos” y es evidente que la capacidad de los países para lidiar con la crisis en forma individual estaba lejos de ser ilimitada. Todo lo cual exigía inevitablemente respuestas en el plano global. Contradiciendo experiencias del pasado, muchos de los desafíos planteados comenzaron a encontrar ciertas respuestas de política en el plano internacional; otros, entretanto, continúan pendientes de resolución, condicionando el desempeño futuro de nuestras economías. Algunos de estos temas conforman el material con el que se especula brevemente en la próxima sección.

IV. Reflexiones finales: algunos cursos de acción deseables y necesarios

Recién se mencionó que en las últimas semanas la situación económica y financiera internacional tendió a evidenciar algunos síntomas de relativa estabilización. Y se sugirió que, en buena medida, la detención del virtual colapso que experimentó la economía mundial durante el semestre que siguió a la debacle de Lehman Brothers debe atribuirse a la determinación exhibida por las autoridades de política de las economías avanzadas (aunque no exclusivamente) en la rápida implementación de un agresivo conjunto de iniciativas en los planos monetario, fiscal y financiero.²⁰

Es verdad que no se arribó a esa instancia de manera instantánea y que el tipo y el alcance de las respuestas de política en consideración se fue modificando en forma congruente con la evolución y la profundización de la crisis internacional. En efecto, dado lo fluido de la situación, los diagnósticos acerca de la naturaleza de la crisis han ido cambiando en forma marcada. Del mismo modo, la mutación se verificó en las recomendaciones efectuadas por los observadores y en la disposición manifestada por las autoridades respecto de las acciones de política a encarar, aún en las propias economías avanzadas. Así, si inicialmente se consideró que la perturbación estaba esencialmente circunscripta a un sector particular del mercado de crédito (el segmento *subprime* del mercado inmobiliario norteamericano) y que los problemas que exhibían los operadores financieros eran

²⁰ La velocidad y magnitud de las respuestas contrastan, de manera importante, con lo ocurrido durante la Gran Depresión: desde el *crack* bursátil de 1929 transcurrieron más de tres años hasta que las autoridades norteamericanas se decidieron a encarar acciones monetarias y fiscales expansivas sustantivas.

mayormente de liquidez, las acciones que se propiciaron fueron básicamente de naturaleza monetaria.²¹ A poco de andar, y pese a la contundencia de las respuestas encaradas por los bancos centrales en su función de prestamistas de última instancia, quedó relativamente claro que los interrogantes sobre el “verdadero” valor de activos financieros muy complejos y poco transparentes obligó a varios agentes relevantes con elevados niveles de apalancamiento a intentar liquidar en forma acelerada sus posiciones. El proceso de desapalancamiento y de desintermediación crediticia consecuente provocó el derrame del *shock* financiero sobre la actividad real, implicando la necesidad de acciones gubernamentales de mayor alcance a fin de contrarrestar tendencias recesivas de gran intensidad y una creciente percepción de insolvencia.

Además de la predisposición a encarar acciones fiscales expansivas de gran envergadura, las iniciativas de política monetaria debieron apartarse de sus procedimientos de rutina, volviéndose en muchos casos indistinguibles de las de naturaleza propiamente fiscal. De este modo, los bancos centrales (particularmente la FED) comenzaron a desplegar un arsenal de medidas no tradicionales orientadas a “desbloquear” los mercados de crédito una vez que las tasas de interés de corto plazo tocaron su límite inferior.²² También las autoridades fiscales, no sólo en EE.UU. sino en varias economías desarrolladas, anunciaron medidas de estímulo de gran cuantía.²³

Aún así, la continuidad del proceso de desapalancamiento y las pérdidas de riqueza condujeron a una percepción generalizada de insolvencia de numerosos

²¹ Para una evaluación crítica de este diagnóstico inicial de parte de las autoridades monetarias véase Taylor (2009).

²² Luego de llevar adelante una política consistente en inducir un cambio en la composición de sus activos, el tamaño de las operaciones de intervención obligó a la Reserva Federal de EE.UU. a abandonar ese enfoque inicial. Así, en el lapso de unos pocos meses, la FED más que duplicó el tamaño de su hoja de balance, llevando la base monetaria desde unos US\$ 800.000 millones a alrededor de US\$ 2 billones. Luego de un reducción acelerada de su tasas de referencia, en diciembre de 2008 fijó la tasa objetivo de los fondos federales en un rango de entre 0 y 0,25%. A mediados de marzo de 2009 avanzó en forma decidida en la política denominada de *credit easing*, anunciando su decisión de incrementar adicionalmente en alrededor de 60% (US\$ 1,15 billones o aproximadamente 8% del PIB) la emisión de dinero primario mediante la compra en gran escala de títulos “largos” del Tesoro y de papeles emitidos por las agencias hipotecarias esponsoradas por el gobierno con el objetivo de influir en forma directa en las tasas de interés de largo plazo y afectar el precio relativo de diferentes activos financieros para contrarrestar la contracción del crédito.

²³ Hasta el momento, según cálculos del FMI (2009,b), las acciones fiscales discretionales de estímulo anunciadas para el período 2008-2010 totalizan alrededor de 4,8% del PIB en EE.UU., 3,4% en Alemania, 2,7% en Canadá, 2,2% en Japón, 1,5% en el Reino Unido y 1,3% en Francia.

agentes y a la completa detención del crédito (*credit crunch*), condicionando las posibilidades de una recuperación inmediata de las decisiones de gasto y endeudamiento del sector privado. De allí la inusual magnitud de las tendencias recesivas que estuvieron en operación y que, al afectar la cobrabilidad de los créditos, revirtieron a su turno en una suerte de mecanismo de retroalimentación negativo para empeorar adicionalmente la hoja de balance de los bancos. Esto pareció terminar de convencer a las autoridades (especialmente las de EE.UU.) de que la naturaleza de la crisis había mutado y que su profundidad exigía difíciles medidas no tradicionales sobre las posiciones patrimoniales del sistema financiero.²⁴

Pese a que la situación continúa siendo altamente preocupante, la determinación de la autoridades de política permitió poner un piso a la espiral descendente en que se encontraba inmersa la economía mundial en los primeros meses de este año. Tal vez la manifestación principal del éxito relativo de estas intervenciones es que, gradualmente, pudo disiparse el temor a un episodio depresivo *alla Fisher*, evitándose que se instalaran expectativas firmes de deflación.²⁵

A medida que la crisis se extendió globalmente, un similar cambio de diagnóstico pareció operar en los análisis y recomendaciones de varios observadores, incluidos los formulados por los organismos multilaterales de crédito. De este modo, de recomendaciones basadas en la situación individual de las diferentes economías

²⁴ Ese proceso fue ciertamente trabajoso e incluyó numerosas contramarchas. Inicialmente, se demandaron del Congreso recursos por US\$ 700.000 millones (alrededor de 5% del PIB) para dedicarlos a la compra de activos problemáticos (“tóxicos”) en poder de los bancos. Ese programa fue posteriormente reformulado para promover la capitalización directa de las entidades financieras. Cuando la virtual nacionalización de parte importante del sistema financiero parecía el camino inevitable, la nueva administración norteamericana anunció el 10 de febrero de 2009 una nueva reformulación del programa, que buscaba involucrar nuevamente al sector privado en la compra de activos problemáticos. Los detalles recién comenzaron a conocerse el 23 de marzo y buscaban balancear la necesidad de restablecer el flujo de crédito, limpiando la hoja de balance de los bancos, y proteger a los contribuyentes, induciendo a que el sector privado ayudase a poner un valor “adecuado” a los activos problemáticos. El plan se complementaba con ejercicios de *stress* a la solvencia de los bancos, lo que podría demandar eventualmente nuevos pedidos de recursos al Congreso para recomponer el capital de las entidades. Dichos ejercicios fueron concluidos favorablemente a inicios de mayo de este año, lo que reforzó la confianza de los inversores privados de que el “fantasma” de la nacionalización del sistema se había disipado y facilitó el acceso de las entidades al financiamiento en los mercados de capitales. Aún así, pese a la mejoría, diversos observadores (vgr. FMI, 2009) estimaban que, dada la magnitud de las pérdidas, los niveles de capitalización distaban de ser óptimos.

²⁵ A juzgar por sus propias declaraciones, éste fue el objetivo deliberado de la política encarada por Bernanke al frente de la FED (véase Bernanke, 2002, 2008). Salvo durante un corto período a inicios de año, la expectativa de inflación implícita en el diferencial de rendimiento de los *treasury* de 10 años y los TIPS del mismo plazo se situó por encima de cero.

nacionales fue pasándose a la convicción de que, al tratarse de un evento global, la respuesta apropiada al mismo involucraba necesariamente la coordinación internacional de las políticas de gobiernos y bancos centrales. Dada la gravedad y profundidad de la crisis, en el momento de mayores dificultades varios observadores reclamaron la necesidad de acciones de estímulo de naturaleza verdaderamente global. El propio FMI reclamó a inicios de este año de los gobiernos una acción fiscal expansiva a escala global equivalente a 2% del PIB durante el próximo bienio (FMI, 2009).

El problema es que existe un contraste evidente entre la creciente integración internacional de los diferentes mercados y espacios económicos nacionales (y el consecuente potencial de contagio) y la ausencia de instituciones fiscales, monetarias, regulatorias y de supervisión con similar alcance en el ámbito multilateral. Estos condicionamientos son una muestra clara de las dificultades que se enfrentan en el plano de la acción y la coordinación internacional. Como se sugirió, la falta de coordinación internacional podía tornarse especialmente gravosa en el caso de las economías menos desarrolladas, dado que estas economías cuentan con recursos limitados para hacer frente a la perturbación y, a medida que se profundizaban las dificultades, enfrentaban un escenario crecientemente adverso para utilizar los escasos márgenes de maniobra disponibles.

Así, más allá de algunas iniciativas coordinadas²⁶, la mayoría de las rápidas e importantes respuestas de política adoptadas por los diferentes gobiernos (en los planos monetario y fiscal y los paquetes dirigidos a la estabilización del sector financiero) tuvieron inevitablemente un sello distintivamente idiosincrásico y nacional. En algunos casos, incluso, esto complicó la dinámica de corto plazo en varias EMEs. De hecho, podría postularse que la decisiva intervención y los recursos desplegados por las autoridades de los países centrales para emitir la señal contundente de que no habría una nueva quiebra de una institución financiera sistémicamente importante en sus mercados agravó el contraste con las escasas garantías que, al respecto, podían ofrecer los gobiernos de las naciones menos desarrolladas. Esta percepción habría tendido a agravar las tendencias a las salidas de capitales de estas últimas economías. Por otra parte, algunas cláusulas

²⁶ Que incluyeron la reducción coordinada en medio punto porcentual de las tasas de interés por parte de varios bancos centrales a inicios de octubre de 2008 y la mencionada instrumentación de acuerdos de *swap* para proveer liquidez en dólares entre la FED y las autoridades monetarias de ciertas economías (lo que incluyó, positivamente, a algunas EME).

incorporadas en los programas de ayuda al sector financiero (vgr. la creación de crédito en los mercados domésticos) tuvieron la consecuencia negativa de inducir reducciones del crédito otorgado por las filiales de entidades bancarias con casas matrices en los países avanzados. Por último, las estipulaciones referidas al “compre nacional” de insumos y la creación de empleo interno en los paquetes de estímulo fiscal también tendieron a “exportar” impulsos recesivos hacia la periferia del sistema.

Aún así, en términos generales la mayoría de aquellas intervenciones cumplieron un papel positivo y tuvieron un rol esencialmente estabilizador en el plano global. Por otro lado, se han verificado ciertos avances importantes en lo relativo a las acciones de cooperación internacional. Primero, desde la irrupción de la fase más dramática de la crisis en el último trimestre de 2008 se han sucedido algunas iniciativas dirigidas a promover la cooperación monetaria, como es el caso de la red de *swaps* bilaterales entre varios bancos centrales (incluyendo a algunos pertenecientes a las EME). En segundo término, como resultado de las deliberaciones mantenidas en diferentes cumbres internacionales (especialmente las del Grupo de los Veinte²⁷), se ha verificado un notorio cambio de prédica de parte de los organismos multilaterales de crédito, particularmente el FMI. De manera decidida, y a través de numerosos canales,²⁸ este último organismo ha reclamado públicamente un compromiso coordinado de parte de los gobiernos con acciones fiscales expansivas y la necesidad de comprometer recursos públicos en las políticas dirigidas a sostener y sanear sin dilaciones a los sistemas financieros domésticos. Además, a diferencia de lo ocurrido en numerosas ocasiones pasadas en el mundo emergente (vgr. la crisis asiática de 1997/98), el *staff* del organismo parece reconocer ahora la inconveniencia de promover acciones contractivas en medio de las dificultades de financiamiento internacional y el mayor espacio relativo con que cuentan en la actualidad varias EME para encarar políticas de naturaleza contracíclica.²⁹ Más aún, esos novedosos puntos de vista han tenido

²⁷ La de Washington en diciembre de 2008 y, especialmente la de Londres, en abril de este año.

²⁸ No sólo sus trabajos –entre los que pueden consultarse los citados en la bibliografía como FMI 2008, 2009 a y b– sino también las posturas públicas explícitas de su director gerente y de su economista principal.

²⁹ Véase, al respecto, la Position Note Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries, en donde se discute especialmente la interacción entre política monetaria y cambiaria en medio de una crisis de balanza de pagos típica. Este sustancial cambio de enfoque ha llevado a varios observadores a señalar que se trata de una versión 2.0 de las recomendaciones del FMI. De todos modos, cabe mencionar que a juzgar por la naturaleza de los programas, en Europa del Este todavía se asiste a una versión tradicional del accionar del organismo.

un correlato importante en el compromiso de aumento de recursos de la institución y en el bienvenido rediseño de sus políticas de asistencia financiera.³⁰

No obstante, pese a esos significativos progresos, persisten todavía importantes dificultades. En lo inmediato, ya se dijo que pese a las mejorías evidenciadas en el último período la situación económica internacional presenta todavía signos notorios de una gran fragilidad. En efecto, persisten factores de riesgo importante que podrían revertir la incipiente recuperación de las expectativas de inversores y consumidores en las economías avanzadas. En particular, el contexto está caracterizado allí por un elevado desempleo y ajustes pendientes en la hoja de balance de las familias. De este modo, eventuales noticias “negativas” (vgr. que no convaliden todavía en forma taxativa la percepción ya bastante generalizada de que “lo peor ha quedado definitivamente atrás”) podrían llegar a dar lugar a mecanismos de retroalimentación negativa. Por otra parte, la situación en las economías emergentes del este europeo continúa siendo complicada y la exposición de los bancos internacionales (principalmente europeos) a los desarrollos financieros en dicha región es todavía muy elevada, con potencial para generar efectos de contagio.

En segundo término, parece difícil postular que, de verificarse, la recuperación vaya a caracterizarse en lo inmediato por un especial dinamismo: dada la debilidad de las hojas de balance del sistema financiero en las economías avanzadas, es poco probable que un eventual ciclo expansivo esté caracterizado por un comportamiento especialmente vigoroso del crédito en esos países. Todo lo cual reafirma la importancia de un *timing* adecuado por parte de las autoridades en la desactivación de las políticas (fiscales y monetarias) de estímulo. El mantenimiento prolongado de las acciones de política expansiva podría llegar a generar tensiones en los mercados financieros (por sus consecuencias en materia de dinámica del endeudamiento y su potencial de presión inflacionaria futura); simétricamente, el retiro anticipado de la asistencia plantea el riesgo no nulo de una eventual recaída de la actividad. La consecuencia de ello, es que, para evitar costosos errores pasados, las autoridades deben planificar cuidadosamente sus “estrategias de salida”.³¹

³⁰ En particular, el reemplazo de la línea de crédito contingente (SLF) creada en octubre de 2008 por la nueva línea de crédito flexible, FCL, dadas a conocer a fines de marzo de este año. Ese programa de financiamiento, de naturaleza preventiva y reducida condicionalidad *ex ante*, ya ha sido acordado para México, Colombia y Polonia por un total de US\$ 78.000 millones.

³¹ Un precedente histórico importante ha sido recordado recientemente por Cristina Romer, al referirse a las lecciones aprendidas en 1937 cuando, a la salida de la Depresión, un retiro anticipado del estímulo fiscal y monetario generó un nuevo episodio recesivo.

Por otra parte, con una mirada de mayor alcance, la situación internacional presenta numerosos desafíos, que pueden condicionar el desempeño futuro de las EME. Debido a los cuantiosos recursos insumidos por los rescates bancarios y los programas de estímulo, la situación fiscal en los países avanzados –ya afectada por complicadas tendencias estructurales– ha tendido naturalmente a experimentar un fuerte deterioro. En tales condiciones, cabe conjeturar que, una vez superada la emergencia, las tasas de interés internacionales mostrarán una clara tendencia al alza. Ello, sumado a la puja por recursos para atender los servicios del endeudamiento, podría tornar más oneroso el cuadro de financiamiento de las EME respecto del período previo (especialmente de aquellas que exhiban una situación menos robusta, que podrían llegar a experimentar un eventual *crowding out*).

Asimismo, la resolución de numerosos problemas pendientes en el plano macroeconómico y financiero internacional, plantea enormes desafíos que exigen un elevado grado de cooperación y coordinación. Naturalmente, aún en el caso de las economías avanzadas, la ausencia de coordinación internacional en las medidas implementadas por las autoridades debilita la eficacia de las políticas macroeconómicas adoptadas para compensar la contracción del gasto privado y revertir las tendencias recesivas y deflacionarias.³² Más aún, está claro que la ausencia de un entorno macroeconómico expansivo que resulte de la acción coordinada de los diferentes gobiernos puede dar lugar a resultados contraproducentes para la dinámica económica internacional, considerada globalmente.

Un caso prominente en esta línea es el hecho de que, pese a los compromisos fiscales adoptados por otras economías avanzadas, es la economía deficitaria y sobreendeudada la que parece haber estado sobrellevando la carga principal del esfuerzo necesario para evitar el ingreso de la economía mundial en una espiral descendente. En el corto plazo esta respuesta pareció claramente apropiada para sostener la demanda total frente al colapso del gasto privado. Pero, en tanto parece razonable pensar que la tasa de ahorro de las familias norteamericanas debe aumentar en forma permanente, el único modo factible de evitar una dinámica no sostenible de la deuda pública en EE.UU. es inducir, a través del ajuste de los tipos de cambio, una reasignación de los patrones de oferta y

³² *Ceteris paribus*, la ausencia de coordinación insume un mayor esfuerzo fiscal para compensar una caída dada de la demanda mundial. Este punto ha sido suficientemente enfatizado por la literatura dedicada a estudiar los problemas de coordinación y ha sido recientemente levantado por FMI (2009 a), al analizar el tamaño de los paquetes de estímulo fiscal previsto por los países miembros del G20 en el bienio en curso.

demanda mundiales. De otro modo, se plantean riesgos importantes que podrían traer aparejadas potenciales consecuencias negativas a futuro. De un lado, se plantea la posibilidad de una potencial “paradoja de la frugalidad” a nivel global, si es que el eventual intento por preservar el ahorro nacional de EE.UU. no es compensado por la generación de incentivos al gasto en las economías superavitarias; del otro, se corre el riesgo de seguir “fugando hacia adelante”, postergando la resolución pendiente de los denominados desbalances globales y generando nuevos desequilibrios financieros. ¿Será, sin embargo, tan sencillo llevar adelante este proceso sin compensar debidamente a los perdedores potenciales de tales redistribuciones de oferta y demanda mundiales?³³

Como en todo asunto de acción colectiva, existen problemas de incentivos en tanto se presentan necesariamente aspectos distributivos y no neutralidades que pueden afectar la adopción y la viabilidad de las soluciones apropiadas.³⁴ Esto último podría llegar a generar bloqueos de diferente grado de envergadura que conduzcan eventualmente a equilibrios de tipo no cooperativo mutuamente empobrecedores, tal como ocurriese con la proliferación de medidas proteccionistas y las devaluaciones competitivas en el período de entreguerras.

El análisis histórico fue concluyente, por caso, al mostrar que los errores en el diseño de las políticas macroeconómicas durante la Gran Depresión fueron un factor crucial para sumergir a la economía mundial en el pantano del proteccionismo, las devaluaciones competitivas y el intento defensivo de “exportar la recesión al vecino”.³⁵ En particular, en ese caso, la creencia victoriana en las virtudes incondicionales de los balances equilibrados, y el apego a las restricciones monetarias impuestas por las instituciones del patrón oro, fueron cruciales en impedir una respuesta expansiva coordinada que evitara la tentación de las respuestas autárquicas. La ignorancia en el plano de la teoría y la política macroeconómica, agravada ciertamente por la existencia de incentivos que tornaban muy difícil una solución cooperativa,³⁶ llevó así a las autoridades a promover un

³³ Un buen ejemplo de ello se tiene en la pirotecnia verbal entre los grandes jugadores durante los días previos a la cumbre del G20 de Londres respecto del rol de una eventual moneda de reserva mundial que reemplace al dólar.

³⁴ Véase Olson (1965)

³⁵ Véase James (2001).

³⁶ En 1933 dicho “doble” bloqueo (el causado por la ignorancia y el provocado por la *political economy* de la situación) produjo, por caso, el fracaso estrepitoso de la Conferencia Económica auspiciada por la Sociedad de las Naciones que buscaba coordinar una respuesta cooperativa a la Depresión.

conjunto insensato de políticas que— eso sí se sabía y era parte de la ortodoxia establecida luego del universalismo que caracterizó a la prosperidad finisecular— sólo podían conducir en forma inevitable a la ruina colectiva.³⁷

En aquella ocasión fue, en parte, la ignorancia lo que condujo a la adopción de erróneas políticas macroeconómicas que estimularon la autarquía y el retroceso de la integración económica. Nadie supuso que ése pudiese ser el caso en el episodio actual y pocos observadores pensaron en principio que fuese posible que se repitiera una calamidad de la entidad de la acaecida durante la Gran Depresión. Es mucho lo que se ha aprendido y los hacedores de política parecen haber tomado apropiada nota de las lecciones del pasado, tal como parecen ponerlo de manifiesto las respuestas iniciales a la crisis. Ahora se sabe que, en contextos de fuerte incertidumbre y preferencia masiva por activos líquidos y de bajo riesgo, es el gobierno el único agente en condiciones de “ponerse del otro lado del mostrador” y, si goza de la credibilidad adecuada, el que puede ofrecer dichos instrumentos a cambio de absorber los papeles y los riesgos que el público desprecia. Por otra parte, no se ignora que un adecuado estímulo macroeconómico en escala global es el mejor remedio para prevenir la apelación a las soluciones proteccionistas y a resultados de suma negativa.

Sin embargo, saber lo que debe hacerse es sólo una condición necesaria para evitar tal posibilidad. Recién se mencionó que la situación económica mundial presenta numerosos desafíos a futuro, muchos de los cuales exigen una amplia respuesta coordinada. Ello implicará, tanto a nivel global como de cada país, la solución de difíciles dilemas de política por parte de las autoridades, en tanto es factible que se verifiquen tensiones entre cuestiones de naturaleza sistémica y los incentivos a atender consideraciones específicamente nacionales y/o sectoriales. Nuestra impresión es que, si se verifican bloqueos a las soluciones de naturaleza cooperativa, ello se deberá en esta instancia mucho menos a la ignorancia que a la existencia de razones de economía política que pueden dificultar las acciones coordinadas. Por ejemplo, ¿se verificará un *timing* adecuado de las “estrategias de salida” para evitar una eventual recaída de la actividad y el comercio mundiales?; asimismo, ¿podrán las economías avanzadas (y China),

³⁷ Tal vez una de las mejores ilustraciones respecto del consenso profesional existente respecto de la futilidad e inconveniencia del *backlash* proteccionista fue el unánime rechazo a la ley Smoot-Hawley a través de un petitorio elevado al presidente Hoover y firmado, entre otros 1.025 economistas, por Irving Fisher, Paul Douglas y Taussig.

coordinar sus medidas de estímulo macroeconómico en un escala apropiada para evitar la acentuación de los desbalances globales, esencialmente irresueltos? Por otro lado, ¿será posible que las reformas en curso a la regulación financiera atiendan debidamente la cuestiones asociadas al riesgo sistémico o las legislaciones nacionales buscarán preservar diversas ventajas competitivas, que de paso se traducirán en tendencias a un eventual proteccionismo financiero de nuevo cuño? Por último, y directamente relevante para las economías menos desarrolladas, ¿avanzarán sin sobresaltos las acciones acordadas de capitalización de los organismos multilaterales o la aparición de síntomas de estabilización en la situación financiera internacional diluirá el sentido de urgencia de las reformas necesarias en la arquitectura financiera internacional?

El modo en que se respondan estas y otras relevantes cuestiones será, sin duda, crucial para la evolución inmediata y futura de nuestras economías, que como se vio, más allá de los progresos efectuados cuentan con un margen de maniobra inevitablemente limitado para hacer frente a un *shock* adverso de gran entidad y naturaleza sistémica.

Referencias

Basco, E., T. Castagnino, S. Katz y S. Vargas (2007): “Política monetaria en contextos de incertidumbre, cambio de régimen y volatilidad pronunciada”, Estudios BCRA, N° 4.

Bernanke, B. (2002): “Deflation: Making sure “it” doesn’t happen here”. Presentación en el National Economists Club, Washington, DC.

Bernanke, B. (2004): “The Great Moderation”. Presentación en las reuniones de la Eastern Economic Association, Washington, DC.

Bernanke, B. (2009): “Financial Reform to Address Systemic Risk”. Presentación en el Council on Foreign Relations, 10 de marzo.

BID (2008): “All That Glitters May Not Be Gold, Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance”, Research Department, abril.

BID (2009): “Remesas a América Latina disminuirán en 2009”, Comunicado de prensa, 16 de marzo.

CEPAL (2009): “La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional”, enero.

Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2009): “Latin America in the Midst of the Global Financial Meltdown: A systemic Proposal”, mimeo.

Díaz Alejandro (1963): “A note on the impact of Devaluation and the Redistributive Effect”, *Journal of Political Economy*, Vol.71.

Eichengreen, B. y K. O’Rourke (2009): “A Tale of Two Depressions”.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>

FMI (2007): “Global Economic Regional Outlook, Western Hemisphere”, octubre.

FMI (2008): “Global Economic Regional Outlook, Western Hemisphere”, octubre.

FMI (2009, a): “Global Financial Stability Report”, actualización, enero.

FMI (2009, b): "Group of Twenty, Global Economic Policies and Prospects", documento del staff del FMI, 13 y 14 de marzo.

Frenkel, R. (2009): "La acción internacional es imprescindible", CEDES, mimeo, febrero.

Friedman y Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press (1ro. de noviembre de 1971).

Ghosh, A. R. et al. (2009): "Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries", documento del staff del FMI, N° 2009/08, 23 de abril.

Grupo de los Veinte (2009): Communiqué, 14 de marzo.

Heymann, D. (2008): "Macroeconomics of Broken Promises", en R. Farmer (ed.), *Macroeconomics in the Large and the Small*, Elgar.

Heymann, D. (2009): "On types of crises", publicado en el sitio VoxEU.org, febrero.

Hirshman (1949): "Devaluation and the Trade Balance: a Note", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 31.

HSBC (2008): "Ranking EM Vulnerability and Policy Flexibility", diciembre.

James, H. (2001): *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Harvard University Press.

Keynes, J. M. (1936): *Teoría General de la ocupación el interés y el dinero*, Capítulo 12, Fondo de Cultura económica, México.

Kindelberger, Ch. (1973): *The World in Depression, 1929-1939*; University of California Press.

Leijonhufvud (2003): "Macroeconomics and the Social Order", Presentación en las 8° Jornadas de Economía Monetaria e Internacional, Universidad Nacional de la Plata, Argentina, mayo.

Minsky, H. (1977): “A Theory of Systematic Fragility”, en E. I. Altman and A. W. Sametz, (eds.), *Financial Crisis*, New York: Wiley-Interscience, 1977.

Obama, B. (2009): “El momento de la acción global”, *Clarín*, 24 de marzo.

Olson, M. (1965): *The Logic of Collective Action*, Harvard University Press.

Romer, Crsitina: “The Lessons of 1937”, *Economic Focus*, *The Economist*.

Rozenwurcel, G. (2009): “Internacional Policy Coordination is key to Help Developing Countries to Fight the Crisis”, publicado en el sitio VoxEU.org, febrero.

Soros, G. (2009): “Peripheral Care should be the central concern”, *Financial Times*, 23 de marzo.

Stock, J. H. y M. Watson (2003): “Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations”, Jackson Hole Symposium.

Tahleb (2007): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, Inc., New York, 2007.

Taylor, J. (2009): “Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis”, *Hoover Institution Press publication series*, N° 570.

Temin, P. (1975): *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Norton, W. W. & Company, Inc., diciembre.

Temin, P. (1991): “Lessons from the Great Depression”. Lionel Robbins Lectures Series, MIT Press, October 1991.

El nuevo equilibrio global*

Por Christian Broda, Piero Ghezzi y Eduardo Levy-Yeyati

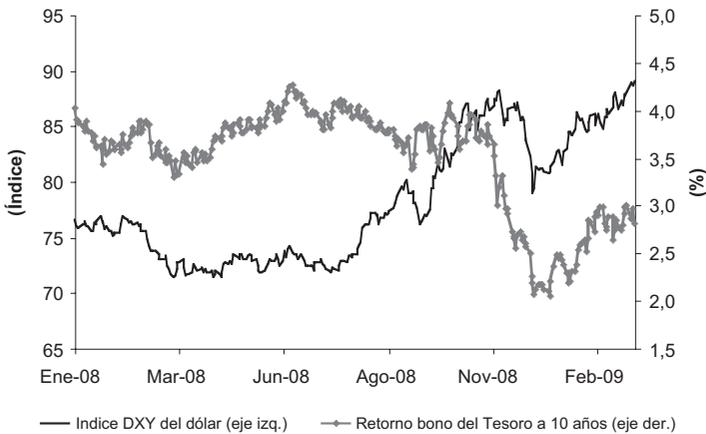
A pocos meses de comenzada la crisis, la fuga a activos seguros a nivel global benefició a los papeles del Tesoro estadounidense, y el desapalancamiento financiero favoreció al dólar. Una vez normalizadas las condiciones económicas y de mercado veremos una reversión de estas tendencias (es decir, un debilitamiento del dólar y un aumento de las tasas norteamericanas). Al retorno del apetito por el riesgo se le sumarán un escenario financiero con mayor regulación y menor apalancamiento que redundará en una escasez más persistente de capital internacional, un incremento del ahorro privado por el efecto riqueza de la crisis, políticas fiscales expansivas y una reducción de la renta externa de economías con superávit comercial que podrían derivar en un “drenaje de ahorros” por parte de los prestamistas globales. A pesar de la caída del déficit de la cuenta corriente norteamericana, EE.UU. probablemente enfrentará condiciones más rígidas para financiarse en los próximos años. En este contexto, esperamos que la Reserva Federal opte por mantener las tasas de interés deprimidas, por lo menos hasta que haya señales claras de recuperación del crecimiento real de la economía norteamericana, a costa de una mayor depreciación del dólar.

Introducción

En los últimos años, los fatalistas de la economía pronosticaron un escenario apocalíptico en el que los inversores le darían la espalda a los activos norteamericanos, generando una espiral descendente de debilitamiento del dólar y empinamiento de la curva de rendimientos de Estados Unidos. Si bien el escenario apocalíptico se materializó, lo hizo de una manera distinta a la presagiada. A pocos meses de comenzada la crisis, quedó claro que una fuga a activos seguros a nivel global benefició a los papeles del Tesoro estadounidense, y que el desapalancamiento financiero favoreció al dólar (ver Gráfico 1).

* Traducción abreviada de “The new global balance”, Barclays Capital, marzo 23, 2009. Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no reflejan necesariamente las de Barclays Capital, o las del BCRA o sus autoridades.

Gráfico 1 / Respuesta del dólar y las tasas de bonos del Tesoro a la crisis actual



Fuente: Bloomberg.

Este comportamiento sugiere la siguiente pregunta: ¿veremos una reversión de estas tendencias (es decir, un debilitamiento del dólar y un aumento de las tasas norteamericanas) una vez que se normalicen las condiciones económicas y de mercado? En este artículo, argumentamos que sí, debido tres factores:

- El retorno del apetito por el riesgo –ya en marcha– dejará de beneficiar a los activos norteamericanos de bajo riesgo.
- Tras el colapso de los flujos financieros globales –una suerte de “desglobalización financiera”– el financiamiento de la cuenta corriente de países deficitarios como Estados Unidos demandará un porcentaje mayor de la cartera de activos externos de los inversores globales, los que a su vez requerirán tasas más elevadas o un dólar más depreciado. De hecho, es probable que un nuevo escenario financiero con mayor regulación y menor apalancamiento redunde en una escasez más persistente de capital internacional.
- El incremento del ahorro privado por efecto de la crisis, las políticas fiscales expansivas, y la reducción de la renta externa de productores de *commodities* podrían derivar en un “drenaje de ahorros” por parte de los prestamistas globales, en contraposición al “exceso de ahorros” que caracterizó a los años previos a la crisis.

A continuación presentamos estos argumentos en tres pasos. Primero, describimos los aspectos principales que a nuestro juicio motivan la reacción de los activos del Tesoro norteamericano a la crisis financiera. Segundo, describimos un marco de análisis para explicar el desempeño de las monedas en los últimos años y la respuesta a la crisis financiera actual. Finalmente, utilizamos este marco para argumentar que, a pesar de la caída del déficit de la cuenta corriente norteamericana, EE.UU. probablemente enfrentará condiciones más rígidas para financiarlo en los próximos años.

I. Las novedades: desglobalización financiera y drenaje de ahorros

La respuesta de los inversores, consumidores y gobiernos a la crisis financiera se reflejó en principio en cuatro aspectos básicos, a su vez esenciales para entender lo que vendrá:

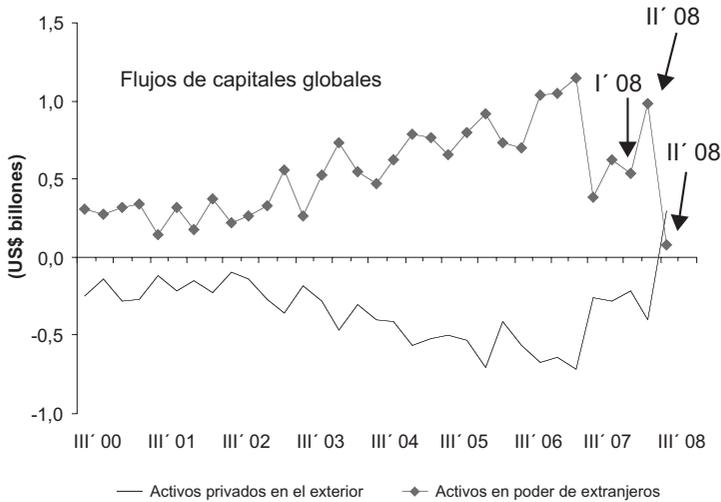
1. Colapsaron los flujos brutos de capitales financieros internacionales;
2. Cayeron los ahorros externos netos de los prestamistas globales (Japón, China, países petroleros);
3. Aumentó el ahorro privado en Estados Unidos;
4. Crecieron los déficits fiscales globales contracíclicamente y a un ritmo acelerado.

1.1. Caída de los flujos brutos financieros

Mientras que la dimensión de “fuga a la calidad” de la crisis (que ha favorecido a los papeles del Tesoro de Estados Unidos como paraíso seguro para los inversores globales) ha sido muy comentada, ésta oculta un aspecto potencialmente más importante: el colapso de los flujos de capitales financieros internacionales. El Gráfico 2 ilustra esta suerte de “desglobalización financiera”. Después de alcanzar su pico a mediados de 2007, los flujos financieros comenzaron a caer de manera drástica, especialmente desde mediados de 2008, en línea con el acelerado proceso de desapalancamiento (muchos de estos flujos fueron fondeados con deuda), así como con un aumento del llamado *home bias*, o preferencia por activos financieros domésticos.

Este patrón es especialmente evidente entre los inversores privados. El Gráfico 3 revela cómo se ha revertido la entrada de fondos privados a Estados Unidos (barras de color claro): los inversores extranjeros redujeron sus tenencias de

Gráfico 2 / La desglobalización financiera



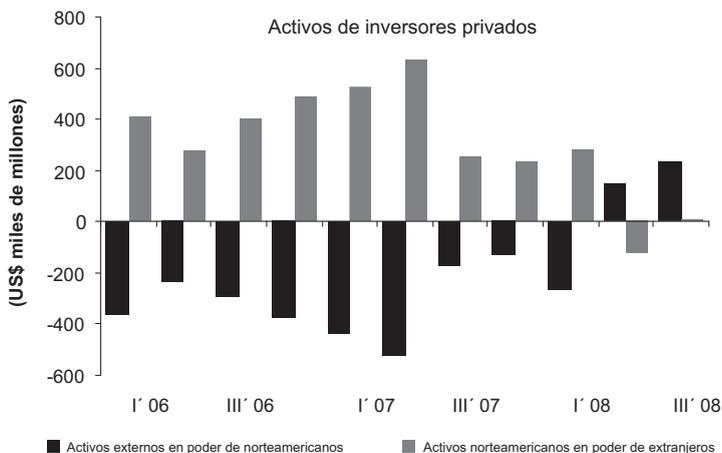
Nota: el gráfico muestra la suma de los activos norteamericanos en el exterior, y la suma de los activos de propiedad extranjera de los 30 países más grandes en Estados Unidos.

Fuente: FMI, Barclays Capital.

activos norteamericanos en el segundo y tercer trimestre de 2008 en US\$ 115.000 millones (mientras que en un trimestre típico del período 2003-2007, las entradas de capital privado rondaban los US\$ 300.000 millones). Se observa un patrón similar en el comportamiento de los inversores norteamericanos (barras oscuras) quienes, en el mismo período, repatriaron de manera agresiva su capital en el exterior: en un trimestre típico los norteamericanos solían comprar alrededor de US\$ 250.000 millones en activos externos, mientras que en el tercer trimestre de 2008 vendieron US\$ 240.000 millones de estos activos.

Junto con la caída de los flujos totales internacionales, también es notoria la preferencia de los inversores extranjeros por los papeles del Tesoro de Estados Unidos para la composición de sus portafolios. A pesar de que las entradas totales de fondos disminuyeron de manera drástica en los últimos trimestres, la demanda de *Treasuries* por parte de los inversores extranjeros (particularmente los oficiales: bancos centrales, fondos de riqueza soberana) aumentó considerablemente en detrimento de los títulos de las agencias como Freddie Mac o Fannie Mae, y de los castigados bonos corporativos.

Gráfico 3 / Los inversores extranjeros abandonan Estados Unidos; los norteamericanos vuelven a casa.



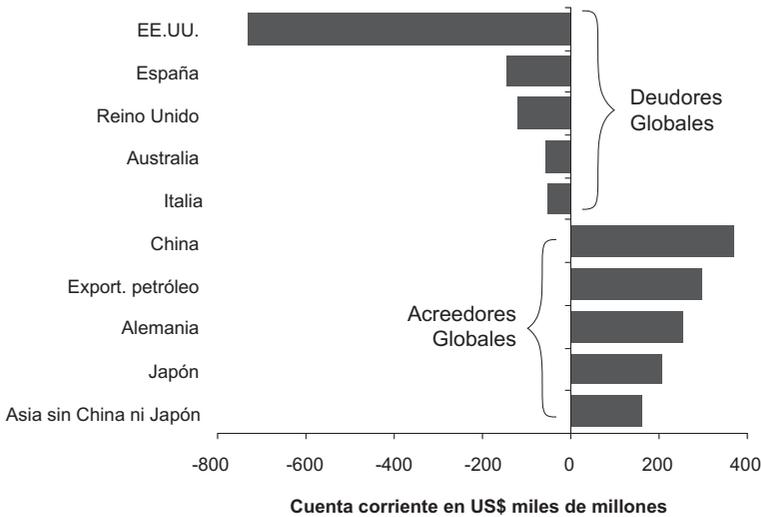
Fuente: Dirección de Análisis Económico de los Estados Unidos.

1.2. El drenaje de ahorros externos netos por parte de los prestamistas globales

El estallido de la burbuja del petróleo y el viraje del modelo chino hacia fuentes de crecimiento interno, junto con el colapso generalizado del comercio internacional, que reduce el ahorro externo de países exportadores como Japón, están reduciendo el superávit de cuenta corriente de los prestamistas globales. Se estima que esta menor disponibilidad de fondos empeorará las condiciones bajo las cuales se financian los países con una cuenta corriente deficitaria (deudores globales) (ver Gráfico 4).

El lado chino del desequilibrio global fue motivo de intenso debate en los últimos años, alimentado por las preocupaciones por una trayectoria de crecimiento cada vez más dependiente de las exportaciones y la inversión que derivó en la caída del ratio consumo privado/PIB del 60% al 40% durante los últimos 25 años. Creemos que la crisis está impulsando un conjunto de políticas más proactivas que colocan la carga de corto plazo de la recuperación en la inversión pública por razones de conveniencia, pero orientan la estrategia de largo plazo en el impulso del consumo interno, combinación de políticas que se hará cada vez más evidente en las cuentas externas. Estimamos, además, que el superávit de cuenta corriente de China será del 7,3% del PIB en el 2010, muy por debajo del 11,3% del 2007.

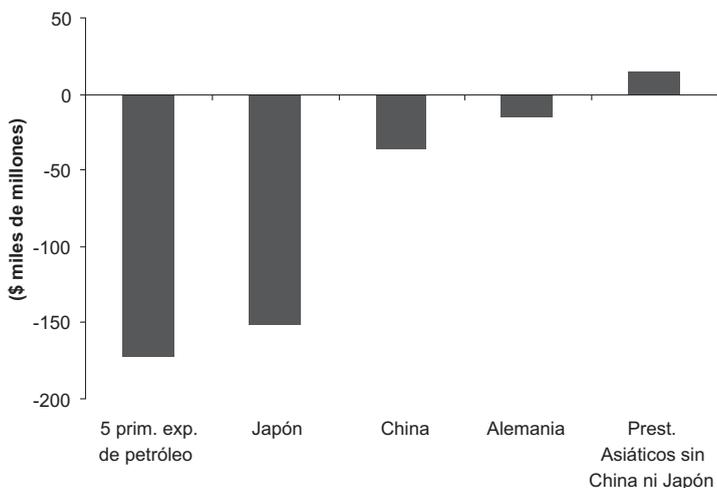
Gráfico 4 / Prestamistas y deudores globales en 2007



Nota: la última barra engloba a Singapur, Taiwán, Malasia, Hong Kong, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Laos, Nepal, y Myanmar.
Fuente: FMI, Haver, Barclays Capital

Tal como ilustra el Gráfico 5, la obsesión con China no debería enmascarar la naturaleza general de la caída de países con superávit de cuenta corriente. De hecho, la caída prevista del superávit externo de China no es siquiera la más grande entre los prestamistas globales en el 2009. El colapso de los precios del petróleo se traduce de inmediato en menores ahorros para los países exportadores de este recurso. Del mismo modo, Japón sufre un déficit comercial desde agosto de 2008. Parte del problema podría relacionarse de manera directa con la crisis (la caída anual del 35% de las exportaciones japonesas refleja el ciclo desfavorable a nivel mundial y la apreciación del yen japonés), pero existe una caída estructural subyacente de la tasa de ahorro japonesa que sugiere más déficit en el futuro.

Gráfico 5 / Caída prevista en el superávit de cuenta corriente de los prestamistas globales (2008 vs. 2009)



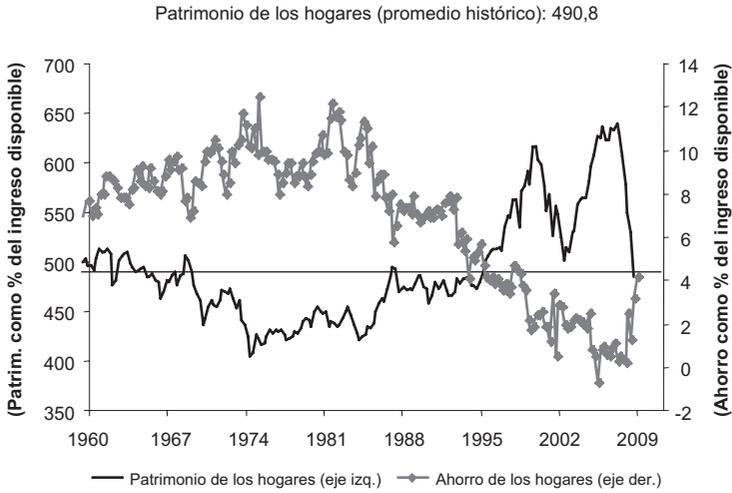
Nota: la última barra engloba a Singapur, Taiwán, Malasia, Hong Kong, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Laos, Nepal, y Myanmar.
Fuente: FMI, Haver, Barclays Capital.

1.3. Aumento del ahorro privado en Estados Unidos

La caída de los precios del petróleo y el colapso del patrimonio de los hogares son fuerzas poderosas que probablemente impulsarán el ahorro privado en Estados Unidos durante algún tiempo. La crisis financiera aceleró significativamente la caída de la riqueza neta de los hogares norteamericanos que comenzó a mediados de 2006. El consumo responde de manera positiva a la riqueza y, si ésta cae, las restricciones crediticias se endurecen. Por consiguiente, la menor riqueza genera tanto un aumento de la tasa de ahorro como una mejora de la cuenta corriente (= ahorro – inversión). El Gráfico 6 ilustra la relación entre el patrimonio y la tasa de ahorro desde la década de 1960, lo que sugiere que estos factores cumplen algún rol cuando se intenta entender las tendencias de EE.UU. respecto del ahorro.

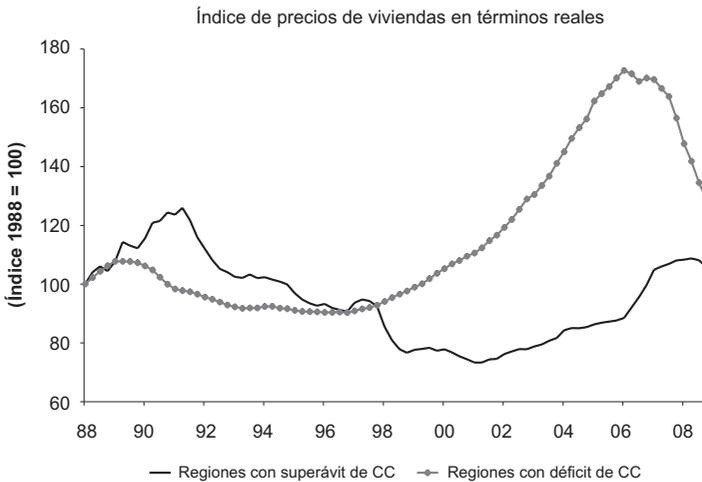
El Gráfico 7 revela la relación entre el aumento del patrimonio y los desequilibrios externos, y muestra que los aumentos del precio real de la vivienda difieren sistemáticamente entre los países con déficit de cuenta corriente y los países con superávit. Aunque es difícil identificar causalidad a partir del gráfico (bien podría ser que un factor omitido –como las bajas tasas de interés a nivel mundial–

Gráfico 6 / Tasa de ahorro y patrimonio de los hogares



Fuente: Haver, Barclays Capital.

Gráfico 7 / Precios de la vivienda en países con déficit y superávit de cuenta corriente (CC)



Nota: los índices de precios regionales de la vivienda se ponderan según el PIB. El índice de países con superávit incluye a Alemania, China, Corea, Hong Kong, Indonesia, Taiwán, Rusia y Noruega. El índice de países con déficit incluye a Estados Unidos, Reino Unido, Australia, España.

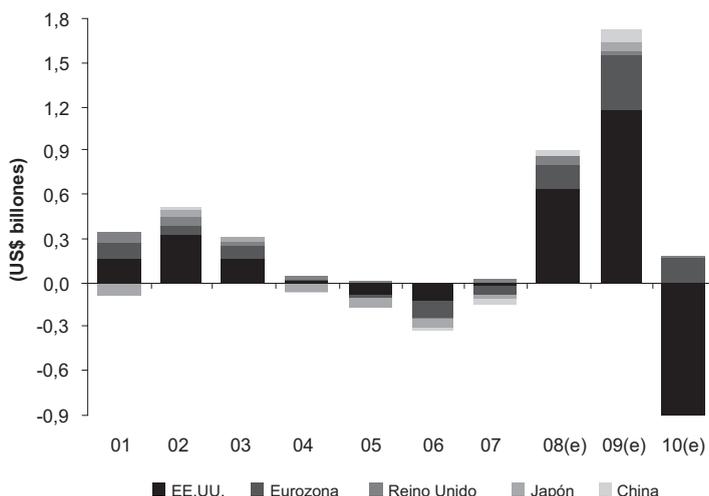
Fuente: Haver, Barclays Capital.

explique el patrón empírico), creemos que es probable que la explosión de la burbuja inmobiliaria revierta en parte la tendencia a la baja de los ahorros de EE.UU. y el desequilibrio global. En particular, si los gobiernos se mantuvieran al margen, la caída de la riqueza en los países con déficit, junto con la declinación del superávit de los países exportadores de petróleo, podría generar un nuevo equilibrio mundial en el cual los superávits y déficits de cuenta corriente se reducirían sin grandes correcciones de precios. Sin embargo, un nuevo equilibrio de estas características es muy improbable porque requeriría una recesión más profunda de la que el gobierno norteamericano está dispuesto a tolerar sin una reducción compensatoria del ahorro público.

1.4. Política fiscal expansiva a nivel global

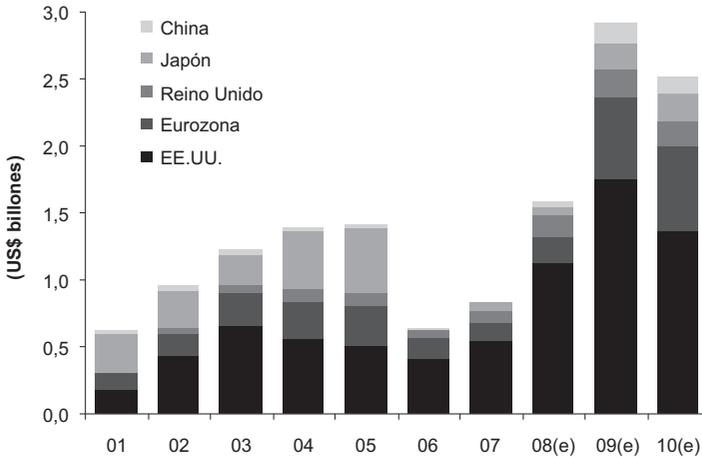
Es probable que, durante este año, el nivel de estímulo fiscal discrecional de las principales economías del mundo alcance el 2% del PIB (Gráfico 8). Es, sin duda, un estímulo récord y subraya la determinación de los gobiernos, en particular China y EE.UU., de utilizar la política fiscal de manera activa para dar respaldo a la economía. La escala y sincronización de la emisión proyectada de deuda pública es notoria. Nuestros cálculos sugieren que, durante este año, el aumento total de la deuda pública de un grupo de cinco economías grandes se ubicará

Gráfico 8 / Cambio anual del déficit público del “G5”



Nota: en base estimaciones de gasto para 2008, y pronósticos cambiarios de Barclays Capital para 2009 y 2010.
Fuente: Haver, Barclays Capital.

Gráfico 9 / Variación anual de la deuda pública del “G5”



Nota: muestra los datos agregados para: Estados Unidos, Zona del Euro, Reino Unido, Japón y China. Basado en estimaciones históricas de la OCDE, y datos actualizados para el período 2008-2010 sobre la base de nuestra propia evaluación de lo que ocurrió con la emisión durante el cuarto trimestre de 2008 y de estimaciones propias de lo que puede suceder durante los próximos dos años.

Fuente: OCDE, Barclays Capital.

en US\$ 3,2 billones, alrededor del 8% del PIB (el G5 incluye a Estados Unidos, la Zona del Euro, el Reino Unido, Japón y China), mientras que se estima que en el 2010 la deuda crecerá otros US\$ 2,5 billones (Gráfico 9). Más de la mitad de esta emisión corresponderá a Estados Unidos.

Esto implica cocientes deuda-producto en las principales economías en niveles récord de los últimos 50 años. Según nuestros cálculos, este cociente para las economías del G5 pasaría de 82% el año pasado a 91% este año y 96% en el 2010. La velocidad de la aceleración también es notable: los aumentos más abruptos del ratio deuda/PIB en 40 años se producirían en el 2009. Creemos que esta enorme emisión de deuda pública incidirá en las presiones de financiamiento de los grandes países deudores durante todo el 2009, y limitará los gastos discrecionales en el 2010.

II. Un simple marco de análisis

Es práctica común pensar en la determinación de las tasas de interés y tipos de cambio reales con foco en los flujos comerciales y financieros. Siguiendo esta

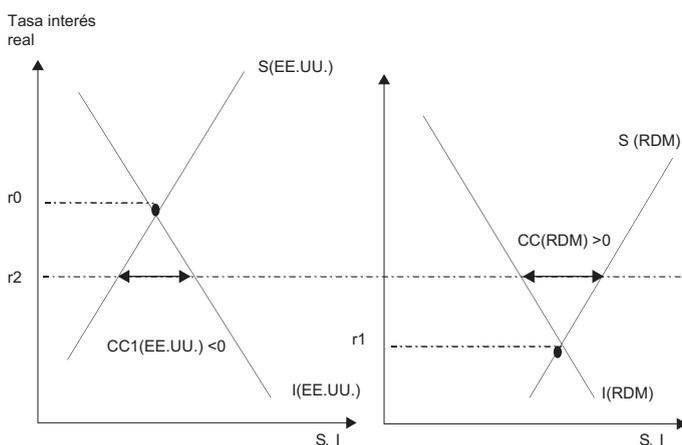
línea de pensamiento, revisitamos brevemente el funcionamiento de los modelos internacionales clásicos detrás de nuestros principales argumentos.

II.1. Modelo real de tasas de interés

Si bien, a los fines de la exposición, las tasas de interés y los tipos de cambio se determinan de forma simultánea, es útil enfocarnos primero en las tasas. El Gráfico 10 muestra el perfil de ahorro e inversión de Estados Unidos y China como función de las tasas de interés reales. Naturalmente, las tasas de interés más altas significan mayor ahorro y menor inversión (la tasa de interés es el costo de oportunidad de la inversión). La descripción de la figura es útil para entender los desarrollos globales de los últimos años. En especial, puede explicar el impacto de la inserción china en el comercio internacional:

- Antes del ingreso de China a la OMC: las economías de EE.UU. y China (incluida como uno de los países RDM [resto del mundo]) eran esencialmente cerradas, o con cuenta corriente (CC) igual a cero. En ese contexto, era posible sostener dos tasas de interés diferentes a nivel mundial dado que no había oportunidad de arbitrar entre estos mercados cerrados. En Estados Unidos, la tasa de interés predominante era r_0 . Debido a la existencia de ahorros altos en los países RDM, la tasa de interés RDM era más baja, r_1 .

Gráfico 10 / Un marco simple para comprender los desequilibrios globales



Fuente: Barclays Capital.

- La apertura de China a los mercados mundiales cambió el panorama de manera sustancial. Simplificando, supongamos que se ha completado la integración y que no existen barreras a los flujos de inversión entre Estados Unidos y China (si en la realidad aún no hemos llegado a este punto, lo cierto es que las barreras han ido cayendo de manera drástica en los últimos años). Esta integración significa que la tasa de interés de equilibrio es la que iguala el ahorro y la inversión a nivel global (ya no país por país). Como consecuencia de esto, las tasas de interés de EE.UU. caen de r_0 a r_2 , caída que no es independiente del aumento de los desequilibrios globales. Tanto la baja de tasas como el flujo de inversión financiera china en Estados Unidos (principalmente mediante la acumulación de activos del Tesoro norteamericano por parte del gobierno chino), son características clave del período 2001-2007.

II.2. Modelo de cartera: tasas de interés y tipos de cambio

En general, los modelos reales se refieren a los flujos comerciales como determinantes clave de las tasas de interés y tipos de cambio, pero no mencionan el papel crítico que desempeñan los flujos financieros, los cambios en las preferencias por diferentes tipos de activos, y el *stock* de deuda. Por esta razón, necesitamos complementar el análisis anterior con algunas ideas de la teoría de cartera de los tipos de cambio, que se ha tornado cada vez más útil con la globalización financiera y las frecuentes desviaciones de la paridad descubierta de la tasa de interés (UIP), cuyo mejor ejemplo es el *carry-trade*.

De manera intuitiva, en el modelo más simple de dos países e inflación cero con activos soberanos libres de riesgo crediticio, la demanda de activos externos por parte de los inversores norteamericanos depende de manera positiva del diferencial de su tasa de interés (el retorno esperado en dólares en exceso del retorno esperado del activo interno) y de manera negativa del nivel de aversión al riesgo y el riesgo cambiario.¹ A medida que aumenta la aversión al riesgo o el riesgo cambiario, los inversores aumentan el porcentaje de su cartera invertido en el país —en línea con el alto sesgo doméstico (*home bias*) que caracterizó al período posterior a la caída de Lehman.

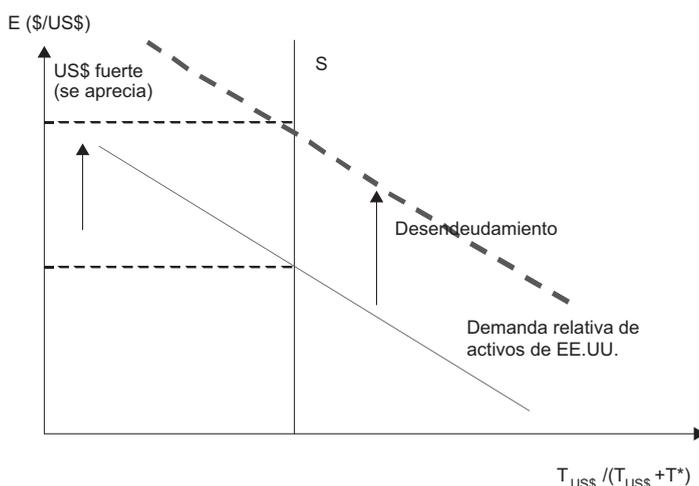
¹ El modelo puede expandirse de manera sencilla para incluir otras fuentes de riesgo.

III. Principales intuiciones y predicciones

Partiendo de este marco en el que una tasa de interés única equilibra los ahorros y la inversión a nivel mundial, y que las preferencias de los activos juegan un papel esencial, podemos comprender los efectos de los factores globales enumerados en la sección anterior. En particular, ¿qué deberíamos esperar para el dólar y las tasas norteamericanas a partir de: 1) una recuperación gradual del apetito por el riesgo; 2) la persistencia de la desglobalización financiera, y 3) una política fiscal altamente expansiva en un contexto de drenaje de ahorros?

1) La caída del apetito por el riesgo favoreció a los activos soberanos de EE.UU. Los datos sugieren que mientras los inversores norteamericanos volvieron a casa, los inversores extranjeros se mostraron menos entusiastas, dado que los bonos gubernamentales en moneda local de España, Corea o Brasil son menos atractivos hoy que hace unos meses en comparación con los papeles del Tesoro norteamericano. Además, el desapalancamiento financiero ha sido positivo para las llamadas “divisas de fondeo” (de baja tasa de interés) como el dólar o el yen, en la medida en que inversores apalancados venden los activos de riesgo (externos y locales) para cerrar sus posiciones, y compran el dólar o el yen para cancelar su deuda (ver Gráfico 11).

Gráfico 11 / Desapalancamiento



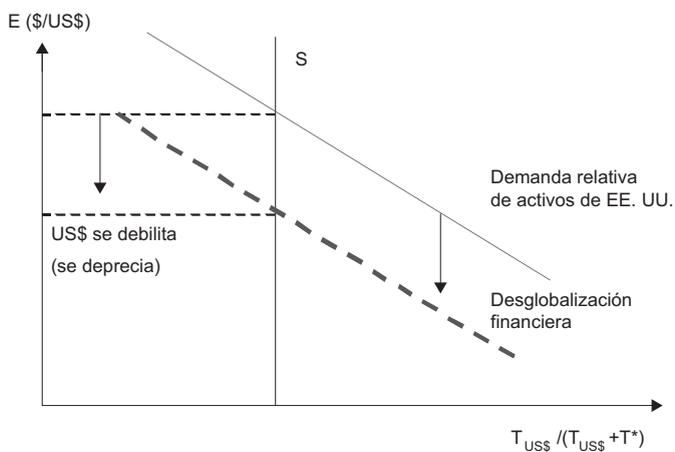
Fuente: Barclays Capital.

Por las mismas razones, una recuperación gradual del apetito por el riesgo podría perjudicar a los mismos activos norteamericanos que antes se beneficiaron con el *flight to quality*, con implicancias negativas para el dólar y las tasas del Tesoro de EE.UU. Asimismo, con el retorno del apetito por el riesgo, la preferencia renovada por activos de riesgo morigerará el *flight to Treasuries* (y la demanda de dólares asociada). Además, aunque las cicatrices de la crisis y la nueva regulación financiera puedan limitar el grado de apalancamiento en los próximos años en comparación con los niveles alcanzados en el 2007, el proceso de desapalancamiento podría estar hoy por completarse e incluso revertirse de algún modo si las tasas cero de la Reserva Federal convierten al dólar en la divisa de preferencia para financiar la toma de riesgos en el exterior. Todo esto indica que la normalización de los mercados llevará las cosas más o menos a mitad de camino de donde estaban antes de que comenzara la última etapa de la crisis.

2) La desglobalización financiera probablemente complicará el efecto anterior (ver Gráfico 12). Una característica notable del período de globalización financiera que comenzó en el 2002 es que, a pesar del fuerte endeudamiento de los últimos años, EE.UU. ha financiado sus grandes déficits de cuenta corriente sin exigir un aumento inusual de las tenencias de activos norteamericanos por parte de los inversores externos. Un ejercicio simple nos permite clarificar este punto. Consideremos un mundo de dos países, uno con superávit (país A) y el otro con déficit (país B). Para focalizarnos en el efecto de los flujos brutos –en oposición a los netos–, supongamos que los saldos de cuenta corriente permanecen intactos antes y después de la crisis, pero el nivel de ingreso invertible del país A se reduce a la mitad del nivel previo a la crisis y pasa de 1.000 (el 20% del cual se destina a financiar la cuenta corriente del país B) a 500. Esto significa que, para financiar el mismo déficit de cuenta corriente durante el período poscrisis, el país B necesita inducir a los inversores del país A a que dupliquen el porcentaje de los flujos de cartera que asignan a activos externos, lo que sólo puede hacerse elevando los retornos esperados de su deuda, ya sea ofreciendo tasas más altas o incrementando las expectativas de apreciación de la moneda (mediante una devaluación).

El ejemplo ilustra el efecto de la fuerte declinación actual de los flujos de capital. Desde hace tiempo se viene señalando que el déficit de cuenta corriente de EE.UU. absorbió una gran cantidad de los ahorros externos *netos* del resto del mundo. En los últimos cinco años, el endeudamiento acumulado de Estados

Gráfico 12 / Impacto de la desglobalización financiera



Fuente: Barclays Capital.

Unidos fue de US\$ 3,4 billones, lo que representaba casi el 60% de los excedentes externos *netos*. No obstante, gracias a la mayor globalización financiera, el endeudamiento norteamericano fue de sólo el 23% de los activos que los inversores extranjeros invertían en el exterior, por debajo de su porcentaje estimado en el portafolio global de activos (Tabla 1). Incluso los títulos de deuda, bendecidos por el *flight to quality*, capturaron el 41% de los flujos internacionales invertidos en instrumentos de deuda durante el 2007, casi en línea con su participación del 37% a comienzos del año. En otras palabras, los flujos internacionales hacia Estados Unidos prácticamente se correspondieron con las participaciones de los inversores internacionales en sus portafolios externos.

Difícilmente será así en los próximos años. Creemos que este patrón de mercados de capitales internacionales más secos probablemente continuará durante un tiempo; en ese caso, las necesidades de financiamiento norteamericano requerirán ampliar el porcentaje capturado por los activos de EE.UU. a costa de tasas más altas y/o un dólar más débil.

3) La política fiscal y drenaje de ahorros, factores relacionados con la oferta de instrumentos de deuda, sugieren una corrección prolongada y no una mera reversión de los cambios recientes. El drenaje de ahorros tiene un impacto intuitivo en las tasas de interés mundiales. En general, cuanto menores son los ahorros,

Tabla 1 / Endeudamiento de EE.UU. y participación en la cartera global

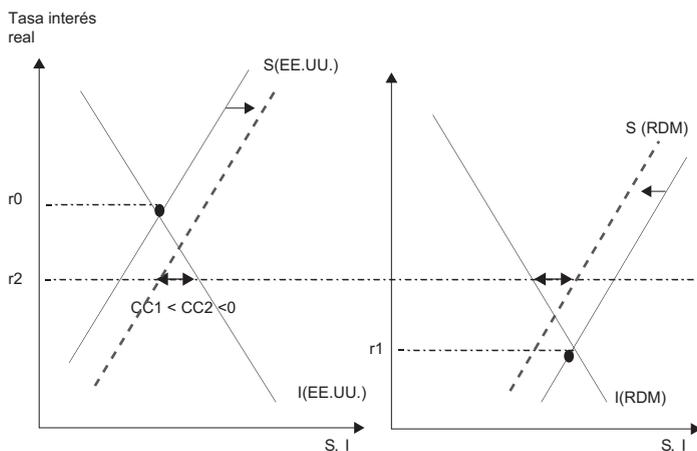
	2007	Promedio anual 2002-06	Promedio anual 1997-2001
Todas las inversiones (US\$ billones)	2,06	1,30	0,74
Participación de EE.UU. en los flujos globales	19%	24%	24%
Participación de EE.UU. en el stock global	23%	38%	32%
Capital del portafolio (US\$ billones)	0,20	0,08	0,11
Participación de EE.UU. en los flujos globales	23%	15%	21%
Participación de EE.UU. en el stock global	44%	45%	39%
Bonos y notas (US\$ billones)	0,95	0,68	0,23
Participación de EE.UU. en los flujos globales	41%	36%	26%
Participación de EE.UU. en el stock global	37%	45%	39%

Nota: IED y acciones bancarias representadas por la participación de EE.UU. en el PIB mundial en dólares.
Fuente: BEA, FMI, Bloomberg, Barclays Capital.

más altas son las tasas, dado que escasean las fuentes de financiamiento de la inversión, impulsando hacia arriba al retorno sobre estos fondos. Examinada de manera aislada, la caída actual de los excedentes externos de Japón y los países exportadores de petróleo reduce los ahorros mundiales. A su vez, esta caída del ahorro externo implicaría tasas de interés más altas, que derivarían en un mayor deseo de ahorrar que reduciría el déficit de cuenta corriente de EE.UU. En síntesis, las tasas más altas inducen a los norteamericanos a reducir su endeudamiento externo.

Por consiguiente, si se producen *shocks* como los descritos en el Gráfico 13, los desequilibrios financieros podrían llegar a su fin mediante la compensación de los menores ahorros externos de China y Japón con los mayores ahorros domésticos de unos Estados Unidos más frugales. De ser así, las tasas de interés no tendrían por qué cambiar durante la transición hacia el nuevo equilibrio mundial.

Gráfico 13 / ¿Hubo una caída de los desequilibrios sin ninguna reacción de los precios?



Fuente: Barclays Capital.

Sin embargo, esto sería consistente con una caída del producto políticamente intolerable para el gobierno norteamericano. Un paquete fiscal que neutralice “exitosamente” el incremento del ahorro privado nos devuelve a una situación en la que el cambio en la composición del consumo y la inversión del mundo tiene implicancias claras para el valor del dólar, determinadas por decisiones de política que subrayamos en la próxima sección.

IV. La elección de Bernanke: un dólar más débil

¿Tasas más empinadas o un dólar más débil? A medida que retorna gradualmente el riesgo, la Reserva Federal ya enfrenta el dilema de dejar que las tasas sigan su tendencia ascendente, lo que sería perjudicial para el crecimiento, o mantenerlas bajas comprando papeles del Tesoro y, por esa vía, monetizar el déficit y arriesgarse a un exceso de oferta de dólares y, quizás, inflación. Es probable que esta pelea continúe durante un tiempo. Una vez que los paquetes fiscales y monetarios comiencen a impactar en la economía, o sencillamente porque el ciclo negativo llega a su fin, la Reserva Federal tendrá que elegir entre frenar cualquier recuperación incipiente dejando que aumenten las tasas o contribuir al debilitamiento del dólar.

No es una sorpresa que la Reserva Federal haya elegido a las tasas y no al dólar, una elección que a nuestro entender se prolongará en el tiempo. Estimamos que cambiará el sesgo sólo cuando haya señales claras de crecimiento positivo en la economía real, algo que no vislumbramos hasta bien entrado el año. Aunque Bernanke es consciente del error de su predecesor (tasas demasiado bajas durante demasiado tiempo), es de esperar que siga priorizando un crecimiento sostenido, manteniendo la elección inicial. En este sentido, es muy importante el costado político del problema. Con un desempleo que se estima que llegará al 10%, el Congreso norteamericano será comprensivo con una Reserva Federal que ayuda a los hogares. Además, y aunque los bancos no generen simpatías en el Congreso, tasas más altas podrían impedir que mejore un sector financiero minado de activos tóxicos y un sector bancario sometido a una convalecencia larga y dolorosa durante varios años.

Si bien este dilema puede ser penoso para los Estados Unidos, no debe confundirse con la reciente expansión del balance de la Reserva Federal, que simplemente compensó la falta de liquidez provocada por la desintermediación y que, por lo tanto, debería ser relativamente fácil de revertir. En la jerga económica, el aumento de la base compensó el colapso del multiplicador monetario. Por lo tanto, esta expansión podría llegar a su fin –como en el caso de Japón– rápidamente, a medida que retornen la intermediación financiera y el crecimiento.

En cambio, el estímulo fiscal (junto con un déficit fiscal ya considerable) requiere nuevo financiamiento, capaz de llevar el cociente de deuda pública norteamericana del 41% del PIB a fines del 2008 al 59% a fines del 2009. Estas necesidades fiscales podrían eliminarse por medio de una serie de superávits fiscales o diluirse (y parcialmente exportarse) a través de la monetización, la inflación y la depreciación. Esta última opción provocaría quizá un efecto de segunda ronda de la inflación a tasas de mediano y largo plazo más altas, que podrían prolongar un período de crecimiento débil.

Por último, el dólar podría tener que soportar toda la carga del ajuste y depreciarse fácilmente un 15% en términos efectivos reales, es decir, recorrer todo el camino hasta su nivel previo a la caída de Lehman, dentro de los próximos 12 meses. Esta corrección podría empezar ahora, dado que muchos de los impulsores del dólar fuerte (desapalancamiento, aversión al riesgo) están disipándose gradualmente. No obstante, es difícil imaginar que el Euro vaya a absorber la mayor parte del ajuste como lo hizo antes: las maltratadas economías europeas no parecen

estar listas para soportar una devaluación competitiva del dólar. Desde una óptica más realista, parte del ajuste del tipo de cambio real debería provenir del fortalecimiento de las divisas de otros países centrales y emergentes (muchas de las cuales ya se han ajustado de manera considerable para adaptarse al nuevo escenario y deberían funcionar bien si no se producen más sorpresas negativas).

Así, el debate sobre los desequilibrios globales reaparecerá con otras ropas. El aumento de los ahorros de los hogares norteamericanos, junto con el crecimiento del consumo chino, podrían haber balanceado del desbalance, pero a costa de una recesión profunda que los hacedores de política de EE.UU. no están dispuestos a tolerar. La alternativa actual (que explota la demanda transitoriamente sólida de activos norteamericanos) puede transferir parte del costo a los titulares de activos en dólares de todo el mundo bajo la forma de un dólar más débil. ¿Podrá EE.UU. pagar el costo fiscal de la salida de la crisis mediante el balance de sus propias cuentas fiscales, o Bernanke optará por garantizar un financiamiento barato a expensas de socavar de manera irreversible al dólar como divisa de reserva? Mucho se ha dicho del fin del reinado del dólar, un tema que dependerá sobre todo de cuánto tiempo y hasta qué punto la Reserva Federal quiera implementar la estrategia actual. Nuestro análisis no llega tan lejos. Lo que sí podemos decir es que Estados Unidos parece decidido a una solución que depende de manera crítica del señoreaje de los tenedores extranjeros de activos norteamericanos. El debilitamiento del dólar será un indicador del nivel de distribución de costos que caracterizará a la poscrisis.

La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

Por Francesco Giavazzi*

Pensando la macroeconomía global en el mediano plazo, el consumo global tendería a caer ante el aumento de la tasa de ahorro en Estados Unidos como consecuencia de la crisis. Al mismo tiempo es difícil imaginar que la inversión aumentará si antes no se recupera el consumo. En este contexto, ¿cómo se compensará la caída del consumo cuando el aumento reciente de los déficits públicos deba revertirse para asegurar la sostenibilidad fiscal? La solución puede venir por un aumento del consumo en el resto del mundo, particularmente en los países en desarrollo, y por un cambio en la composición de la demanda asociado a la mejora del consumo en dichos países que estimule la inversión. Así, aquellos países que inviertan en reestructurar sus economías emergerán de la transición con un mayor stock de capital per cápita y, por lo tanto, con un mayor ingreso per cápita.

En esta crisis, en lo que se refiere a la macroeconomía, hasta el momento nos hemos concentrado en el corto plazo. Ante el shock sin precedentes que experimentó la demanda agregada global, la prioridad fue cómo compensar la caída de la demanda, y la herramienta obvia para lograr este objetivo fue el gasto público. No se realizaron, a lo sumo sólo marginalmente, rebajas de impuestos, dado que la reducción de impuestos hubiera sido probablemente ahorrada en vez de destinada al consumo. Tampoco se confió en la inversión dado que hasta que no se recupere el consumo es improbable que lo haga la inversión, sin importar cuán bajas sean las tasas de interés reales y qué tan rápido se recupere el crédito bancario.

Mientras todavía estamos en la primera fase –la demanda aún está lejos de haberse recuperado– empezamos a pensar en la estrategia de salida. Eventualmente la

* Universidad Bocconi, MIT y NBER. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades.

sostenibilidad fiscal impondrá una reversión del aumento actual de los déficits fiscales, entonces: ¿qué pasará con la demanda mundial?

Christopher D. Carroll, el economista de la Universidad Johns Hopkins que ha estado estudiando el comportamiento de los consumidores norteamericanos por más de una década, piensa que el ahorro de Estados Unidos se estabilizará alrededor del 4% del ingreso disponible de los hogares, el nivel que mostraba a mediados de los noventa antes de las burbujas. Dicho nivel es 4 puntos porcentuales mayor que la tasa de ahorro promedio de los años previos a la crisis (2005-2007), cuando había llegado a 0%. Dado que el ingreso disponible se ubica casi en 70% del PIB, un aumento de 4 puntos porcentuales en el ahorro significa una caída de la demanda agregada equivalente a 3 puntos porcentuales del PIB de Estados Unidos. ¿Cómo será compensada esta caída el día que deba comenzar la consolidación fiscal?

Muchos piensan que en el mediano plazo la respuesta es China. Pero es improbable que China, al menos por un tiempo, pueda compensar tal caída de la demanda. La economía china representa sólo un tercio de la de Estados Unidos. Así, para compensar un aumento del ahorro norteamericano de 4% del ingreso disponible de los hogares, el gasto chino debería incrementarse cerca de 10% de su PIB, una magnitud improbable en el futuro cercano, período en el que el incremento de los déficits fiscales en los países desarrollados deberá revertirse.

Una solución es buscar una expansión de la demanda en el resto del mundo: India, Brasil y, posiblemente también, en Argentina. Esto es ciertamente posible, y sumando un grupo suficientemente grande de países a esta estrategia podría compensarse la caída en el consumo de Estados Unidos.

Pero consideremos el problema desde una perspectiva diferente. Ubiquémonos en la frontera entre el mediano y el largo plazo y pensemos al equilibrio en el mercado mundial de bienes como $Ahorro = Inversión$. Si la tasa de ahorro mundial aumenta (lo hará si el aumento en la tasa de ahorro de Estados Unidos no es compensada por reducciones suficientemente grandes en las tasas de ahorro de otros países), la única manera por la cual podremos mantener el pleno empleo es a través de mayor inversión. Pensemos en el esquema del modelo de crecimiento de Solow: un aumento en la tasa de ahorro incrementa el *stock* de capital *per cápita* de estado estacionario: en la transición, el equilibrio en el mercado de bienes es mantenido a través de un aumento en la inversión. En el modelo de

Solow la inversión se incrementa —y el equilibrio del mercado de bienes se mantiene— por la necesidad de aumentar el *stock* de capital *per cápita* de estado estacionario. Pero el modelo no explica qué factor debería inducir a las firmas a invertir —o por lo menos, no explícitamente—. Necesitamos una historia que cuente por qué las firmas deberían querer incrementar la inversión en un escenario de caída de la demanda agregada.

¿Qué podría convencer a las empresas de aumentar la inversión hoy en día? Una aceleración del progreso tecnológico —como la ocurrida a mediados de los noventa— es siempre una posibilidad, pero no vemos otra revolución de Internet en camino. Una alternativa interesante son los efectos de un cambio en la composición de la demanda mundial inducido por una reestructuración industrial.

Asumamos que en el nuevo estado estacionario el consumo norteamericano es menor y el del resto del mundo es mayor. Si se espera que el menor consumo norteamericano sea permanente, y que sea compensado por un mayor consumo en el resto del mundo, el tipo de bienes demandados podría cambiar (al menos si creemos que la composición del consumo depende del nivel de ingreso *per cápita* de un país). Ya estamos viendo un poco de esto: productores de *commodities* primarios (en América Latina en particular) están en una buena situación relativa porque la demanda de *commodities* primarios permanece elevada: es la demanda automotores alemanes de alta gama la que virtualmente ha desaparecido.

Si esto es verdad, entonces el modelo de Solow funciona. Ante un aumento permanente de la tasa de ahorro global, inicialmente el equilibrio en el mercado de bienes se mantiene a través de un incremento de la inversión. En el nuevo estado estacionario tanto el consumo como la inversión son mayores que en el estado estacionario anterior, y tanto la distribución geográfica del consumo como su composición habrían cambiado: relativamente más consumo en China, relativamente menos en Estados Unidos, relativamente mayor demanda de, por ejemplo, electrodomésticos básicos, relativamente menor demanda de automotores de alta gama.

Esta observación tiene un interesante corolario. Volviendo a Solow: aquellos países que inviertan en reestructurar sus economías emergerán de la transición con un mayor *stock* de capital *per cápita* y, por lo tanto, con un mayor ingreso *per cápita*. Así, el país que haga la reestructuración —y que la haga bien— saldrá más rico de la crisis.

Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual*

Por José Antonio Ocampo Gaviria**

En el centro de la crisis financiera actual yace el comportamiento procíclico que es inherente al funcionamiento de los mercados financieros. En contra de los argumentos de los economistas ortodoxos, dichos mercados no se estabilizan por sí solos ni tienden a suavizar el comportamiento del gasto privado. Este problema se ve agravado por el hecho de que las regulaciones prudenciales actuales también son procíclicas. Para los países en desarrollo, la crisis se ha mezclado con las deficiencias estructurales en el funcionamiento del sistema monetario y financiero global, particularmente los fuertes shocks procíclicos que enfrentan estos países y la necesidad de acumular grandes cuantías de reservas internacionales para ganar aún espacios limitados para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas. Sin embargo, esta decisión racional de “autoasegurarse” contra las crisis pudo haber contribuido a la creación de los desequilibrios de pagos globales. Este ensayo argumenta que estas dos dimensiones de la crisis mundial –la ausencia de un marco de regulación prudencial anticíclica y el masivo “autoaseguramiento” de los países en desarrollo– sólo pueden ser resueltas con soluciones globales. El primero de estos problemas exige que todos los países adopten un marco anticíclico de regulación y supervisión prudencial. El segundo requiere que se diseñen mejores instrumentos globales para manejar las crisis financieras de los países en desarrollo, que permitan en particular abrir “espacio de política” para que dichos países adopten políticas macroeconómicas anticíclicas.

* Este documento es la versión revisada del trabajo presentado en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina sobre “Turbulencias Financieras: Impacto en economías desarrolladas y emergentes”, Buenos Aires, 1 y 2 de septiembre de 2008. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** Profesor y Miembro del Comité sobre Pensamiento Global de la Universidad de Columbia.

Introducción

La característica distintiva de la inestabilidad financiera actual es que se originó en el centro del sistema económico mundial. Ya a fines de 2008 quedaba claro que era la peor crisis financiera desde la Gran Depresión y la peor recesión global desde la Segunda Guerra Mundial. Para los países en desarrollo, la crisis se combinó con deficiencias estructurales en el funcionamiento del sistema financiero y monetario global, en especial los fuertes *shocks* procíclicos que enfrentan estos países y la necesidad de acumular grandes cuantías de reservas internacionales para dar un espacio, aunque sea limitado, para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas.

Las expectativas iniciales del FMI de que la economía mundial no sufriría una recesión significativa y, en particular, que los países en desarrollo podrían “desacoplarse” de la recesión de los países industrializados, ahora sólo parecen como un espejismo. Aunque el dinamismo endógeno de China sigue siendo la mejor apuesta, ni siquiera esta economía resultó inmune al impacto de la crisis. Los países en desarrollo aprendieron de las crisis previas que dejar que la abundancia de divisas genere una gran apreciación del tipo de cambio durante las épocas de auge es la receta para una crisis posterior. Muchos eligieron, por ello, acumular las entradas extraordinarias de capital y parte de los mayores ingresos de exportaciones durante el auge reciente como reservas internacionales y fondos de riqueza soberanos. Sin embargo, esta decisión racional de “autoasegurarse” frente a las crisis pudo haber contribuido a empeorar los desequilibrios de pagos globales y, aunque aportó espacio para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas en los países en desarrollo, éste ha sido más limitado de lo previsto.

Este documento analiza las implicaciones de política económica de estas dos características centrales de la crisis actual. La sección I centra su atención en la ausencia de un marco anticíclico para la regulación. La sección II analiza las implicaciones mundiales del “autoaseguramiento” masivo de los países en desarrollo. La última sección presenta algunas conclusiones.

I. La necesidad de contar con marcos regulatorios anticíclicos

En contra de lo que han señalado los análisis económicos ortodoxos en las últimas décadas –que los mercados financieros tienden a estabilizarse por sí mismos y

a suavizar el comportamiento del consumo y, en términos más amplios, el gasto—, muchos economistas han resaltado, desde fines de los años noventa, el fenómeno opuesto, al cual han denominado “exuberancia irracional” y, su contraparte, el “pesimismo injustificado”.¹ El “contagio” y el “comportamiento de manada” que subyacen a estos ciclos de auge y colapso financiero se han manifestado a lo largo de la historia en fases sucesivas de “apetito por el riesgo” (o, quizás más apropiadamente, subestimación de los riesgos) y “fuga hacia la calidad” (aversión al riesgo), para utilizar la terminología de los mercados financieros. Estos ciclos siguen la dinámica endógena inestable analizada por Minsky (1982), quien sostenía que los auges financieros generan una confianza creciente de los agentes de mercado que se refleja en una excesiva acumulación de riesgos —tanto mayor como más prolongado sea el auge—, que deriva finalmente en una crisis. Más recientemente, White (2005) sugirió una explicación similar y subrayó cómo la “búsqueda del rendimiento”, que caracteriza a los entornos de bajas tasas de interés, genera incentivos para la creación de crédito, operaciones de *carry trade* y apalancamiento creciente, todo lo cual genera con facilidad burbujas de precios de activos. La explosión de estas burbujas abre las puertas a la segunda fase del ciclo.

Muchos factores explican este comportamiento. Los principales agentes del mercado —bancos comerciales y de inversión, agencias calificadoras de riesgo, instituciones financieras internacionales— utilizan las mismas fuentes de información y suelen reafirmar las interpretaciones de los datos y acontecimientos que realizan las demás. Dado que a estos actores se les considera como “mejor informados”, los restantes agentes del mercado siguen generalmente sus pasos, consolidando de este modo la conducta de manada. Dicha conducta aumenta la volatilidad que se deriva del enfoque de corto plazo de muchas decisiones de mercado y prácticas operacionales. A su vez, los modelos de evaluación de riesgos tienden a usar variables determinadas por el mercado, como los precios de las acciones y los primas de riesgo crediticio, que suelen estar sesgadas hacia el optimismo durante los períodos de gestación de las burbujas y demasiado pesimistas después de su explosión. Más aún, el uso de modelos de riesgo similares sensibles a estas variables de mercado, junto con el referenciamiento competitivo (*benchmarking*) y la evaluación de los gerentes respecto de sus competidores, pueden agravar el comportamiento de manada y el sesgo de corto plazo de los agentes del mercado

¹ El término “exuberancia irracional” fue acuñado por Greenspan (1996). Vea también el libro clásico de Kindleberger (1978) y la obra más reciente de Schiller (2000).

(Persaud, 2000). Si bien la práctica y obligación regulatoria de valorar los activos y pasivos a precios de mercado es buena desde el punto de vista de la transparencia, también aumenta la sensibilidad de todos los agentes del mercado a las variaciones de corto plazo de dichos precios.

Además, tal como lo ha resaltado la literatura macro-prudencial desde hace varios años, la regulación prudencial tradicional tiene sesgos procíclicos (véase, por ejemplo, Borio, Furfine y Lowe, 2001; Ocampo, 2003), que no sólo no se corrigieron sino que fueron profundizados por Basilea II. Un problema especialmente crítico son las provisiones (o reservas) por deudas de dudoso recaudo, que suelen estar ligadas al índice de morosidad actual o a las expectativas de corto plazo sobre él. En los ciclos alcistas, la morosidad es baja; esto, sumado a la consiguiente necesidad de constituir provisiones limitadas, alienta la toma de riesgos. Pero esto significa que un aumento súbito de la morosidad agota rápidamente las provisiones existentes durante las crisis. Las instituciones financieras tienen que usar el capital para cubrir las pérdidas pero, dado los requerimientos regulatorios, su capacidad para prestar es limitada y puede desencadenar una escasez de crédito. Una solución sería la obtención de capital pero esto suele ser complicado y costoso si la rentabilidad de la actividad financiera es baja, como tiende a serlo durante las crisis. También podrían vender algunos de sus activos, pero la liquidación simultánea de activos de las instituciones financieras, en especial activos percibidos como riesgosos, tiende a reducir su liquidez y ocasiona grandes pérdidas a los agentes que los venden en situaciones de pánico.

Un aspecto importante del “contagio” es la tendencia de los mercados a agrupar los activos, empresas y países en determinadas categorías de riesgo. Más allá de la validez de esta práctica, esta agrupación se convierte en una “profecía autocumplida”: los acontecimientos que ocurren en una empresa o país pasan a ser vistos como “representativos” de una clase de activos y, por lo tanto, generan reacciones que afectan a los restantes integrantes del grupo. Por ejemplo, tal como demuestra la experiencia de los mercados emergentes, incluso los países con condiciones fundamentales (*fundamentals*) débiles pueden participar de los auge financieros y, del mismo modo, todos los países, más allá de sus condiciones básicas, sufren luego de interrupciones súbitas del financiamiento externo (Calvo y Talvi, 2008).

El comportamiento de manada ocurre incluso en épocas normales pero es devastador durante los períodos de gran incertidumbre, en los que la “información”

se torna poco confiable y las expectativas volátiles. De hecho, la “información” subyacente al pánico podría ser objetivamente imprecisa o incorrecta y, aún así, prevalecer. La corrección drástica de las expectativas ha desencadenado numerosas crisis en los países industriales –el colapso del mercado bursátil de la tecnología a principios de 2000, la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos a mediados de 2007 y la crisis financiera generalizada de septiembre de 2008– así como en los mercados emergentes –en particular la crisis de la deuda de América Latina de los años 1980s y las crisis asiática y rusa de 1997-1998–.

El desarrollo de los mercados de derivados financieros e instrumentos relacionados abrió la puerta a la formación específica de precios para distintos riesgos y a la expansión de las técnicas de cobertura. Sin embargo, este proceso no necesariamente elimina o reduce el riesgo; puede transformarlo y redistribuirlo entre diferentes tenedores y mejorar la eficiencia, si los riesgos se transfieren a los agentes del sistema financiero que mejor los administran. No obstante, al mismo tiempo, el proceso dificulta la evaluación de los riesgos subyacentes (Knight, 2004) y puede terminar transfiriendo el riesgo a los sectores del sistema financiero en los que la regulación y supervisión son más débiles o a agentes con un excesivo “apetito por el riesgo” y altos niveles de apalancamiento, que apuestan a obtener ganancias extraordinarias durante las fases favorables del ciclo económico. Por lo tanto, aunque el crecimiento acelerado de los mercados de derivados ayudó a reducir los riesgos a nivel microeconómico, pudo haber aumentado la inestabilidad macroeconómica. En las palabras de Dodd (2008), y en relación con los flujos de capital hacia los países en desarrollo, si las entradas de corto plazo son “dinero caliente”, bajo condiciones críticas los derivados pueden transformarse en “dinero de microondas” (*microwave money*) y acelerar y magnificar las respuestas del mercado a los cambios repentinos de expectativas.

Los derivados y la titulización sacaron a muchos activos financieros de los balances de las instituciones financieras. Además, facilitaron el crecimiento de los agentes no bancarios y equipararon las actividades de los bancos y de los inversores institucionales no bancarios. El hecho de que hubiera menos riesgo concentrado en los bancos indicaba que había más activos en los balances de las instituciones no sometidas a modelos de capital consolidado basados en el riesgo (Geithner, 2004). La regulación débil de las transacciones fuera de los balances y la fuerte oposición a regular los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*) contribuyeron a la gestación de inestabilidades potenciales. El tamaño creciente de las principales

instituciones financieras, producto de la consolidación y la diversidad de actividades de las que participaban, potenció el impacto del fracaso de intermediarios sistémicamente importantes.

Todas estas tendencias se reflejaron en los vínculos crecientes entre los distintos segmentos del sistema financiero mundial: entre las instituciones financieras y los mercados, entre los diferentes tipos de instituciones financieras, y entre los países. Los vínculos financieros se vieron fortalecidos, además, por la liberalización de los flujos de capital internacionales y la desregulación de los mercados financieros internos. A su vez, la creciente correlación derivó en una mayor correlación entre los cambios que se producían en el mercado, limitando el espacio para una diversificación efectiva del riesgo. Esto tuvo implicaciones significativas para las relaciones entre los acontecimientos macroeconómicos y financieros. Según la literatura macro-prudencial, los riesgos *macroeconómicos*, asociados a las variaciones en la actividad económica, las tasas de interés y los tipos de cambio, suelen prevalecer sobre las ventajas *microeconómicas* de la diversificación del riesgo. A su vez, el surgimiento de una esfera financiera mucho más grande, compleja e interrelacionada, significó que los problemas del sistema financiero tuvieran consecuencias para la economía real mucho mayores que en el pasado.

El déficit regulatorio agravó todos estos problemas. Los vínculos entre los diferentes segmentos del mercado y la similitud de prácticas entre los distintos agentes tornaron relativamente irrelevantes a las divisiones tradicionales entre distintos tipos de intermediarios, como quedó claro con la crisis de los bancos de inversión norteamericanos. Este déficit puede percibirse tanto en los agentes como en los activos. En el primer caso, hubo sin duda una regulación inadecuada de algunas prácticas de los agentes que, de otro modo, hubieran estado bien reguladas (transacciones fuera del balance en los bancos comerciales, por ejemplo), pero hubo también agentes que concentraron altos niveles de riesgo (como los bancos de inversión de EE.UU. y los *hedge funds*). En el segundo caso, un sinnúmero de activos evitó la regulación, desde los activos titularizados hasta los derivados. Por consiguiente, debemos pensar seriamente en cómo fortalecer la regulación y decidir si el foco debe estar puesto en los agentes o en las clases de activos y, de ser posible, en los dos.

Independientemente de que nos focalicemos en los agentes o los activos, un elemento vital en cualquier esfuerzo de reforma es el apalancamiento o, su con-

traporte, el respaldo de capital de las instituciones financieras en un sentido amplio, incluidas las provisiones. En este aspecto, *la característica más problemática de las finanzas es que son, por naturaleza, procíclicas*: los riesgos se acumulan durante los períodos de auge y sólo son evidentes cuando éstos llegan a su fin. En ese momento se descubre que los sistemas financieros están seriamente subcapitalizados en relación con los riesgos que han asumido. Éste es el fundamento de la recomendación más elemental para mejorar la regulación: *las regulaciones prudenciales deben tener un fuerte componente anticíclico*.

Este tema fue desestimado en el pasado, excepto por la literatura macro-prudencial antes mencionada. Por el contrario, tal como señalamos, uno de los principales problemas de la legislación actual, incluyendo a Basilea II, es que es procíclica, incluyendo los patrones procíclicos de las calificaciones crediticias, el uso amplio de la valoración a precios de mercado, que tiende a relacionar los auges de precios de activos con un aumento en los niveles de apalancamiento y posiciones especulativas abiertas, y los modelos de evaluación de riesgo que, debido a su diseño similar, suelen generar una mayor volatilidad en el mercado. Afortunadamente, el reciente Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales (BPI, 2008) colocó este tema como eje de los esfuerzos de reforma.

Esto requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación y supervisión prudencial con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas que compensen el comportamiento procíclico de los mercados financieros. Las recomendaciones básicas son aumentar el capital y/o las provisiones por deudas de dudoso recaudo durante los auges y evitar que la valoración a precios de mercado de los activos alimente el excesivo apalancamiento, limitando, por ejemplo, el valor de los activos que pueden utilizarse para respaldar créditos o emisiones de bonos. La introducción de una perspectiva anticíclica en la regulación prudencial sería muy útil para superar algunas de las principales críticas a Basilea II. También implica que debería instarse a las instituciones financieras a adoptar prácticas de gestión del riesgo capaces de seguir de manera más apropiada la evolución del riesgo durante todo el ciclo económico y que no sean demasiado sensibles a las variaciones de corto plazo de los precios de los activos.

A partir del sistema introducido por España en el año 2000, propuse hace un tiempo (Ocampo, 2003) adoptar los principios de la industria de los seguros para las provisiones por deudas de dudoso recaudo en el ámbito bancario.

Los bancos suelen constituir provisiones muy cerca de la fecha en la que se supone que los préstamos vencen y se espera que no sean pagados. En cambio, la industria de los seguros constituye las provisiones cuando se emite la póliza de seguros. La analogía para los bancos consistiría en constituir las provisiones cuando se *desembolsan los préstamos* y no cuando se *estima* que no serán repagados.

En este sistema, las provisiones se constituyen durante los períodos de auge y pueden acumularse en un fondo, al que podría recurrirse en épocas de crisis para cubrir los préstamos incobrables. Este tipo de acción contrarresta el ciclo financiero porque permite un aumento procíclico del capital propio junto a las provisiones de los bancos durante los auges, para tener más capacidad de maniobra para administrar las pérdidas durante las crisis. En términos estrictos, este sistema es neutro respecto del ciclo y no anticíclico porque, en esencia, respeta el comportamiento procíclico de los préstamos; aún así, representa un importante avance con respecto a las prácticas actuales.

Una alternativa, propuesta por Goodhart y Persaud (2008), es aumentar los requerimientos de capital y no las provisiones durante los períodos de auge. En parte, es una respuesta a las objeciones de los contadores a autorizar la constitución de provisiones con base en las pérdidas esperadas de determinadas clases de activos y no de préstamos individuales. Aunque esta alternativa es aceptable, termina confundiendo la función del capital, que se supone debe cubrir las pérdidas *imprevisibles*, con la función de las provisiones, que es cubrir las pérdidas *previsibles* (en este caso, durante todo el ciclo económico).

También sería recomendable contar con normas anticíclicas más directas en relación con los cambios en la exposición del crédito de las instituciones financieras. En particular, se podría pedir a dichas instituciones que hagan provisiones generales o específicas por sector, o que endurezcan las prácticas de préstamo cuando hay un crecimiento excesivo del crédito en comparación con un punto de referencia específico o una tendencia a prestar a sectores sujetos a fuertes oscilaciones cíclicas. En los países en desarrollo, se debería aplicar una práctica similar al crecimiento de los préstamos en moneda extranjera otorgados a los sectores que producen bienes no transables y que, por lo tanto, generan descalces de moneda en las carteras. De hecho, todos los descalces de plazo y moneda en los balances y en los flujos de ingresos y pagos esperados deberían estar sujetos a provisiones.

Más allá de los cambios en la regulación, es necesario fortalecer la gobernabilidad global en el área de la regulación financiera, tal como lo han sugerido Eatwell y Taylor (2000), entre otros. Esto podría derivar en la creación de un regulador financiero mundial o una red efectiva de reguladores financieros, que es quizá la mejor opción en un mundo con tradiciones regulatorias heterogéneas. Cualquier sistema debe brindar una representación adecuada a los países en desarrollo. En este territorio, una reforma mínima consistiría en dar a estos países una participación equitativa en el Foro sobre Estabilidad Financiera (que ahora se ha logrado para los miembros del Grupo de los 20), el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria e instituciones similares.

II. El origen del “autoaseguramiento” de los países en desarrollo

Una característica importante de la crisis actual es que fue precedida por casi una década de grandes déficits de cuenta corriente en Estados Unidos (véase el Gráfico 1). La capacidad de los EE.UU. para financiar un déficit persistente de esta magnitud se relaciona con la naturaleza del sistema global de reservas, en especial el papel del dólar como principal moneda de reserva e instrumento de pagos internacionales. El sistema de reservas también puede verse, aunque sólo de manera secundaria, como uno en el cual compiten entre sí distintas monedas nacionales alternativas como moneda de reserva (y una moneda regional en el caso del euro).

A principios de los años '60s, Robert Triffin (1961) señaló con precisión que un sistema *internacional* de reservas basado en la moneda *nacional* de la economía dominante es, por naturaleza, inestable porque conduce a ciclos de confianza en la moneda de reserva. Durante una fase del ciclo, Estados Unidos presenta déficits e inunda al mundo con activos en dólares. A ella le sucede una fase en la que adopta políticas monetarias contractivas destinadas, al menos en parte, a recuperar la confianza en el dólar como moneda de reserva. De hecho, Estados Unidos experimentó tres ciclos de este tipo desde los años '60s. El Gráfico 1 resume la evolución conjunta de la cuenta corriente y el tipo de cambio real del dólar norteamericano durante los últimos dos ciclos. En esta oportunidad, nos focalizaremos en el ciclo más reciente.

Los crecientes déficits nacionales (en especial de los hogares) y la apreciación del dólar norteamericano en la segunda mitad de la década de 1990 están detrás del deterioro de la cuenta corriente norteamericana. No obstante, la gran

Gráfico 1 / Estados Unidos: cuenta corriente vs. tipo de cambio real



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. Un aumento del tipo de cambio real significa una depreciación.

magnitud de los desequilibrios alcanzados desde fines de los años '90s fue generada también por una pronunciada divergencia entre el crecimiento económico de Estados Unidos y el del resto del mundo durante una coyuntura caracterizada por una fuerte desaceleración de buena parte de los países en desarrollo y las economías de transición inducida por las crisis asiática y rusa de 1997-1998.

La persistencia de altos déficits en cuenta corriente durante los períodos de auge posteriores refleja, en parte, otro fenómeno externo: la gran demanda de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo. Esta explicación es importante para entender por qué la tendencia a la depreciación del dólar a partir de 2003 no estuvo acompañada, como ocurrió en la segunda mitad de la década de 1980, por una fuerte corrección de los desequilibrios de la cuenta corriente norteamericana. Hay dos interpretaciones alternativas de este resultado. La primera subraya el papel de las políticas “mercantilistas” vinculadas al crecimiento impulsado por las exportaciones en los países en desarrollo, especialmente asiáticos, que genera una fuerte preferencia por utilizar tipos de cambio subvaluados como política de desarrollo. La segunda interpreta estos acontecimientos a partir de la gran demanda de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo para protegerse de un mundo que carece de un buen “seguro colectivo” contra las crisis de la balanza de pagos, un fenómeno al que se ha venido a denominar el “autoaseguramiento”.

La primera de estas interpretaciones fue propuesta por la literatura del “Segundo Bretton Woods” (vea Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003).² De acuerdo con esta escuela de pensamiento, las decisiones “mercantilistas” de los países asiáticos (y posiblemente de otros países en desarrollo) de evitar la apreciación del tipo de cambio y, de esta manera, sostener los modelos de crecimiento impulsados por las exportaciones también implicaron que estaban dispuestos a seguir financiando los déficit en cuenta corriente de EE.UU. Según las autoridades de estos países, los beneficios económicos de los tipos de cambio estables y competitivos superan los costos de la acumulación de reservas. A su vez, la constante acumulación de reservas en dólares por parte de los bancos centrales permitió a Estados Unidos depender de la demanda interna para impulsar su crecimiento económico.

Esta interpretación omite algunos aspectos importantes de la dinámica macroeconómica mundial, en especial el patrón procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y las respuestas de política de estos países a la volatilidad y a la administración de los *shocks* de términos de intercambio favorables que se consideran transitorios. En este sentido, las respuestas de política a la volatilidad financiera pueden entenderse como reacciones a una deficiencia importante de la arquitectura financiera mundial, que quedó clara con la crisis de la deuda de América Latina en la década de 1980 y las crisis asiática y rusa de 1997-1998: la falta de instituciones globales adecuadas para administrar las crisis financieras en el mundo en desarrollo (y, quizás, las crisis financieras en general). De acuerdo con esta perspectiva, el “autoaseguramiento” es una respuesta racional de los países a la ausencia de un seguro colectivo apropiado. Es importante agregar que la percepción de buena parte del mundo en desarrollo de que el único seguro colectivo disponible –los préstamos de emergencia del FMI– no es aconsejable porque conlleva una condicionalidad excesiva e invasiva agrava el problema. Además, los recursos de los que dispone el Fondo se consideran demasiado pequeños en comparación con el tamaño de las crisis actuales, generadas sobre todo por interrupciones súbitas del financiamiento externo.

La naturaleza de los problemas que enfrentan los países en desarrollo se relaciona con la forma en que la inestabilidad financiera afecta a las distintas categorías de agentes. Los agentes que se perciben como prestatarios riesgosos están sujetos

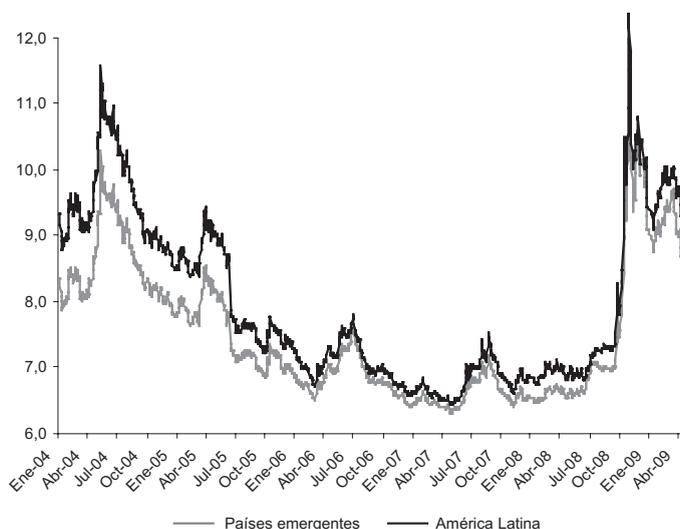
² El actual presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos sostenía una idea similar según la cual la economía mundial se vio afectada por un “exceso de ahorros” durante el período de auge.

a fuertes oscilaciones en la disponibilidad y el costo del financiamiento: se benefician con el “apetito por el riesgo” pero experimentan *shocks* adversos desproporcionados como resultado de la “fuga hacia la calidad”. Estos agentes más riesgosos incluyen tanto a algunos agentes nacionales de los países industrializados (pequeñas y medianas empresas y hogares más pobres) como, a nivel mundial, a los mercados emergentes (y, en términos más generales, a los países en desarrollo). Esto implica, utilizando la terminología de Frenkel (2008), que la integración de los países en desarrollo a los mercados financieros globales es siempre una integración *segmentada*, es decir, es la integración a un mercado segmentado según la categoría de riesgo en la que quedan agrupados los prestatarios, y en la que los prestatarios de alto riesgo están sujetos a fuertes patrones procíclicos.

Es importante subrayar que la volatilidad que enfrentan los países en desarrollo va más allá del comportamiento errático de los flujos de capital de corto plazo o del intenso movimiento ascendente de las primas de riesgo y de los períodos de interrupción total del financiamiento observados durante las crisis mexicana, asiática y rusa, o después del colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Estos países enfrentan, sobre todo, ciclos de *mediano plazo* en la disponibilidad y los costos del financiamiento. Desde mediados de los años ‘70s, ha habido tres ciclos completos de mediano plazo: un auge de financiamiento externo en la segunda mitad de los años ‘70s, seguido por una crisis de deuda importante en la década de 1980; otro auge en 1991-1997, seguido por una reducción pronunciada de los flujos de capital después de las crisis asiática y rusa de 1997-1998; y un nuevo auge desde el 2003, en particular desde mediados de 2004, que finalizó con la crisis financiera generalizada que hizo erupción a mediados de septiembre de 2008.

Es interesante señalar, en cualquier caso, que los ciclos de mediano plazo están acompañados por ciclos de más corto plazo. Durante el auge reciente hubo cuatro fases de turbulencia de corto plazo, según se refleja en la evolución de los rendimientos de los bonos de los mercados emergentes, dos de ellas específicas a dichos mercados: marzo/mayo de 2005, cuyo epicentro fue Estados Unidos; mayo/junio de 2006, como resultado de las perturbaciones originadas en Shangai; el tercer trimestre de 2007, como parte de la crisis de las hipotecas de baja calidad en los EE.UU.; y de junio de 2008 en adelante, como resultado de la caída de los precios de los productos básicos (Gráfico 2). La más reciente y severa, que se inicia a mediados de septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, debe considerarse, como ya se ha señalado, como el final del período de auge.

Gráfico 2 / Rendimientos de los bonos de los países emergentes



Fuente: JPMorgan.

La característica más problemática de estos cambios es que generan efectos procíclicos en las principales variables macroeconómicas –tipos de cambio, tasas de interés, crédito interno y precios de los activos– y limitan, al mismo tiempo, el margen de maniobra de política que tienen los países en desarrollo para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas.³ Para estos países, la volatilidad de la cuenta de capital se ha convertido en una de las principales fuentes –y, para muchos, la principal fuente– de inestabilidad macroeconómica *real* (Stiglitz *et al.*, 2006). Hay evidencias empíricas abrumadoras de que los flujos de capital hacia los países en desarrollo son procíclicos y, por lo tanto, exacerban los auges y las recesiones, en lugar de morigerarlos (Prasad *et al.*, 2003). Podría considerarse que ésta es la principal asimetría financiera y macroeconómica que enfrentan los países en desarrollo en el actual sistema financiero mundial.

³ Uso el término "procíclico" para referirme a una variable con *efectos* procíclicos en la actividad económica. Esto difiere del uso tradicional del término, según el cual una variable tiene un comportamiento procíclico cuando sube durante un auge y cae durante una crisis. Por ejemplo, las primas de riesgo de un país en desarrollo se comportan, según los criterios tradicionales, de un modo anticíclico (caen durante el auge y suben durante una crisis), pero tienen un efecto procíclico sobre la actividad económica. Por esta razón considero a esa variable como "procíclica".

Las acciones de política económica que los países en desarrollo pueden adoptar apuntan a corregir el origen directo de las turbulencias –la volatilidad de la cuenta de capital– o sus efectos macroeconómicos. En el primer caso, las políticas pueden incluir combinaciones variables de: (i) acumulación de reservas internacionales durante los auges como “autoaseguramiento” contra la menor disponibilidad de financiamiento durante la crisis posterior, con la correspondiente intervención en los mercados cambiarios para ayudar a morigerar la volatilidad del tipo de cambio; (ii) adopción de regulaciones de la cuenta de capital de carácter administrativo (controles) o basadas en el precio (encajes o gravámenes al financiamiento externo); y (iii) administración de los pasivos externos (reducción de la deuda externa del sector público o mejoras en su estructura de plazos durante los auges y modificación de la mezcla de endeudamiento interno *versus* externo del sector público de manera anticíclica). El segundo caso incluiría políticas fiscales anticíclicas, fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial –provisiones o requisitos de capital anticíclicos, y mecanismos para reducir los descalces de plazos y moneda– y utilizar el margen de maniobra que proveen las intervenciones en la cuenta de capital para adoptar una política monetaria anticíclica (Ocampo, 2003 y 2008; Stiglitz *et al.*, 2006).

Sin embargo, todas estas acciones tienen su costo. La acumulación de reservas internacionales como “autoaseguramiento” genera pérdidas cuasifiscales que son particularmente cuantiosas en economías con una alta prima riesgo-país y, en términos más generales, altas tasas de interés internas. También están sujetas a las ganancias y pérdidas de capital asociadas a las variaciones en los tipos de cambio entre las principales monedas de reserva. Las regulaciones de las cuentas de capital pueden ser efectivas para brindar un margen de maniobra a las políticas monetarias anticíclicas (un efecto que se ignora generalmente en la literatura económica ortodoxa), pero estos beneficios podrían ser sólo temporales y, en general, podría resultar imposible aislar a la economía de las fuertes oscilaciones del mercado internacional de capitales (véase, por ejemplo, Ocampo y Palma, 2008). Las regulaciones prudenciales más estrictas suelen aumentar el costo de la intermediación financiera y restringir el desarrollo de nuevos servicios financieros. Además, muchas acciones regulatorias que adoptan las economías emergentes para gestionar los riesgos terminan cambiando los problemas subyacentes, en lugar de corregirlos. Un ejemplo es el desarrollo de los mercados internos de bonos, que eliminan los descalces de moneda de los agentes que no tienen ingresos en divisas pero tienden a aumentar los descalces de plazos debido al sesgo de corto plazo de los mercados de bonos de los países en desarrollo.

En el caso de las economías que han abierto su cuenta de capital, el mejor instrumento macroeconómico anticíclico es, sin duda, la política fiscal. Desde el punto de vista de la balanza de pagos, la política fiscal anticíclica debería estar acompañada durante los auges por acumulación de reservas internacionales o recursos en fondos de estabilización y soberanos de riqueza, inversiones líquidas en el exterior por parte del gobierno o una reducción de la deuda externa del sector público. No obstante, las políticas fiscales anticíclicas podrían involucrar rezagos prolongados en las decisiones de política y algunos rezagos adicionales para hacer sentir los efectos macroeconómicos, que van a contramano de la necesidad de enfrentar los *shocks* fuertes y repentinos que se originan en la cuenta de capital.

Además, estas políticas enfrentan restricciones de economía política. Estas restricciones están relacionadas, en primer término, con el hecho de que es difícil defender durante los auges políticas fiscales anticíclicas para compensar la “exuberancia” del sector privado, en especial si esta exuberancia beneficia a los segmentos más ricos de la sociedad de los países en desarrollo (Marfán, 2005). También existen los problemas típicos de inconsistencia intertemporal: los grandes ahorros del sector público pueden generar, durante los auges, fuertes incentivos políticos para gastarlos (por ejemplo, la presión que enfrentó Chile cuando acumuló un importante ahorro fiscal durante el reciente auge de precios del cobre) o para dilapidarlos bajo la forma de recortes impositivos insostenibles (la experiencia de Estados Unidos durante la última década). De cualquier modo, la evidencia demuestra que las políticas fiscales procíclicas son la regla y no la excepción en el mundo en desarrollo (Kaminsky *et al.*, 2004).

Las restricciones a la adopción de políticas monetarias anticíclicas son aún más fuertes en ausencia de controles efectivos de los flujos de capital. La razón básica es que el arbitraje fija un piso a la tasa local que tiende a generar un comportamiento macroeconómico procíclico (Ocampo, Rada y Taylor, 2009). Este piso es la tasa de interés de paridad, determinada por la evolución de la tasa de interés de referencia del financiamiento externo (generalmente los títulos del Tesoro de los EE.UU.), la prima de riesgo y la depreciación esperada del tipo de cambio (o menos la apreciación esperada).⁴ Dado que la prima de riesgo y la depreciación

⁴ En forma algebraica, supongamos que i es la tasa activa local, i^* es la tasa de endeudamiento externo, r es la prima de riesgo y \hat{e}^E es la tasa de depreciación esperada (el “sombrero” denota una tasa de crecimiento, $\hat{e} = (de / dt) / e$). Entonces, el arbitraje de tasa de interés tal como se lo describe en el texto dará origen a la ecuación $i = i^* + r + \hat{e}^E$.

esperada del tipo de cambio tienden a aumentar durante las crisis, resulta difícil reducir las tasas de interés internas. A su vez, las reducciones de las primas de riesgo están acompañadas por una apreciación del tipo de cambio durante los períodos de auge. Estas tendencias dificultan el aumento de las tasas de interés internas en ambas fases del ciclo económico. Las autoridades monetarias podrían intentar aumentar la capacidad de maniobra para administrar las tasas de interés internas de manera anticíclica permitiendo un tipo de cambio flotante. Pero esto sólo desplaza el problema hacia el tipo de cambio, que se torna más volátil y, por consiguiente, genera incentivos inestables para los productores de bienes y servicios transables.

Por lo tanto, hay razones para sostener que las asimetrías financieras y macroeconómicas que afectan a los países en desarrollo son ineludibles. Sin embargo, dentro de la reducida capacidad de maniobra de estos países, hay fundamentos sólidos para defender la adopción de las políticas macroeconómicas anticíclicas disponibles. Esta lógica se origina en la volatilidad de la cuenta de capital, pero un fundamento similar es aplicable a los países exportadores de productos básicos primarios que enfrentan *shocks* de términos de intercambio. Desde un punto de vista más general, es posible sostener que los países en desarrollo deben gestionar el desempeño cíclico de los ingresos por exportaciones de manera anticíclica, lo que implica que las cuentas corrientes deberían mejorar a medida que aumentan los ingresos por exportaciones.

Los costos de los *shocks* de la cuenta de capital y los términos de intercambio que los países en desarrollo enfrentaron en el pasado los llevaron a fortalecer las políticas anticíclicas. La crisis asiática parece haber sido el punto de inflexión. El objetivo de las acciones de política ha sido la reducción de la volatilidad de la cuenta de capital y sus efectos macroeconómicos. Aunque la tendencia a largo plazo de las regulaciones de la cuenta de capital sigue avanzando hacia la liberalización, varios países introdujeron alguna forma de regulación durante el auge reciente de la cuenta de capital. Hubo avances tempranos en esta dirección en Argentina, Colombia y Tailandia. También se vienen utilizando de manera creciente otras políticas anticíclicas, incluyendo una regulación prudencial más sólida (instrumentos específicos para mitigar los descalces de moneda), la promoción de los mercados de bonos en moneda nacional, una administración activa de los pasivos externos y la decisión (en algunos países) de adoptar políticas fiscales anticíclicas. Sin embargo, la más importante fue la acumulación de grandes cuantías de reservas internacionales durante el auge reciente.

Los motivos “mercantilistas” de esta acumulación, que fueron subrayados por la literatura del “Segundo Bretton Woods”, pueden ser parte de la explicación, así como la ausencia de mecanismos de coordinación apropiados para las políticas cambiarias en economías impulsadas por las exportaciones, que generan incentivos para que cada una de ellas subvalúe su tipo de cambio. No obstante, la literatura reciente está definitivamente a favor del “autoaseguramiento” como razón principal de la acumulación de reservas internacionales (véanse, por ejemplo, Aizenman y Lee, 2007; Ocampo, Kregel y Griffith-Jones, 2007: capítulo IV; Wyplosz, 2007).

Además, esta literatura señala que la razón principal para el autoaseguramiento contra las crisis financieras va más allá de la regla de Guidotti (también conocida como la regla de Greenspan-Guidotti-Fisher) que sostiene que los países deberían mantener una cantidad de reservas internacionales equivalente, como mínimo, a los pasivos externos de corto plazo. En realidad, la evidencia indica que los riesgos generados por la liberalización de la cuenta de capital son mucho más grandes que los riesgos vinculados con los pasivos de corto plazo: la administración del ciclo de mediano plazo del financiamiento externo que enfrentan los países en desarrollo es un desafío de igual o mayor envergadura. Esto significa que debería haber una demanda preventiva de reservas internacionales que sea proporcional a los pasivos externos *totales*, y que dicha proporción debería ser mayor cuanto más abierta sea la cuenta de capital. La evidencia disponible es consistente con esta visión. Pero, además, el reciente auge de los mercados de productos básicos y, en términos más generales, de los ingresos por exportaciones, llevó a los países en desarrollo a ahorrar una porción de los ingresos por exportaciones adicionales. Dado que el mundo en desarrollo experimentó un desempeño excepcional en sus exportaciones en los últimos años, estas políticas anticíclicas fueron una respuesta apropiada.

Si bien esta práctica ha sido más intensa en Asia del Este y los países del Golfo, también se ha diseminado por todo el mundo en desarrollo. En la mayoría de las regiones, la cuenta de capital ha sido la fuente principal de acumulación de reservas. De hecho, podemos diferenciar en tal sentido tres tipos de países en desarrollo. El primer grupo incluye a países con déficit de cuenta corriente, cuya única fuente de acumulación de reservas son las entradas de capitales. Es el grupo más grande e incluye a regiones enteras (Europa Central y del Este), importantes economías en desarrollo como India, Turquía, Brasil (hacia el final del auge) y también a muchos países más pequeños. El segundo grupo abarca a

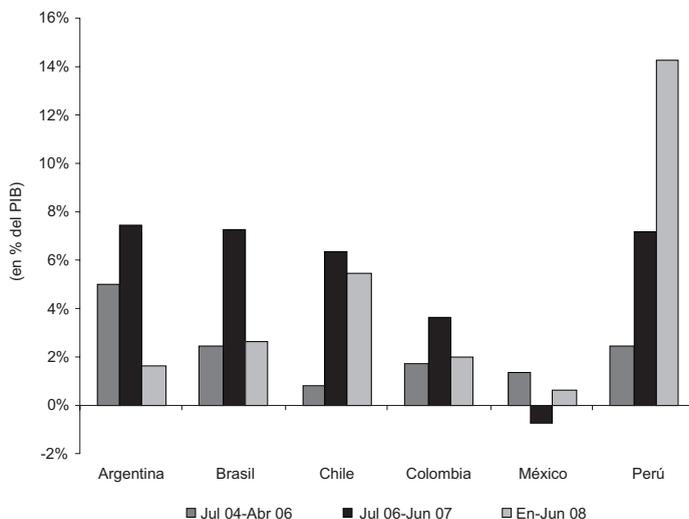
países que combinan superávit de la cuenta corriente y la cuenta de capital; el ejemplo más importante es China. El tercer grupo incluye básicamente a los exportadores de energía, con sólidos superávit de cuenta corriente, que son exportadores netos de capital.

La experiencia de los seis países grandes y medianos de América Latina (los siete más grandes excluyendo a Venezuela, que está dentro de la categoría de exportadores netos de capitales) confirma estas observaciones. Sobre la base de un trabajo anterior (Ocampo, 2007), podemos diferenciar tres episodios de “exuberancia” de los flujos de capital durante el reciente auge. El primero, y más débil, comienza a mediados de 2004, cuando las primas de riesgo empezaron a caer de manera consistente a niveles similares a los anteriores a la crisis asiática, y se extiende hasta abril de 2006, cuando los mercados emergentes se vieron afectados por turbulencias originadas en Shangai. Durante este episodio, los flujos netos de capitales empezaron a mostrar una tendencia alcista, pero el superávit de cuenta corriente también fue una fuente importante de acumulación de reservas.

El segundo episodio de exuberancia va de mediados de 2006 a mediados de 2007, cuando los mercados globales fueron sacudidos por la crisis de las hipotecas de baja calidad de Estados Unidos. Durante este período, los flujos netos de capitales se convirtieron en una verdadera inundación, particularmente durante el primer semestre de 2007, cuando dominaron la acumulación de reservas. Después de una interrupción durante el tercer trimestre de 2007, volvieron a ser cuantiosos en el último trimestre de ese año, alentados por los crecientes diferenciales de tasa de interés generados por las políticas adoptadas por EE.UU. para enfrentar su propia crisis financiera y los riesgos de una recesión. Entonces, los flujos netos de capitales se transformaron en la única fuente de acumulación de reservas cuando la cuenta corriente agregada de los seis países se tornó negativa (en realidad, en cuatro de ellos).

Tal como indica el Gráfico 3, la acumulación de reservas fue masiva en todos los países, con excepción de México. Los períodos de rápida acumulación coinciden en todos los casos con los auges de la cuenta de capital, en especial durante la segunda y la tercera fase de exuberancia. En el caso de Chile, la acumulación se produjo en los fondos de estabilización durante la segunda fase, y tanto en el banco central como en los fondos de estabilización durante la tercera. Argentina fue el caso más importante de acumulación de reservas durante la primera fase, aunque

Gráfico 3 / América Latina: acumulación de reservas como % del PIB



Fuente: Estimaciones del autor con base en las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. En el caso de Chile, se incluyen las transferencias a los fondos de estabilización según los datos del Ministerio de Hacienda de dicho país.

debido más a un fuerte superávit en cuenta corriente y, por el contrario, fue uno de los que acumuló menos reservas durante la tercera, ya que el país comenzó a experimentar más bien una tendencia a la salida de capitales privados.

Esta respuesta de política de los países en desarrollo plantea, por supuesto, preguntas interesantes. Desde el punto de vista de los países individuales, el más importante es que la liberalización de la cuenta de capital obliga a los países en desarrollo a absorber las entradas netas de capitales en forma de reservas adicionales en divisas, es decir, a profundizar ambos lados de los balances nacionales con el exterior. Esto es costoso y, de algún modo, destruye la lógica de la liberalización de la cuenta de capital en primer lugar porque no hay transferencia de recursos al país ni tampoco hay ventajas en términos de la diversificación del riesgo, ya que los países sienten, después de todo, que necesitan “autoasegurarse” contra la posibilidad de una interrupción súbita del financiamiento externo.

A nivel internacional, sin embargo, la acumulación de reservas genera efectos de “falacia de composición” que alimentan los desequilibrios de pagos globales (Ocampo, 2007/8). De hecho, si un gran número de países en desarrollo sigue este camino, generará un superávit de cuenta corriente y una demanda adicional de activos líquidos que tendrán efectos contractivos en la economía mundial a

menos que estas acciones sean contrarrestadas por un déficit de cuenta corriente y una oferta de esos activos líquidos por parte de los países industrializados. Estados Unidos desempeñó estos papeles durante el auge reciente. Por lo tanto, la inestabilidad del sistema global de reservas está vinculada no sólo con la dinámica particular que crea en el país que brinda la principal moneda de reserva, sino también con un comportamiento fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y las altas demandas de “autoaseguramiento” que genera.

Por lo tanto, el autoaseguramiento es una forma costosa de protección para los países individuales y una fuente de inestabilidad para la economía global. Sin embargo, el problema no puede resolverse simplemente pidiéndole a los países en desarrollo que revalúen sus monedas para corregir los excedentes de sus balanzas de pagos. La experiencia pasada indica que ésta es una receta para crisis futuras. Es necesario resolver primero las fuentes de la demanda de “autoaseguramiento”, es decir el comportamiento excesivamente procíclico de los flujos de capital hacia el mundo en desarrollo y la falta de una oferta adecuada de seguro colectivo contra las crisis de la balanza de pagos. En este sentido, este problema tiene muchas similitudes con la inestabilidad que enfrentaron los sistemas bancarios nacionales en el pasado ante la ausencia de prestamistas nacionales de última instancia, lo que llevó a que los bancos centrales asumieran dicha función (Ocampo, 2002).

III. Conclusiones e implicaciones de política

Una implicación importante de este ensayo es que las dos dimensiones de la crisis global descritas aquí sólo pueden resolverse con soluciones globales.

Esto incluye, en primer término, reformas que reconozcan las implicaciones regulatorias de los vínculos entre la estabilidad macroeconómica y financiera. Esto indica que la regulación prudencial debe abandonar la noción de que la estabilidad de un sistema financiero es simplemente el resultado de la solidez de las instituciones financieras individuales. Requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación y supervisión prudencial con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas explícitas en dicha regulación y supervisión, que compensen la tendencia de los mercados financieros a comportarse de manera procíclica. Implica, además, que debería

instarse a las entidades financieras a adoptar prácticas de administración del riesgo que sigan de cerca su evolución lo largo de todo el ciclo económico y que no sean excesivamente sensibles a las variaciones de corto plazo de los precios de los activos.

En segundo lugar, también se deben corregir las causas del “autoaseguramiento” masivo de los países en desarrollo. Tal como analizamos, los determinantes básicos de esta práctica son el patrón fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y la limitada capacidad de maniobra para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que genera dicho comportamiento. El “autoaseguramiento” masivo, en la forma de acumulación de reservas internacionales, ha sido, por consiguiente, una respuesta racional de los países a un sistema que carece de un buen seguro colectivo contra las crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, esta respuesta racional a una deficiencia importante de la arquitectura financiera internacional generó efectos de “falacia de composición” que empeoraron aún más los desequilibrios de pagos globales. Un resultado similar fue generado por la decisión, también racional, de los países en desarrollo exportadores de productos básicos de acumular reservas internacionales para absorber parte de las mejoras cíclicas en sus términos de intercambio y, en general, de sus crecientes ingresos por exportaciones.

Por lo tanto, hace falta un nuevo sistema que abra el “espacio de política” para que los países en desarrollo puedan adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que requerirían una combinación de mecanismos que reduzcan el comportamiento procíclico de los flujos de capital y el diseño de mejores instrumentos globales para administrar las crisis financieras en el mundo en desarrollo. Por último, la gran demanda de reservas internacionales como “autoaseguramiento” tiene importantes dimensiones distributivas de carácter global, ya que genera una transferencia de recursos de las economías en desarrollo hacia los países que proveen las monedas de reserva –un fenómeno que se conoce como “ayuda inversa” (*reverse aid* –véase el informe de Zedillo publicado por Naciones Unidas, 2001). En síntesis, las reformas son esenciales para corregir esta grave inequidad del actual sistema global de reservas.

Referencias

Aizenman, J. y J. Lee (2007), “International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View, Theory and Evidence”, *Open Economies Review* 18, 2 (abril), pp. 191-214.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2008), *Informe Anual*, Basilea.

Borio, C., C. Furfine y P. Lowe (2001), “Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options”. En *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, Documento N° 1 (marzo) del BPI.

Calvo, G. y E. Talvi (2008), “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse: A View from the Latin American Frontlines”, en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.

Dodd, R. (2008), “The Consequences of Liberalizing Derivative Markets”, en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Account Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003), “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, Documento de Trabajo N° 9971, NBER, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (septiembre).

Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nueva York: The New Press.

Frenkel, R. (2008), “From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps”, en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Geithner, T. (2004), “Changes in the Structure of the U.S. Financial System and Implications for Systemic Risk”, Comentarios previos a la Conferencia sobre Crisis Financieras Sistemáticas en el Banco de la Reserva Federal de Chicago, Illinois, (1° de octubre).

Goodhart, C. y A. Persaud (2008), “A party pooper’s guide to financial stability”, *Financial Times*, 4 de junio.

Greenspan, A. (1996), “The Challenge of the Central Banking System in a Democratic Society”, Discurso pronunciado en la Cena Anual y Conferencia Francis Boyer del American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>.

Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart y C. A. Végh (2004), “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, Documento de Trabajo N° 10780, NBER Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (septiembre).

Kindleberger, C. P. (1978), *Maniacs, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York, NY: John Wiley and Sons, Inc.

Knight, M. (2004), “Markets and Institutions: Managing the Evolving Financial Risk”, Discurso pronunciado en el coloquio del XXV Foro Europeo de Dinero y Finanzas (SUERF), Madrid (14 de octubre).

Marfán, M. (2005), “La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: Un enfoque macroeconómico”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Más allá de las reformas: Dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*, Bogotá: Alfaomega y CEPAL, Capítulo 6.

Minsky, H. P. (1982), “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, en *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M.E. Sharpe, capítulo. 5, pp. 90-116.

Naciones Unidas (2001), *Report of the High-level Panel on Financing for Development* (Reporte Zedillo), disponible en www.un.org/reports/financing.

Ocampo, J. A. (2002), “Recasting the International Financial Agenda”, en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press, pp. 41-73.

Ocampo, J. A. (2003), “Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”, en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.),

From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies, Basings-toke, Reino Unido: Palgrave Macmillan, para UNU-WIDER, pp. 217-244.

Ocampo, J. A. (2007), “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, N° 93, diciembre.

Ocampo, J. A. (2007/8), “The Instability and Inequities of the Global Reserve System”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 36, N° 4, invierno.

Ocampo, J. A. (2008), “A Broad View of Macroeconomic Stability”, en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.

Ocampo, J. A., J. Kregel y S. Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*. Londres: Zed Books, en asociación con las Naciones Unidas.

Ocampo, J. A. y J. G. Palma (2008), “Dealing with Volatile External Finances at Source: the Role of Preventive Capital Account Regulations”, en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Account Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Ocampo, J. A., C. Rada y L. Taylor (2009), *Developing Country Policy and Growth: A Structuralist Approach*. Nueva York: Columbia University Press.

Persaud, A. (2000), *Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-sensitive Risk Management Practices*. Londres: State Street Bank.

Prasad, E. S., K. Rogoff, S.-J. Wei y M. A. Rose (2003), “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, FMI, Documento Ocasional 220.

Schiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stiglitz, J. E., J. A. Ocampo, S. Spiegel, R. Ffrench-Davis y D. Nayyar (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada). New Haven: Yale University Press.

White, W. R. (2005), “Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework?”, *Kiel Economic Policy Papers*. Kiel: Kiel Institute for Economic Policy (septiembre).

Wyplosz, C. (2007), “The Foreign Exchange Reserves: Business as Usual?” Documento preparado para el Taller sobre Deuda, Finanzas y Problemas Emergentes en la Integración Financiera, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas y Secretaría del Commonwealth, Londres (marzo 6-7).

El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

Por Jorge Carrera*

Todas las grandes crisis han requerido reformular la Arquitectura Financiera Internacional (AFI). El G20, convertido abruptamente en foro de discusión y acción frente a la crisis, concentró su trabajo en dos áreas: primero, la coordinación de las políticas macroeconómicas para salir de la crisis y segundo, la reforma de la AFI tanto en lo concerniente a las regulaciones financieras como a las organizaciones multilaterales de crédito y supervisión. Quedó fuera de la agenda atender otros aspectos críticos de la AFI, como las reglas de funcionamiento del sistema monetario internacional. En relación a esta cuestión, es materia de debate la situación actual de “no régimen” cambiario y monetario que generó fenómenos como los desbalances globales, careció de reglas claras respecto al rol del dólar en la provisión de liquidez internacional y como reserva de valor, y que tampoco tuvo un prestamista de última instancia.

El hecho de que se haya abierto la discusión del rediseño de la AFI a nuevos actores como los países emergentes ha sido muy positivo. El desafío es lograr que este marco persista cuando la crisis sea superada para que estos países logren tener una inserción internacional menos asimétrica.

I. Las crisis como disparadores de cambios en la AFI

A lo largo de los últimos 100 años las grandes crisis económicas han sido momentos de ruptura y rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI). Entendemos por AFI al conjunto de instituciones, normas (implícitas y explícitas) y comportamientos sobre las que se basan las relaciones monetarias y financieras entre agentes públicos y privados de los distintos países.

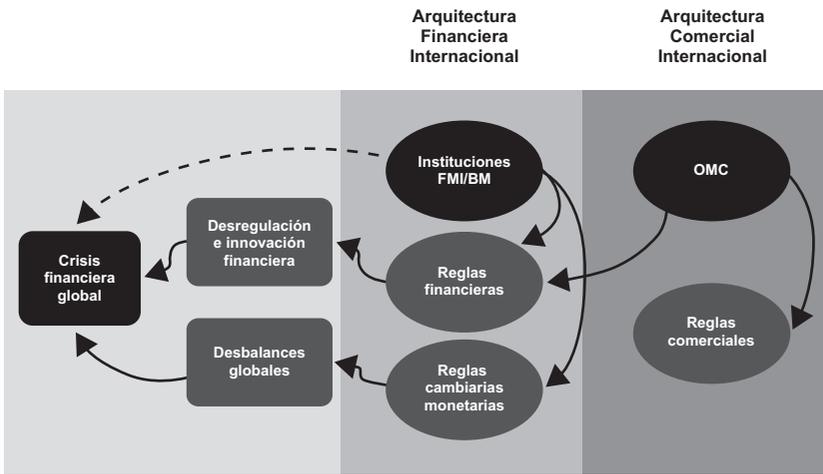
* Jefe de Investigaciones Económicas del BCRA. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades. Se agradece la colaboración de Emiliano Basco, Diego Bastourre, Eduardo Corso, Javier Ibarlucia y Mariano Sardi.

La crisis de los años treinta significó el colapso del patrón oro y del comercio internacional, y fue el prolegómeno económico de la Segunda Guerra Mundial. Entre 1944 y 1950 se consolidó el sistema de Bretton Woods (BW), el cual se basaba en la fijación de las paridades cambiarias entre las principales economías, y se constituyeron el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Este esquema colapsó en 1971-73 tras la suspensión de la convertibilidad del dólar frente al oro y dio paso a un régimen de flotación entre las monedas líderes. Tanto el FMI como el BM fueron reorientados como instituciones que atienden exclusivamente a los países en desarrollo. En los dos últimos rediseños de la AFI (1944-50 y 1971-73), Estados Unidos (EE.UU.) actuó como líder indiscutido motorizando los cambios, acompañado por un grupo reducido de economías industrializadas.

Por su profundidad y extensión, la actual crisis internacional tiene características sólo equiparables a las de la gran depresión. El diseño de la AFI vigente al momento de su inicio mostró ser incapaz de alertar, prevenir y generar soluciones al *crash* financiero que estamos atravesando. En consecuencia, rápidamente se evidenció la necesidad de introducir reformas que eran impensadas poco tiempo atrás.

El Gráfico 1 nos muestra una esquematización de la arquitectura de la economía internacional, en la cual pueden identificarse dos áreas bien definidas. La arquitectura comercial funciona con una institución única y plural, la Organización Mundial del Comercio (OMC), que define y controla las reglas comerciales con un alto nivel de

Gráfico 1 / La arquitectura de la economía internacional



Fuente: Elaboración propia.

formalización. La arquitectura financiera, por el contrario, funciona desde 1973 en forma más anárquica, con instituciones como el FMI y el BM que no detentan suficiente poder de aplicación de reglas financieras, cambiarias y monetarias.

El deficiente funcionamiento de las reglas financieras y del régimen monetario-cambiario internacional dieron lugar a eventos claves en la generación de la crisis financiera internacional: los desbalances globales y la desregulación financiera. Asimismo, si bien las instituciones de la AFI no tuvieron un rol activo en el origen de la crisis (flecha punteada), sí evidenciaron claras limitaciones en cuanto a su prevención y posterior tratamiento.

En el presente artículo se discute cómo los principales países han abordado el complejo desafío de dar una respuesta coordinada frente a la crisis, como así también, de sentar las bases de una reforma de la AFI que propenda a una menor inestabilidad sistémica y la dote de una mayor capacidad de reacción. La discusión tendrá como eje el rol desempeñado por el G20, identificando los consensos alcanzados, la agenda a mediano plazo y, finalmente, los dilemas y desafíos pendientes.

II. ¿Qué es el G20?

Una de las notas más originales de la crisis actual es el ámbito o foro de discusión multilateral decidido para su tratamiento: el G20, del cual participan tanto economías avanzadas como emergentes.¹

A diferencia de lo ocurrido en los anteriores rediseños de la AFI, los países emergentes tienen esta vez la oportunidad de participar en el debate y en la toma de decisiones. La presencia de estos países en el G20 es un reconocimiento de su creciente importancia relativa (representan más del 30% del PIB mundial y han explicado, aproximadamente, un 60% del crecimiento global en los últimos años) y de su mayor protagonismo en la arena comercial, monetaria y financiera internacional.²

¹ La lista completa de países que lo componen incluye a Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía. A esta lista hay que agregar a la Unión Europea.

² Una muestra adicional de la relevancia de los emergentes es que, hacia fines de junio de 2009, la economía internacional seguía con atención el desempeño macroeconómico de China e India buscando en ellos un argumento para racionalizar la idea de que la crisis estaría tocando un "piso".

Este grupo nació en 1999 a raíz de la crisis asiática. Su objetivo inicial era promover un ámbito en el cual las principales economías avanzadas y emergentes dialoguen a nivel político y técnico sobre el mejoramiento del sistema financiero y también sobre temas relacionados con el crecimiento de largo plazo como, por ejemplo, las políticas para morigerar el calentamiento global. Cada país posee un delegado por el ministerio de economía y otro por el banco central. La presidencia del grupo es ejercida alternadamente por uno de los países miembros por el lapso de un año. El año pasado fue ocupada por Brasil, este año por el Reino Unido y en 2010 estará a cargo de Corea. Regularmente, se organizan encuentros técnicos que nutren con propuestas a los gobiernos. Por ejemplo, el BCRA organizó en 2008 la primera de estas reuniones con sede en Argentina.

La elección del G20 como el espacio multilateral donde se analiza la crisis podría parecer arbitraria, pero posee una lógica que se sostiene en la representatividad de los actores involucrados. Adicionalmente, si se necesitaba celeridad en las acciones, el G20 poseía la ventaja de ser un foro ya establecido y con una dinámica de funcionamiento en marcha.

Así se convocó, por primera vez desde su creación, a los Jefes de Estado de los países miembros a una reunión en Washington en noviembre de 2008. Allí se aprobó una amplia lista de temas y actividades con el objeto de avanzar con medidas concretas en un nuevo encuentro de los líderes políticos en Londres y cuya fecha quedó establecida para el 2 de abril de 2009. Contrariamente a lo que ocurre en muchas reuniones a este nivel, la declaración de Washington fue muy ambiciosa y detallada y, por tanto, difícil de llevar a la práctica rápidamente.

En el período que medió entre ambas reuniones, las instancias políticas y técnicas discutieron intensamente y prepararon propuestas y acciones, muchas de las cuales fueron revisadas y aprobadas en la cumbre de Londres. Asimismo, se continúan analizando medidas y debatiendo el curso de la crisis. Al momento de publicar este ensayo nos encontramos en una primera etapa de implementación de los acuerdos alcanzados.

Los temas que afrontó el G20 cubren una parte importante, aunque no integral, del núcleo de la crisis; abarcando tanto las cuestiones relacionadas con su resolución como las referidas al rediseño de la AFI para las próximas décadas.

En la siguiente sección se discutirán las políticas de *shock* destinadas a amortiguar los efectos de la crisis. Posteriormente se expondrán cuáles han sido las reformas de mediano y largo plazo en la AFI que fueron consensuadas por el G20. Se distinguen aquí dos dimensiones: el rediseño de las instituciones multilaterales, por un lado, y las nuevas reglas para la regulación financiera, por el otro. Finalmente, se presentan algunas reflexiones sobre aspectos clave no tratados por el G20, que tal vez deberían formar parte de la agenda futura.

III. Acciones para el corto plazo: cómo salir de la crisis

Respecto a la cuestión de cómo salir de la crisis, el G20 operó como un foro de coordinación pero también como el máximo ámbito para enviar mensajes sobre las propuestas y acuerdos entre los principales gobiernos. Al elevar al máximo nivel las reuniones del G20 con dos cumbres de Jefes de Estado, se creó un espacio de acción rápida, transmitiendo a los distintos agentes económicos una señal de firmeza en las medidas y cohesión global en las decisiones adoptadas.

En la reunión de Londres se coincidió en que las perspectivas para lo que restaba del año 2009 y para el 2010 se estaban deteriorando sostenidamente. El mundo enfrenta una fuerte contracción en los niveles de comercio, caídas en el crecimiento económico y un aumento del desempleo.

La prioridad acordada en las reuniones técnicas y políticas fue tomar todas aquellas acciones que sean necesarias para restaurar el crecimiento. Se coincidió en no permitir interrupciones significativas en el sistema financiero y en aplicar medidas tendientes a garantizar la liquidez y el rápido reestablecimiento del crédito. Se acordó que, cuando sea posible, los bancos centrales mantengan políticas monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario, utilizando todos los instrumentos disponibles consistentes con la estabilidad de precios.

En este sentido, se reconoció que con tasas de interés aproximándose a cero en muchos países y con la inflación reduciéndose, los bancos centrales podrían precisar utilizar variados instrumentos de política monetaria para estimular la demanda agregada, incluyendo la compra de activos relativamente ilíquidos, o bien, medidas no convencionales como el *quantitative easing* y el *credit easing*. Hubo un acuerdo difuso en la necesidad de promover la coordinación de las políticas monetarias entre economías avanzadas, evitando devaluaciones competitivas. No

obstante ello, no existió en este caso mayor profundización sobre los potenciales problemas de tal ejercicio de coordinación.

Asimismo, frente a la necesidad de sostener la demanda agregada, los Jefes de Estado se comprometieron a implementar una política fiscal expansiva sin precedentes que servirá para reducir o evitar la aceleración del desempleo. Aún así, el FMI consideró insuficiente el esfuerzo fiscal realizado, dado que su recomendación era que cada país debía efectuar un impulso adicional del 2% del PIB.

En este sentido las economías asiáticas, a pesar de haber sido fuertemente castigadas por la caída del comercio internacional, son las que han adoptado las respuestas de estímulo más agresivas (especialmente China y Japón, quienes muestran expansiones fiscales superiores al 5%) si las comparamos con las de EE.UU. y, más aún, con las de Europa. Finalmente, los gobiernos se comprometieron a no repetir errores históricos como los cometidos durante la Gran Depresión cuando se multiplicó la aplicación de medidas proteccionistas.

Dado que los países emergentes han sido los principales impulsores de la economía mundial en los últimos años, existe consenso sobre la necesidad de que ellos también lleven a cabo un esfuerzo coordinado a nivel global, tanto en materia fiscal como monetaria.

Sin embargo, se manifestó que algunas de estas naciones han enfrentado problemas específicos al momento de implementar políticas contracíclicas. En materia de política monetaria, los emergentes poseen un menor espacio para bajar las tasas de interés pues ello podría ocasionar una salida de capitales adicional a la ya sufrida. Aún así, les queda disponible cierto margen para depreciar sus monedas, situación ya experimentada en varias economías desde la segunda mitad de 2008. Si bien estas depreciaciones han tenido bajo impacto inflacionario en un contexto de caída de los precios de los commodities, su efecto expansivo sería limitado en un escenario de recesión generalizada.

La fuerte retracción de los flujos de capitales hacia los emergentes también ha condicionado la capacidad de ejecutar políticas fiscales expansivas sin que se generen reacciones adversas en los mercados. En esta línea, los países emergentes del G20 resaltaron las fuertes asimetrías entre el espacio monetario y fiscal que disponen y el que ostentan los países avanzados. Por lo tanto, se discutió desde esta instancia la necesidad de un financiamiento masivo para

poder impulsar políticas similares. Por ello, en la agenda del G20 referida a la reforma de la AFI, el incremento de la capacidad prestable de las instituciones financieras internacionales se encuentra entre las acciones primordiales. Sin embargo, es difícil pensar en un financiamiento para emergentes que “equipare” la capacidad de los países centrales para financiarse a tasas muy bajas en su propia moneda.³

III.1 Las discrepancias sobre la efectividad de las distintas medidas

Si debiéramos caracterizar la evolución de la crisis desde su inicio en 2007 hasta la segunda reunión de Jefes de Estado en abril de 2009, se podría afirmar que la política económica ha fracasado en encapsular la crisis en el sector financiero y evitar su derrame a la economía real. Hasta el momento, la mayor actividad la han desarrollado los bancos centrales bajando las tasas de interés a niveles mínimos e inyectando una enorme cantidad de dinero en los bancos y los distintos mercados de crédito para evitar su colapso. Sin embargo, de mantenerse la desconfianza de los consumidores sobre el futuro y la incertidumbre sobre la solvencia de los bancos es difícil que el crédito vuelva a fluir normalmente. Incluso en la actualidad varias economías están enfrentando una segunda ronda de efectos cuya dirección va del sector real (empresas, familias) al financiero a través de un aumento en la incobrabilidad de los créditos vigentes y una menor demanda de fondos para nuevos proyectos.

Dados los límites de la política monetaria, varios gobiernos (y economistas) postularon que el primer semestre de 2009 era el momento apropiado para acelerar la política fiscal. Allí residió el principal desacuerdo macro entre EE.UU. y Europa reflejado en las distintas reuniones del G20. EE.UU. se encuentra entre quienes más han hecho por estimular la economía y bregó por un esfuerzo fiscal complementario y simultáneo de Europa y el resto de las economías.

La Unión Europea, liderada por Alemania, ha venido manteniendo una posición más moderada, priorizando el rescate del sistema financiero y graduando su estímulo fiscal.

³ Nótese que luego de la caída de Lehman Brothers, la mayor parte del mundo emergente sufrió el “*flight to quality*” que implica una fuerte dificultad para realizar el *roll-over* de la deuda existente. Por tanto, el financiamiento adicional debería superar el incremento del gasto público.

El argumento europeo se apoya en que ya se han implementado varios paquetes fiscales expansivos, los cuales operan con rezago (sus resultados no son inmediatos). Asimismo en Europa, como herencia del Estado de Bienestar, existe una mayor cantidad de estabilizadores automáticos (seguro de desempleo, subsidios, progresividad tributaria, etc.) que representan gasto adicional hacia las familias. Alemania también remarcó que el aumento del gasto realizado implica una suba en los ya altos niveles de deuda pública de la región, lo que implicaría una hipoteca para las futuras generaciones. También remarcó que las presiones inflacionarias podrían reaparecer rápidamente como fruto de estas políticas.

Subyace en esta discusión transatlántica una notable discrepancia en la valoración de los efectos y los costos intertemporales de medidas urgentes de corto plazo. Parecería que la visión de Norteamérica se basa en el alto costo de soportar hoy una depresión larga respecto a los posibles costos futuros de controlar una mayor inflación y un nivel de deuda elevado. Es decir, se puede pensar que la apuesta de política de EE.UU. es la más contundente en pos de lograr una recesión corta. El riesgo es que si por algún motivo la economía no reaccionase en 2010, el esfuerzo inicial habría dejado muy comprometido el espacio fiscal y monetario para posteriores salidas no inflacionarias.

Se requerirá que transcurran varios años para decidir cuál de las dos posiciones es la más adecuada. Al momento de escribir estos apuntes, las estimaciones para el año 2009 muestran caídas del producto en EE.UU. del orden del 2,8%, del 4,1% en el Reino Unido, del 4,2% en la zona del euro y del 6,2% en Japón. No deja de ser paradójico que el país donde se inició la crisis sea, entre los avanzados, el que menos se vea afectado por la misma. Esto claramente no se condice con los modelos típicos de interdependencia económica que suponen que ante un *shock* doméstico, los *spillovers* son inferiores al impacto sufrido por la economía donde se origina. Cuando se acumulen más datos se podrá develar si efectivamente se materializó esta paradoja e investigar si ello fue causado por el mayor activismo de política o por otros elementos como, por ejemplo, una supuesta mayor flexibilidad de la economía norteamericana.

También se pudo apreciar que desde mediados de 2008, con el avance de las reuniones del G20, se reflejaron en las discusiones diferentes posiciones respecto al rescate del sistema financiero. En particular, sobre cuál debía ser el foco de la acción estatal en los bancos: si estimular el precio de los activos tóxicos a través de la compra de los mismos facilitando el proceso de “*price discovery*” o

bien, inyectar capital o nacionalizar. Claramente, las visiones sobre el nivel de involucramiento estatal y las herramientas disponibles son distintas entre Europa y EE.UU.

Otro punto importante en las discusiones es la implementación de las estrategias de salida. Una vez que se descarten los riesgos deflacionarios puede ocurrir una reversión abrupta en las expectativas hacia un rebote inflacionario y una devaluación en los países más activos. La política monetaria se encontraría, especialmente en EE.UU., ante el dilema de sostener la recuperación a costa de una potencial mayor inflación futura. Una política monetaria que reaccione en forma excesiva ante el riesgo de suba de precios, podría abortar la recuperación como ocurrió en 1937. En cambio, si fuera demasiado laxa podría incentivar nuevas burbujas como sostienen algunos autores que ocurrió con la política de Greenspan *a posteriori* de la crisis de las *dotcom*.

Martín Wolf ha resumido la tensión entre el deseo de expansión a corto plazo y la contracción a largo plazo expresando que la solución debería ser elegir una “abrupta contracción” cuyo momento “no ha llegado todavía” (Wolf, 2009). Un prematuro abandono de las políticas excepcionales podría devolvernos a la recesión profunda, mientras que al continuar por esta senda de excepción se acumulan crecientes expectativas inflacionarias y se configura un escenario de estanflación.

En síntesis, el rol del G20 en lo que concierne a cómo enfrentar la crisis es transmitir un mensaje homogéneo que restablezca la confianza en la capacidad de la política económica mostrando unidad de objetivos. Esto no implica que todos los gobiernos perciban igual las acciones necesarias respecto a la intensidad y las prioridades, pero sí que existe voluntad de coordinar las políticas y resolver las diferencias de criterios. Sin duda, las dos reuniones de Jefes de Estado en noviembre de 2008 y abril de 2009 señalaron con claridad el cambio en la capacidad de liderazgo político que tiene la nueva administración de EE.UU. y la evidente decisión de aprovechar ese capital inicial para profundizar las políticas fiscales y monetarias.

III.2 Los riesgos del fracaso y el proteccionismo

Si las medidas anteriores no fueran suficientes para dar una salida vigorosa y relativamente rápida a la crisis, arribándose, por ejemplo, a una situación de

bajo crecimiento similar a la experimentada por Japón durante la década posterior a la crisis de los noventa, podría madurar en las economías el resurgimiento del proteccionismo en sus distintas dimensiones: laboral, financiera, comercial y cambiaria.

El proteccionismo laboral ya comienza a manifestarse crudamente en muchos países, rayando en ocasiones la xenofobia, y se basa en priorizar el acceso al trabajo nacional para los propios ciudadanos. Las formas van desde las restricciones migratorias a los subsidios que dan preeminencia al contenido de empleo local en los productos.

El proteccionismo financiero puede ir desde una mayor regulación sobre los bancos transnacionales y la protección de las entidades con matriz local, hasta los controles cambiarios o la regulación de los flujos de capitales. En este último punto, vemos hoy a académicos e instituciones tradicionalmente opuestos a las regulaciones sostener una postura más *aggiornada*.⁴

El proteccionismo comercial y de la inversión es la reacción clásica y más difundida ante una crisis externa, justificada en la necesidad de divisas y la preservación del empleo.

El proteccionismo cambiario puede ser tan disruptivo como los anteriores. Muchos países han resistido la presión apreciatoria previa a la crisis y, luego de desatada ésta, devaluaron sus monedas. Sin embargo, no todos pueden devaluar al mismo tiempo. Para que una devaluación tenga efectos reales se requiere que otro acepte revalorar. Es por ello que uno de los grandes desafíos pendientes es el reordenamiento del sistema monetario internacional, procurando evitar la relativa “anarquía cambiaria” que precedió a la crisis.

Estas reacciones proteccionistas pueden parecer atendibles en algunos casos desde la perspectiva individual de un país en crisis pero, si son tomadas por todos simultáneamente durante una crisis global, generan un resultado subóptimo.

⁴ Por ejemplo, algunos gobiernos que pusieron en marcha rescates financieros han privilegiado a los bancos de capital nacional por sobre los de propiedad extranjera, evidenciando el surgimiento de una clase de “nacionalismo” financiero. En los emergentes existe la intención de evitar que los bancos extranjeros sean, a contramano de lo esperado en los años 90, focos de drenaje de la liquidez doméstica para atender problemas de las casas matrices. Es por ello que se ha incrementado en esas economías el *ring fencing* que busca aislar las decisiones domésticas de los grandes conglomerados financieros.

Haciendo extensible una de las enseñanzas de la Teoría General sobre la conducta individual en escenarios de crisis (la paradoja de la frugalidad), podemos decir que cada país al intentar salvarse individualmente deja a la economía mundial en una situación peor. Keynes proponía al gasto público para compensar la retracción del consumo individual. Sin embargo, a escala mundial, no hay un actor supranacional que compense fiscalmente la retracción de cada país. Además, por tratarse de economías muy abiertas, parte de la expansión fiscal se filtra a los socios. Por ello, cerrar la economía puede encontrar cierta justificación si los paquetes fiscales no son coordinados.

IV. Arquitectura 1: el rediseño de las instituciones de la AFI

La crisis puso de manifiesto que las instituciones multilaterales de la AFI fueron incapaces de generar regulaciones que eviten la generación de burbujas, de alertar sobre la llegada de una gran crisis global, de prevenir su diseminación y de contribuir a encapsular sus efectos en el sistema financiero. Finalmente, no existe tampoco una confianza plena en su capacidad para facilitar la recuperación.

Respecto al rediseño institucional de los organismos ya existentes, el G20 se avocó a dos grandes temas. El primero de ellos, en el cual hubo avances significativos, fue ampliar el fondeo de los organismos multilaterales y flexibilizar el acceso a sus líneas crediticias. El segundo, donde la discusión fue más tensa, fue la cuestión de sus estructuras de gobierno; esto es, la revisión de las reglas que determinan la voz y el voto dentro de estos organismos.

En cuanto al fondeo de las instituciones y su uso, el G20 acordó cambios relevantes en el FMI. Se decidió duplicar la capacidad prestable, llevándola a US\$ 500.000 millones a través de créditos de los principales socios del organismo, y además efectuar una emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG) por US\$ 250.000 millones. En lo que atañe a los instrumentos, el FMI ha anunciado una primera serie de medidas en las que se revisan sus prácticas crediticias tradicionales y se crea una nueva línea, la *Flexible Credit Line* (FCL), que duplica el límite de crédito y elimina las condicionalidades *ex-post*. Con este instrumento el organismo intenta dar respuesta al reclamo de los emergentes por una mayor flexibilidad y menores condicionamientos, que cobró aún más fuerza a partir de la crisis.

Como se mencionó en la tercera sección, esta capitalización es clave considerando la reducción del espacio fiscal que han experimentado las economías emergentes para realizar políticas anticíclicas como implementan las avanzadas, en un contexto en el que el financiamiento externo a las primeras se ha reducido dramáticamente.

Asimismo, el G20 acordó apoyar un incremento significativo de la capacidad prestable de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) en US\$ 100.000 millones. Esto incluye tanto al Banco Mundial como a los bancos de desarrollo regionales. En esta línea, el 30 de abril pasado, el Banco de Desarrollo Asiático decidió triplicar su capital, pasando de US\$ 55.000 millones a US\$ 165.000 millones. Por último, se concertó destinar fondos específicos al financiamiento del comercio exterior por una suma de US\$ 250.000 millones.

Finalmente, respecto a las estructuras de gobierno, se ha adelantado a enero de 2011 la revisión de los porcentajes de votos que tiene cada país a efectos de reflejar el mayor peso de los emergentes en la economía mundial, tanto en los niveles de producción como en los flujos comerciales y financieros. Las discusiones sobre el gobierno del FMI y del Banco Mundial generaron acuerdos en cuanto a hacer más competitivo y meritocrático el nombramiento de las autoridades máximas. Sin embargo, el debate y los avances en esta materia son muy preliminares. Una mayor representación de los países emergentes y en desarrollo aumentaría la legitimidad del FMI para con sus miembros y tendría un efecto positivo sobre la eficacia y la eficiencia de la institución.

Además de modificar las instituciones existentes, el G20 decidió crear un nuevo organismo, el FSB (*Financial Stability Board*), sucesor del FSF (*Financial Stability Forum*).⁵ El mismo estará conformado por los antiguos miembros del FSF, a los que se sumarán los países emergentes del G20, España y la Comisión Europea.

El FSB tendrá un rol clave en la nueva AFI dado que su responsabilidad será coordinar a los distintos órganos de emisión de estándares y normas de regulación prudencial bancaria, elaborar informes de alerta temprana, intercambiar información

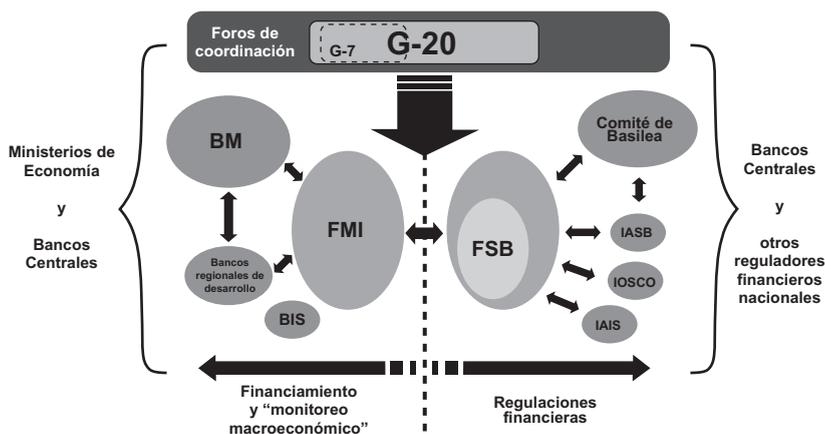
⁵ El FSF fue creado en 1999 por los países del G7 para promover la estabilidad financiera internacional a través de un mayor intercambio de información y de una mayor cooperación en la supervisión y vigilancia del sistema bancario. A instancias del G20 ha sido expandido para incorporar por primera vez a países emergentes.

entre los supervisores y controlar a los grandes bancos transnacionales. Respecto a esto último, el FSB creó los denominados “colegios de supervisores” para las veinticinco entidades transnacionales sistémicas más importantes. Se recomendó que los colegios incluyan, cuando sea apropiado, a aquellos supervisores de subsidiarias en países emergentes. De todas formas, la decisión final respecto a la membresía recaerá en el coordinador de cada uno de los colegios. Ésta es la primera acción para restringir el grado de absoluta libertad que han tenido hasta ahora los bancos transnacionales en su expansión mundial.

La incorporación de los países emergentes al FSB es uno de los avances más importantes logrados por el G20 en el rediseño de la AFI. Complementariamente, estos también han sido incorporados en bloque al Comité de Basilea, que es el organismo encargado de proponer las regulaciones para los bancos.⁶

Para finalizar esta sección, en el Gráfico 2 hemos trazado el “mapa” de la AFI a la luz de los cambios introducidos por el G20. Como señalamos en la introducción de este documento, se destaca la ausencia de un espacio único de coordinación macro-

Gráfico 2 / El nuevo mapa de las instituciones de la AFI



Fuente: Elaboración propia.

⁶ Este organismo ha estado en el centro de las controversias, particularmente por el interrogante sobre si las llamadas reglas de Basilea I y II no fueron una pieza fundamental en la fase de expansión financiera previa a la crisis. Su enfoque respecto al riesgo y la potencial prociclicidad de las normas están entre los aspectos más discutidos.

económica y financiera, a diferencia de lo que ocurre en la esfera comercial con la OMC. Por el contrario, hay un archipiélago de instituciones, con distinto grado de formalidad y estructura, en las que predomina la voz de los países avanzados (G7).

En el nivel más alto encontramos los ámbitos políticos (G7 y G20). Como fuera mencionado, el hecho de que esta crisis se discuta en un foro como el G20, en el que participan economías avanzadas y emergentes, anticipa el rol más importante de estas últimas en los cambios que vendrán.

Entre las instituciones de la AFI podemos diferenciar dos categorías en base a las áreas de las que se ocupan:

1. En la esfera macroeconómica encontramos instituciones que ofrecen financiamiento y administran fondos en forma asimilable a un banco: FMI, BM, BIS, Bancos Regionales (BID, FLAR, CAF, Banco Asiático de Desarrollo).⁷

2. En la esfera financiera ubicamos instituciones que coordinan las regulaciones nacionales o proponen regulaciones internacionales: Comité de Basilea (regulaciones bancarias), IOSCO (mercados de capitales), IAIS (aseguradoras), IASB (normas contables), FATF (regulaciones contra el lavado de dinero), OECD (regulaciones contra el secreto fiscal y bancario), etc. El nuevo coordinador de estas instituciones será el recientemente creado FSB.⁸

V. Arquitectura 2: elaborar las nuevas reglas financieras

Partiendo de la premisa que las fuertes fallas en la regulación y supervisión de los sistemas financieros fueron causas fundamentales de la crisis, se establecieron en el G20 las bases para la reforma de las nuevas “reglas de juego” de las finanzas nacionales e internacionales.

Se acordó construir un marco de regulación y supervisión más estricto y globalmente consistente con el objeto de reducir la probabilidad de ocurrencia de una

⁷ BID: Banco Interamericano de Desarrollo, BIS: Bank of International Settlements, FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas, CAF: Corporación Andina de Fomento.

⁸ IOSCO: International Organization of Securities Commissions, FATF: Financial Action Task Force, IAIS: International Association of Insurance Supervisors, IASB: International Accounting Standards Board.

nueva crisis financiera sistémica. Este consenso, diferente al prevaleciente en las últimas décadas, apunta a una regulación con menor sustento en la disciplina de mercado. En el espíritu de estos cambios subyace, también, el principio de aumentar la cooperación entre los países.⁹

Entre los puntos más salientes encontramos:

1. *Enfoque amplio para la regulación*: la estabilidad financiera sistémica debe ser un objetivo de todos los reguladores y órganos de emisión de normas y estándares. Las autoridades deben contar con herramientas macroprudenciales apropiadas (ej.: medidas para contener el apalancamiento, requisitos de capital que se ajusten a lo largo del ciclo, previsiones “*forward looking*”, etc.).

2. *Alcance de la regulación*: todas las instituciones, mercados e instrumentos sistémicamente importantes deben estar regulados o bajo vigilancia.

3. *Vigilancia de las agencias de rating crediticio*: éstas deben estar sujetas a un régimen de vigilancia que incluya su registro y el cumplimiento con los estándares de IOSCO en la materia. Las autoridades locales tienen que tener capacidad de hacer cumplir las regulaciones y evitar los conflictos de intereses.

4. *Pools privados de capital*: estos fondos o sus administradores (incluyendo a los *hedge funds*) deben estar sujetos a registro y requisitos de difusión de información.

5. *Evaluación transparente de los regímenes regulatorios*: los miembros del G20 se comprometen a realizar un FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) y publicar sus conclusiones.

6. *Prociclicidad*: el FSF y sus cuerpos miembros (por ejemplo, el Comité de Basilea) deben desarrollar enfoques para mitigar la prociclicidad, promoviendo la acumulación de capital durante los *booms*. Los estándares contables deben permitir establecer previsiones que tengan una visión “a lo largo del ciclo”.

⁹ Sin embargo, la posibilidad de que las entidades realicen arbitraje regulatorio es el espacio aún no explorado para determinar cuanta homogeneidad es necesaria. Rodrik (2009) argumenta que la labor de regulación debería permanecer como una decisión a nivel nacional, en la cual cada país decida qué punto elegir en el *trade-off* entre estabilidad e innovación financiera.

7. *Capital*: éste debe servir como un colchón efectivo para absorber las pérdidas a lo largo del ciclo. El estándar internacional de capital debe revisarse, una vez que las condiciones lo permitan. El Comité de Basilea debe desarrollar un indicador simple de *leverage*. Los líderes del G20 deben avalar la adopción progresiva de Basilea II.

8. *Liquidez*: los supervisores deben establecer un marco global que promueva sólidos colchones de liquidez para atender períodos de *stress* prolongados en la disponibilidad de fondos. En especial, Argentina propuso que se debería evitar que las subsidiarias provean liquidez a las casas matrices durante situaciones de turbulencia financiera a fin de limitar los efectos de este canal de contagio.

9. *Infraestructura para los derivados de crédito OTC*:¹⁰ los bancos deben dar los pasos necesarios para realizar las transacciones OTC a través de contrapartes centrales (CCP). Las CCP deben estar sujetas a vigilancia por los supervisores y al cumplimiento de estándares de gestión de riesgos, de funcionamiento, etc.

10. *Balances*: profundizar la transparencia para los instrumentos fuera de balance. Los estándares contables deben ser menos complejos y permitir una correcta evaluación de la incertidumbre asociada a la valuación de los instrumentos financieros. El IASB (normas contables) debe hacer un esfuerzo para converger a un único conjunto de normas e incrementar la representación de las economías emergentes en su estructura.

11. *Esquemas de compensación*: éstos deben ser consistentes con las metas de largo plazo y una prudente toma de riesgos. Los componentes variables deben estar ligados a la *performance* y ajustados por riesgo.

12. *Paraísos fiscales*: se acordó tomar medidas en contra de las jurisdicciones no cooperativas y procurar terminar con el secreto bancario. La motivación de estas acciones se sustenta en el potencial incremento del arbitraje regulatorio una vez que las regulaciones se vuelvan más estrictas. En efecto, dichas jurisdicciones podrían convertirse en una válvula de escape atractiva que deterioraría la efectividad de la regulación.

¹⁰ En la operatoria *Over The Counter* (OTC) se negocian instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, *swaps* o derivados de crédito) directamente entre dos partes, fuera del ámbito de los mercados organizados.

VI. La reforma pendiente: lo que no trató el G20

Entre las decisiones y pronunciamientos del G20 está ausente uno de los principales factores que explicaron la crisis financiera mundial: el deficiente funcionamiento de las reglas de juego del sistema monetario internacional. La discusión se ha centrado hasta ahora en las futuras regulaciones financieras nacionales e internacionales, en la reformulación de las instituciones multilaterales existentes y la creación de otras nuevas, pero no se ha debatido sobre cuál es el régimen cambiario-monetario global más adecuado. Es decir, no se ha discutido acerca de temas tales como la causa y la eventual corrección de los desbalances globales, la situación del dólar como reserva de valor y la ausencia de un “productor” de liquidez global que pueda ser además prestamista de última instancia. A continuación desarrollamos estos puntos claves a modo de agenda para la reforma pendiente.

VI.1. Los desbalances

Con anterioridad a la crisis existía un amplio debate académico y político respecto a la importancia de los desbalances y sus riesgos para la economía global.

Por desbalances no entendemos a la mera existencia de déficits o superávits de cuenta corriente en un país puntual, sino a posiciones de cuenta corriente (y de activos externos) en economías sistémicamente importantes, que conllevan tanto distorsiones significativas respecto a la asignación del ahorro mundial, como así también grandes riesgos para la economía internacional derivados de su sostenibilidad. Específicamente, para algunos autores, los desbalances reflejaban un deficiente funcionamiento del sistema monetario internacional en tanto los flujos de ahorro van desde varias economías asiáticas en desarrollo hacia un país avanzado como los EE.UU.

Existen distintas visiones o racionalizaciones que explican los desequilibrios globales. Bernanke (2005) señala al “exceso de ahorro” (*saving glut*) en Asia como el factor central en presionar a la baja las tasas de interés en el país receptor de esos excedentes. Por su parte, Dooley *et al.* (2005) ven a los desbalances como un fenómeno de equilibrio, bautizado con el nombre de Bretton Woods II. Entre China (y el Asia emergente) y EE.UU. existiría un acuerdo implícito por el cual la cuasifijación del yuan al dólar permite al primero mantener el esquema de *export-led growth* y a EE.UU. financiar mayores niveles de consumo a cambio

de reciclar esos dólares en activos financieros norteamericanos. El sistema generaba menores precios en los bienes transables coadyuvando a una baja inflación en EE.UU.¹¹

La acumulación de reservas como estrategia deseada por los países emergentes es otro factor importante que contribuyó a explicar y acentuar los desequilibrios. A partir de la experiencia de la crisis asiática, caracterizada por restricciones en el acceso a la liquidez internacional, estos países reconocieron un beneficio neto mayor de poseer una fuerte posición de reservas en dólares (Bastourre, Carrera e Ibarlucia, 2009).

Así como resulta dificultoso establecer un claro orden causal en los desbalances, quedan pendientes varios interrogantes sobre cómo los mismos evolucionarán dado el nuevo contexto signado por la crisis.

Un problema fundamental es la falta de consenso entre los académicos y los hacedores de política económica sobre si son o no nocivos los desequilibrios, o si constituyen una realidad ineludible dadas las preferencias intertemporales de los países. Si como parece efectivamente que ocurrirá, se consolida la idea de que los desbalances fueron partícipes necesarios en la crisis (FSA, 2009 o Portes, 2009, entre muchos otros), se instalan dos interrogantes: primero, ¿pueden los desequilibrios solucionarse en forma endógena o deberán los países involucrados buscar un rebalanceo con acciones *ad hoc*?; segundo, ¿debería ocurrir ello durante la crisis o es ésta una tarea para implementar en un período de “normalidad”?

Más allá del debate académico, un escenario políticamente probable es que se genere por *default* en el G20 la idea de que los desbalances se corregirán en forma más o menos automática y que, si eso no ocurriese, la reforma de la AFI en marcha (basada en una mayor regulación financiera y organizaciones multilaterales más fuertes y representativas) será suficiente para evitar nuevas crisis.

Es decir, si cuando la crisis quede atrás los países más relevantes en términos de flujos netos siguen teniendo las preferencias reveladas hasta 2007, volveríamos al “Bretton Woods II”. Como en el Bretton Woods original, se buscaría que el rediseño de la AFI compense las inconsistencias con mayores regulaciones

¹¹ Los bonos del tesoro que posee China también actuarían implícitamente como garantía (*collateral*) de los flujos de inversión extranjera directa que recibe este país por parte de EE.UU.

financieras, que desempeñarían hoy el rol que los controles de capitales cumplieron entre los años 50s y 60s.

Implícita en toda esta discusión está la conexión entre desbalances y el régimen cambiario global. Al respecto, el ejercicio contrafáctico de preguntarnos si en un mundo con flotación plena respecto al dólar en todas las regiones, los desequilibrios no hubiesen alcanzado las dimensiones actuales, no tiene una respuesta clara. A la incertidumbre sobre la efectividad de los mecanismos “de mercado” para corregir estos desbalances, se suma la ausencia de una institución internacional que induzca su corrección a medida que se manifiestan.¹²

La evidencia histórica muestra que el punto débil de los distintos regímenes monetarios internacionales siempre ha sido la cuestión de la asimetría entre países deficitarios y superavitarios, siendo estos últimos proclives a no involucrarse en los ajustes globales en la medida que poseen la capacidad de posponerlos. A esto se suma en la actualidad el hecho que, desde la lógica individual de un país emergente, los superávits son una muestra de solidez y están asociados a una menor percepción de riesgo, siendo estos elementos de crucial importancia ante la falta de un prestamista de última instancia global. Entonces, queda en pie el interrogante de si debería poseer el futuro régimen cambiario global una institución que regule los desequilibrios.

Como ya señalamos, no parece muy probable un escenario en el que se arribe a un consenso internacional para corregir los desbalances de manera coordinada y gradual. De todas formas, si dicho consenso emergiese, la cuestión central pasaría a ser el modo en el cual se realizaría el ajuste y la definición de los actores que deberían estar involucrados. ¿Debería llevarse a cabo principalmente a través de una devaluación gradual del dólar o se tendría que poner el énfasis en lograr un mayor gasto fiscal y estimular el gasto privado en los países superavitarios? ¿Sería la solución sólo parte de un acuerdo estratégico entre EE.UU. y China? ¿No habría que contemplar que hay otros países relevantes con superávits de cuenta corriente y, por tanto, sería preferible dar una respuesta en un foro multilateral como el G20?¹³

¹² Bajo Bretton Woods, el FMI tenía entre sus tareas colaborar con los países que debían corregir desequilibrios en la cuenta corriente mediante préstamos puente para facilitar el ajuste cambiario.

¹³ Tal es el caso de Japón, varias economías de Asia, Alemania y los países productores de petróleo, entre otros. Desde esta perspectiva, el G20 es el ámbito apropiado por concentrarse entre sus miembros la mayor parte de los flujos de cuenta corriente globales.

VI.2. La reforma del régimen monetario y cambiario

Desde la caída de Bretton Woods en 1973, las relaciones financieras internacionales se han desarrollado en un contexto de “no régimen”, caracterizado por la flotación entre las principales monedas y la ausencia de tratados o acuerdos formales que definan reglas de movimiento para las paridades cambiarias. Sin embargo, el sistema distó de ser un régimen de flexibilidad pura, sino que por el contrario, los países dispusieron de cierta libertad para elegir sus arreglos cambiarios y monetarios. Así, por ejemplo, identificamos casos de flotación administrada (como Japón) o de fijación dentro de ciertas áreas monetarias (como el caso de Europa).

Por su parte, se hizo evidente que la política cambiaria constituía un pilar fundamental en la estrategia exitosa de desarrollo económico de *export-led growth* implementada por un grupo de economías del este y sur de Asia. De este modo, se fue configurando un sistema global dual formado por un conjunto de monedas subvaluadas y cuasifijas respecto al dólar en el Asia emergente y por paridades flotantes entre Europa y EE.UU. Este esquema se consolidó a partir de la crisis asiática, dando lugar al ya citado Bretton Woods II.

Ahora bien, las posibles interconexiones del régimen cambiario global con los desbalances y la crisis actual, plantean el debate acerca de la necesidad de introducir cambios en su organización. Es decir, ¿cuál es el régimen más adecuado para potenciar el comercio de bienes y activos financieros, evitar la formación de desequilibrios y favorecer la estabilidad cambiaria?

Una parte de la literatura, para quienes la disciplina del mercado también aplica a los mercados cambiarios, vería natural ir hacia un régimen global de flotación entre las principales monedas del mundo. La potencial volatilidad no sería traumática ya que existen mercados para cubrir ese riesgo.¹⁴

Para otros autores, como McKinnon (2008), sería posible, en cambio, mantener la estabilidad cambiaria a través de:

¹⁴ En un reciente trabajo (Carrera y Vuletin, 2009) hemos mostrado cómo la volatilidad del tipo de cambio real ha sido más baja durante el período de WWII (aún controlando por otros factores determinantes) que en cualquier otro período entre 1947 y 2007.

a. Políticas contracíclicas en aquellos países que muestren elevados superávits comerciales.¹⁵

b. Alinear las políticas monetarias a fin de reducir los diferenciales de tasas de interés entre países. Incluso se podrían imponer algunas restricciones a los flujos de capitales de las instituciones financieras.

Si se deseara establecer límites a la volatilidad de las principales monedas avanzadas como el dólar y el euro, implementando un régimen de “flotación administrada global”, surge el problema de que no hay experiencias recientes de grandes intervenciones (ni conjuntas ni individuales) desde inicios de este siglo (The Economist, 2008). Dada la dimensión de los mercados cambiarios, es de esperar que el mayor esfuerzo estuviera puesto en convencer a los operadores mediante declaraciones conjuntas sobre el rango y eventualmente el sendero deseado para la paridad dólar-euro y dólar-yen.¹⁶

VI.3. ¿Del patrón dólar a un liderazgo compartido?

Otra de las grandes cuestiones que definirán el futuro régimen monetario-cambiarío global es el rol del dólar como patrón monetario único. La condición asimétrica de la moneda norteamericana se refleja en la memorable elaboración de John Connally, Secretario del Tesoro de EE.UU. bajo la presidencia de Nixon, “el dólar es nuestra moneda y vuestro problema” (1971).

En la literatura, la convención de que sólo una moneda puede ostentar la primacía monetaria suele resumirse con la expresión “el ganador se lleva todo” y se deriva de la experiencia de la segunda mitad del siglo XX con el dólar. La situación se explica no sólo por el liderazgo de EE.UU. como potencia política, económica y militar sino también porque otros gobiernos desalentaron el uso internacional de sus monedas (Alemania por las consecuencias inflacionarias, Japón por las incompatibilidades con su sistema de crédito).

¹⁵ Para la discusión sobre los desbalances globales, esto significaría que EEUU tendría que ser fiscalmente menos contracíclico que China si el objetivo es que éstos se reduzcan.

¹⁶ Las intervenciones cambiarias coordinadas más importantes en las últimas dos décadas fueron el Acuerdo del Plaza en 1985; el Acuerdo del Louvre en 1987; las intervenciones conjuntas de EE.UU. y Japón en 1995 y 1998; y la acción del G7 para sostener el euro en el 2000. En el actual contexto de desbalances, con China y los países petroleros como grandes tenedores de reservas en dólares, posiblemente nuevos actores deberían participar de este tipo de medidas.

Sin embargo, Eichengreen (2005) o Frankel y Chinn (2005) discuten las posibilidades de liderazgos monetarios compartidos. En los años 20 por ejemplo, tres monedas dominaron la escena internacional (Libra - Dólar - Franco, en ese orden de importancia). Esto no implica que estas situaciones sean deseables o estén exentas de turbulencias financieras y volatilidad. Más aun, el período entre ambas guerras donde la libra fue perdiendo terreno frente al dólar fue una etapa de “no régimen” con alta inestabilidad y devaluaciones competitivas.

De la experiencia de la ruptura de Bretton Woods en 1973, observamos que experimentar una gran devaluación no es *per se* determinante para perder el liderazgo monetario, de hecho el dólar siguió siendo la moneda central. Esto fue consecuencia de que, por entonces, no se avizoraba otra divisa que pudiese convertirse en la principal moneda de reserva dado que sólo el dólar podía garantizar el volumen necesario para llevar adelante las transacciones comerciales y financieras globales. Es decir, la liquidez potencial y las dimensiones del sistema financiero del país líder (EE.UU.) compensaban la mayor volatilidad nominal e inflación del dólar respecto a monedas más atractivas como reserva de valor pero de menor liquidez como, por ejemplo, el franco suizo.

¿Puede configurarse en los próximos años un escenario de declinación del dólar? En caso afirmativo, ¿cómo sería este rediseño: gradual y consensuado o abrupto y conflictivo? Las necesidades reales de la economía americana y los riesgos inflacionarios que enfrenta el dólar en el mediano plazo, podrían avalar la hipótesis de pérdida de espacio de la moneda estadounidense. Pero los potenciales competidores del dólar (euro y yuan) no generan una completa certidumbre sobre su papel internacional.

El euro ha venido ganando espacio en su uso para transacciones financieras y en las reservas de los bancos centrales y fondos soberanos, pero no parece existir una voluntad política de incrementar drásticamente su participación en los mercados cambiarios. Por otro lado, si bien el área del euro tiene espacio regional para expandirse, la tasa de crecimiento europea ha sido relativamente baja y hay incluso dudas sobre el costo-beneficio de adoptar el euro en la periferia del continente. También, aquellos países que ya forman parte de esa área monetaria, ven que las nuevas incorporaciones pueden diluir su peso en los órganos de gobierno. Podría entonces aparecer una solución que implique converger a un nivel intermedio de participación global del euro como ocurrió en el pasado con el yen.

En el caso de China, existen amplios controles de capitales y restricciones financieras que limitan el rol financiero del yuan. Hasta el momento, han existido algunos intentos de darle mayor presencia internacional generando líneas de *swaps* con varios países, incluso fuera del espacio regional asiático (por ejemplo, con Argentina y Bielorrusia). Sin embargo, para China no sería conveniente que se precipite una fuerte pérdida de valor del dólar puesto que la mayor parte de sus reservas son activos denominados en esa divisa. De este modo, la transición hacia un yuan fuerte no es necesariamente un juego de suma positiva salvo que fuera realizada en forma gradual.

Por su parte, tanto el euro como el yuan son monedas de países que descansan en el rol dinámico de las exportaciones y que son estructuralmente superavitarios en su cuenta corriente. Estas características plantean dudas sobre su capacidad para inyectar liquidez internacional suficiente, en el caso en que compartiesen con el dólar el liderazgo monetario.¹⁷

Hasta el momento, la “producción” de liquidez internacional estuvo asociada a déficits externos concentrados en el país líder (EE.UU.), quien ha exhibido una trayectoria de endeudamiento neto positivo y creciente respecto al resto del mundo. La dinámica de los desbalances es, desde esta óptica, inherente a su rol de líder monetario. La pregunta que surge entonces es si estarán dispuestos los otros potenciales líderes a pasar a posiciones deficitarias para proveer liquidez global.

Como conclusión preliminar, consideramos que probablemente el dólar termine cediendo espacio pero sin abandonar su papel principal. También se aprecia que existen intereses complementarios para que los principales países del G20 busquen minimizar la probabilidad de ajustes abruptos en las paridades o de períodos de alta volatilidad. Esto podría evitarse con acuerdos bilaterales entre las grandes áreas y siendo luego avalados en un ámbito más amplio. Es posible que la poscrisis requiera entonces, una suerte de flotación administrada global más homogénea que el sistema dual vigente hasta ahora.

¹⁷ Dilema que enfrenta toda moneda de uso internacional y que fuera originalmente notado por Triffin (1960). Hoy en día, una forma de inyectar dólares en las economías avanzadas es por medio de *swaps* de monedas. No obstante, este esquema no está disponible de forma permanente para los países emergentes.

VI.4. El Prestamista de última instancia global y la composición de las reservas en países emergentes

El rol jugado por el dólar durante la crisis como prácticamente el único activo seguro ha significado, para los países emergentes, fuertes reversiones en los flujos de capitales por el *flight to quality*, reduciendo el espacio para políticas contracíclicas que suavicen los efectos de la crisis. De este modo, la salida de capitales transforma a los emergentes en el eslabón más débil de la integración financiera internacional.

Estos episodios, que se repiten frente a cada situación de *shock* de liquidez global, limitan el rol de los prestamistas de última instancia domésticos y se traducen en un costo financiero estructuralmente más alto, de fuerte componente procíclico y dependiente de las condiciones internacionales.

Tal comportamiento, junto con la incertidumbre acerca del valor de largo plazo del dólar, que genera inestabilidad en el valor de las reservas internacionales de los bancos centrales (hoy mayoritariamente en esa moneda), plantearía el caso para crear una institución independiente y reconocida internacionalmente, que cumpla con la función de prestamista de última instancia y proveedor de liquidez.

Por ello, una de las lecciones de la presente crisis sería la necesidad de crear un sistema de reservas global cuya moneda no sea la de un país en particular (Ocampo 2008). En este sentido, a corto plazo la AFI ya dispone de los DEG, que fueron creados en 1969 por el FMI¹⁸ para complementar los activos de reservas de los países miembros y ahora, podrían transformarse en un instrumento de uso extensivo en la implementación del nuevo sistema.

El Presidente del Banco Central del China, Zhou Xiaochuan, propuso días antes de la reunión del G20 la creación de una “super moneda de reserva soberana” asociada a varios países líderes que participarían de la canasta. Esta moneda debería atender dos cuestiones relevantes: proveer una moneda estable a las reservas internacionales y ser un instrumento de liquidez internacional.¹⁹ Las características deseables de dicha moneda serían la estabilidad respecto a un

¹⁸ Fue un intento de solución a los problemas de Bretton Woods pero no tuvo el impulso necesario.

¹⁹ La propia propuesta de Zhou se inspira en la idea de Keynes para Bretton Woods, que consistía en crear una moneda, el Bancor, basada en una canasta de 30 *commodities* representativas.

ancla, la emisión ordenada (definida por reglas fijadas *ex-ante*), la flexibilidad para dar respuestas a cambios abruptos en la demanda y, fundamentalmente, su desconexión de las divisas nacionales. Esta moneda fiduciaria debería ser asignada a los países sobre bases regulares (no implicaría desarrollar un superávit ni aumentar su endeudamiento externo para obtenerla).

Los DEG podrían cumplir parte de esas funciones si su motivación original, no cumplida plenamente, fuera retomada. Como vimos, el G20 avanzó en esa dirección con la asignación de DEG por 250 mil millones de dólares. Aunque tal medida es todavía parcial y restan aprobar asignaciones anteriores, es un primer paso. Seguramente la composición de la canasta que compone el DEG debería ser modificada para incluir al yuan.

VII. Cuando se despeje el horizonte

El G20 concentró su trabajo en dos áreas: primero, la coordinación de las políticas macroeconómicas para salir de la crisis y segundo, la reforma de la AFI tanto en lo concerniente a las regulaciones financieras como a las organizaciones multilaterales de crédito y supervisión. Quedó fuera de la agenda atender otros aspectos críticos de la AFI como las reglas de funcionamiento del sistema monetario internacional. Respecto a esta cuestión, es materia de debate la situación actual de “no régimen” que generó fenómenos como los desbalances globales, careció de reglas claras respecto al rol del dólar en la provisión de liquidez internacional y como reserva de valor, y que tampoco tuvo un prestamista de última instancia.

Tanto el consenso económico como las instituciones de la AFI vigentes hasta 2008 no alertaron ni previnieron sobre los riesgos de una crisis global. La economía como teoría y práctica debería poder mostrar que es capaz de encontrar una salida rápida, eficiente y sostenible para la presente crisis. Las lecciones de los años treinta parecen ser de enorme utilidad para no repetir los errores del pasado respecto a los riesgos de la deflación y el ajuste automático. De esta manera, observamos cómo las principales potencias económicas están desplegando un paquete masivo de medidas monetarias y fiscales expansivas.

Vale también tener en cuenta que la literatura más reciente sobre la crisis del treinta (Eichengreen, 1992; Bernanke, 1995) muestra que la dimensión internacional, algo subestimada en trabajos pioneros como los de Friedman y Schwartz

(1963) y Temin (1976), fue sumamente relevante para explicar su profundidad y duración. En ese período la AFI existente, basada en el patrón oro, la plena movilidad de capitales y una importante desregulación financiera, jugó un rol decisivo en su origen y propagación.

En ese contexto internacional, los países adoptaron posiciones no cooperativas que llevaron a grandes devaluaciones competitivas y guerras tarifarias que terminaron por contraer, junto con el derrumbe del nivel de actividad, a un tercio el comercio internacional y por destruir los intercambios financieros. La conferencia de 1933, fortuitamente organizada en Londres, como la del G20 en 2009, mostró la falta de predisposición de las potencias mundiales para hallar una respuesta coordinada. La economía como ciencia hoy puede mostrar, gracias a la implementación de resultados de la teoría de los juegos, que hay soluciones cooperativas pareto-superiores a equilibrios competitivos.

Al respecto, al evaluar los acuerdos alcanzados en el marco del G20, es lícito dudar de la profundidad y extensión de las reformas tomadas. Sin embargo, reconociendo el breve período de tiempo transcurrido, la experiencia ha sido positiva porque incorporó a los países emergentes en la discusión tanto de las medidas de corto plazo como del rediseño de la AFI.

Cuando la urgencia por la crisis disminuya, se instalarán en la mesa de debate del G20 los temas para los que hay menos consenso y que será necesario afrontar. Definir nuevas “reglas del juego” para el sistema monetario y financiero internacional es una tarea más compleja y conflictiva que definir nuevas regulaciones para los sistemas financieros nacionales o rediseñar las organizaciones multilaterales, que es lo que se ha hecho hasta ahora. Frente a las urgencias impuestas por la crisis, parece una estrategia razonable que se haya postergado su tratamiento.

La tarea pendiente del G20 es difícil: ni más ni menos que establecer un marco cooperativo sostenible. De los países avanzados en los que se originó la crisis y conformaron la actual arquitectura, se necesita el liderazgo y la generación de consensos, de los emergentes se requiere una actuación a la altura de sus nuevas responsabilidades. La reforma resultante de la AFI, una vez que la crisis haya pasado, mostrará cuán profundo es el compromiso de los principales actores con un esquema más estable, equilibrado y menos propenso a generar desequilibrios globales.

Referencias

Bastourre, D., J. Carrera y J. Ibarlucia (2009); “What is Driving Reserve Accumulation? A Dynamic Panel Data Approach”, *Review of International Economics*, Vol. 17 (4).

Bernanke, B. (1995); “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol 27 (1), 1-28.

Bernanke, B (2005); “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, Discurso, en la Conferencia Sandridge, Asociación de Economía de Virginia, Richmond, Virginia, 10 de marzo de 2005.

Carrera J. y G. Vuletin (2009); “Real Exchange Rate Volatility and Exchange Rate Regimes: Neutrality, Complementarities and Announcements”, mayo de 2009.

Chinn, M. y J. A. Frankel (2005); “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency”, NBER, documento de trabajo N° 11510 (agosto).

Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003); “An Essay on the Revived Breton Woods”, NBER, documento de trabajo N° 9971 (septiembre).

Eichengreen, B. (2005); “Sterling’s Past, Dollar Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition”, NBER, documento de trabajo N° 11336 (mayo).

Eichengreen, B. (1992); *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York: Oxford University Press.

Financial Service Authority (FSA, 2009); “The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis”, marzo.

Friedman, M. y A. Schwartz (1963); *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.

Ronald McKinnon (2008); “A New BrettonWoods?”, mimeo, Universidad de Standford.

Ocampo, J. (2008); “Policy Lessons from the Current Financial Turmoil”, trabajo presentado en las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, septiembre de 2008.

Portes, R. (2009); “Global Imbalances”, en M. Dewatripont, X. Freixas y R. Portes (eds.) *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, Centre for Economic Policy Research.

Rodrik, D. (2009); “A Plan B for Global Finance”, *The Economist*, 14 de marzo.

Temin, P. (1976); *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York: W. W. Norton.

The Economist (2008); “Divine Intervention”, 27 de marzo.

Triffin, R. (1960); *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, New Haven, CT: Yale University Press, 1960.

Wolf, M. (2009); “Rising Government Bond Rates Prove Policy Works”, *Financial Times*, junio.

In memoriam Alfredo Canavese

Por Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

Hemos perdido a Alfredo Canavese cuando apenas tenía 63 años y mucho para darnos. Algún día de principios de los 60 había decidido estudiar Economía y no seguir la carrera diplomática con la que había soñado durante su adolescencia de Ciudadela. Desde entonces, profesó la Economía con una creatividad y una dedicación que le valieron el afectuoso reconocimiento de sus colegas y de sus miles de alumnos. Cursó sus estudios en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y aún antes de graduarse comenzó a ejercer su profunda vocación de enseñar. Alfredo Canavese fue durante toda su vida el arquetipo del profesor que tiene el talento de hacer fácil lo difícil. Una vez que obtuvo su título se incorporó al Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad de Buenos Aires que dirigía Julio Olivera. Corría el año 1967 y en ese ambiente de amor por el conocimiento confirmó algo que ya traía consigo: no había ciencia o análisis económico viable sin rigor académico. En ese sentido nunca haría concesiones.

Sus clases fueron para Alfredo pasión constante y motivo de desvelo por mejorarlas hasta la perfección. Los alumnos de la Universidad de Buenos Aires y de la Universidad Torcuato Di Tella no olvidarán sus cursos de Teoría del Crecimiento Económico y de Microeconomía, su plasticidad para introducir a un novel estudiante a la belleza de la argumentación clara y precisa, y su capacidad para internarse sin fanfarria en los tópicos avanzados y complejos. Podía hacerlo porque era, además, un investigador cabal. Comenzó a publicar en los inicios de los años 70 con un estilo de conceptos claros en el que no sobran palabras. Quienes firmamos esta triste nota tuvimos el privilegio de colaborar con él en algunos artículos. Realizó trabajos conjuntos con Ernesto Gaba, Luisa Montuschi, Juan Carlos de Pablo, Guillermo Rozenwurcel, Leonardo Bleger, Guido Di Tella, Alberto Porto, Juan Llach, Hildegart Ahumada, Walter Sosa Escudero, Facundo González Alvarado, Pablo Sanguinetti, Leonardo Gasparini, y Paula Canavese, su hija mayor. Nos sentimos miembros de un club afortunado: aprendimos escribiendo con él como aprendíamos dialogando con él. Era un espíritu abierto a las ideas ajenas, atento, dispuesto a escuchar y a incorporar el punto de vista de su interlocutor.

Alfredo Canavese fue un investigador altamente productivo, siempre motivado por el estudio de problemas económicos concretos. Tuvo algunos pasos por el sector público (incluyendo una actividad de asesoramiento al gobierno de Bulgaria) pero, sobre todo, canalizó a través del trabajo académico su preocupación permanente por los temas del debate argentino. Esos temas inspiraron su producción intelectual y lo convirtieron en una figura relevante en discusiones de política económica. Desde 1977, y por casi dos décadas, dedicó especialmente sus esfuerzos a desentrañar las causas de la inflación, la dinámica de la alta inflación y la lógica interna de los planes de estabilización. Se inspiró inicialmente en las contribuciones de Olivera, y sobre esta base desarrolló un destacado conjunto de aportes originales, como su influyente artículo sobre la especificación de la hipótesis estructural en la teoría de la inflación. Más tarde se dedicó a analizar los costos de la alta inflación. Canavese se concentró en el análisis de los impactos distributivos, y produjo fuertes argumentos sobre el carácter regresivo de un proceso que afecta particularmente a los sectores con menos oportunidades para recurrir a los mercados financieros a fin de demandar sustitutos del dinero. Durante los últimos años, Alfredo se dedicó a investigar temas de Economía y Derecho. Lo atraía a estas cuestiones un interés académico, pero también una actitud personal de vincular el análisis económico con la búsqueda de resultados compatibles con criterios de justicia.

Canavese no buscó la figuración, pero su tarea como investigador fue merecidamente reconocida. Entre otras distinciones, recibió el premio Bernardo Houssay del CONICET en 1987 y, en 2006, el premio Konex al Mérito en el área de Teoría Económica.

Alfredo Canavese fue, además de ese profesor e investigador impregnado de optimismo acerca del carácter científico de la economía, un ser humano con vocación de servicio. Pudo haberse encerrado en el *hábitat* privado del trabajo académico; sin embargo, pocos como él han trabajado tanto por el desarrollo institucional de las actividades de los economistas. Tenía sólo 27 años cuando integró el Consejo Académico de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires; tenía sólo 29 años cuando ocupó el cargo de Secretario de la Asociación Argentina de Economía Política (fue otras tres veces miembro de su Consejo Directivo). Se desempeñó por más de veinte años como Director Académico de la Maestría en Economía del Instituto Torcuato Di Tella y de la Universidad Torcuato Di Tella. Durante los últimos años, le brindó su trabajo cotidiano a la Academia Nacional de Ciencias Económicas, a la que ingresó en 2002.

Dos palabras nos vendrán siempre a la memoria y sacudirán nuestros corazones cuando pensemos en Alfredo Canavese: “enseñar” y “aprender”, ambas con el entusiasmo de quien está convencido de que enseñando y aprendiendo se acerca el ser humano a la verdad, siempre inasible. Desde su *blog*, un joven economista que había sido su alumno describió ese entusiasmo con palabras reveladoras: *“Canavese desarrollaba sus ecuaciones en el pizarrón, y aunque ya sabía que así iba a ser, se maravillaba siempre al llegar al resultado previsto”*. Se ha ido un brillante profesional y un cabal ser humano.

A modo de homenaje a Alfredo, que formaba parte del comité editorial de la nueva etapa de Ensayos Económicos, se vuelve a publicar su trabajo “Hipótesis estructural en la teoría de la inflación”, que saliera en la revista número 11 en septiembre de 1979.

La hipótesis estructural en la teoría de la inflación*

Alfredo Canavese**

Introducción

La teoría estructural de la inflación se basa en una hipótesis que relaciona precios –como una manifestación del proceso económico– con estructura del sistema económico. Así, bajo ciertas condiciones, como se demuestra en Olivera (1977 a) y Olivera (1977 b), a cada estructura le corresponde un único vector de precios relativos y viceversa, de modo que cambios estructurales requieren cambios en los precios relativos.¹ Si la estructura es tal que los precios monetarios son inflexibles en sentido descendente, el ajuste de los precios relativos exige el alza de los precios monetarios. Los cambios estructurales dan lugar, entonces, a presiones inflacionarias que, cuando son acompañadas por una oferta monetaria pasiva, generan un proceso inflacionario. La teoría estructural no requiere como condición necesaria para el aumento sostenido de los precios la existencia de demanda agregada excedente, pero la aparición de inflación sostenida presupone la existencia de “mecanismos de propagación” que vinculan ajustes de las tasas de salarios a cambios en los niveles de precios y ajustes de precios a variaciones en los costos salariales o la reiteración en el tiempo de los cambios estructurales, o ambas cosas a la vez.²

* Nota del editor: este trabajo fue publicado en la revista N° 11 de Ensayos Económicos del BCRA de septiembre de 1979.

** Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). Deseo agradecer el estímulo que me brindó el Dr. Julio H. G. Olivera durante el período de gestación de este artículo y las fecundas discusiones mantenidas con el Dr. Vazquez-Preseido en torno al concepto de estructura -tópico sobre el que él se hallaba trabajando- que me sirvieron para aclarar varios puntos.

¹ Algunos autores, por ejemplo Olivera (1977 c), señalan que el nombre de “inflación estructural” alude al hecho de que los precios relativos definen la estructura de precios, de la misma forma en que las proporciones entre los sectores generadores de producto definen la estructura de producción, sin embargo para otros, por ejemplo para aquellos estructuralistas que contribuyeron en la recopilación editada por Baer y Kerstenetzky (1964) o en las presentaciones que se hacen en Canavese (1978 b) y Canavese (1979) del dual de precios que corresponde al trabajo de Baumol (1967), el término “inflación estructural” se liga a la estructura del sistema económico descrita por medio de un conjunto de ecuaciones con coeficientes reales.

² Nótese que dentro de la teoría estructural de la inflación los “mecanismos de propagación”, como señala Sunkel (1958), no pueden constituir una causa de inflación pero bien pueden mantenerla y aún contribuir a darle su carácter acumulativo.

Los elementos centrales de la teoría estructural de la inflación son, entonces, tres: precios relativos que cambian con cambios en la estructura económica, inflexibilidad descendente de (algunos) precios monetarios y oferta monetaria pasiva³ que cubre con aumentos de la cantidad de dinero la brecha deflatoria originada por el alza de los precios como señala Olivera (1957).

Esos elementos están presentes en dos vertientes independientes de la escuela estructuralista: el estructuralismo latinoamericano y el estructuralismo europeo.⁴ Ambas vertientes difieren sólo en las causas que asignan al cambio estructural. El estructuralismo latinoamericano, preocupado por la relación existente entre crecimiento e inflación,⁵ señala a los estrangulamientos sectoriales, especialmente en el sector agrícola como lo hace Grunwald (1961) y en el sector externo como enfatiza Maynard (1961), como generadores de fricciones que requieren variaciones en los precios relativos.⁶ Estos estrangulamientos reconocen como causas cambios en la composición de la demanda y en la estructura del sistema productivo que son el resultado de un proceso de desarrollo económico. El estructuralismo europeo presta más atención a la relación entre cambios dispares en las productividades sectoriales del trabajo y cambios uniformes en los salarios que, conjuntamente, implican variaciones de precios relativos.⁷

De lo señalado se desprende que la vertiente latinoamericana estudia, desde un punto de vista analítico, un caso más general que el que ocupa a los estruc-

³ La teoría del dinero pasivo es un elemento esencial de los procesos estructurales de inflación. Los trabajos centrales en este campo son Olivera (1970) y Olivera (1971).

⁴ El trabajo de Schultz (1959) sobre la inflación en Estados Unidos de Norteamérica en el período 1955-1957 es también estructuralista en la medida en que se basa en los elementos centrales del estructuralismo. Este trabajo se gestó contemporánea e independientemente de las ideas estructuralistas latinoamericanas. Lamentablemente parece que la contribución de Schultz ha sido considerada sólo como una explicación circunstancial y no como una hipótesis permanente.

⁵ Una cita clásica en este sentido es la siguiente: "...las fuentes subyacentes de la inflación en los países poco desarrollados se encuentran en los problemas básicos del desarrollo económico, en las características estructurales que presenta el sistema productivo de dichos países", tomada de Sunkel (1958).

⁶ Algunas veces se menciona también al déficit presupuestario del gobierno como factor estructural, por ejemplo en Grunwald (1961), Sunkel (1958) y Baer (1967), pero como bien indica Lopes (1979), esa mención es incorrecta pues aunque se refiera, como en el caso de la argumentación de Sunkel (1958), a la existencia de una elasticidad ingreso menor en la recaudación tributaria que en el gasto gubernamental como rasgo de la estructura económica, esa característica del sistema fiscal resulta generadora de demanda agregada excedente. El tratamiento adecuado del déficit fiscal requiere su análisis como un elemento de inercia generador de oferta monetaria pasiva como se hace en Olivera (1967 a).

⁷ El acento puesto sobre las diferenciales de productividad se revela en los títulos de los trabajos de los estructuralistas europeos como Streeten (1962) y Edgren, Faxen y Odhner (1969).

turalistas europeos: el cambio de precios relativos en el modelo latinoamericano se debe tanto a traslaciones de la demanda como de la oferta, mientras que la versión europea circunscribe su análisis a un caso de traslación de oferta.⁸

El propósito de este trabajo es mostrar la existencia de una equivalencia formal entre los modelos de inflación estructural contruidos en base a las hipótesis de los estructuralistas latinoamericanos en la década de los sesenta y aquellos formalizados por estructuralistas europeos en esta década.⁹

Una primera parte de este artículo se dedicará a caracterizar un proceso de inflación estructural tal como se lo concebía en la primera mitad de la década del sesenta para explicar una de las causas del aumento sostenido del nivel general de precios en las economías de países en desarrollo, especialmente en Latinoamérica, recordando que esos análisis conservan completa vigencia.¹⁰ Una segunda sección se ocupará de la extensión de la hipótesis estructural a economías industrializadas. La demostración de la equivalencia formal de ambos análisis se hará en la última sección.

I. Caracterización del proceso de inflación estructural en las economías de países en desarrollo

Las dos áreas principales en que los estructuralistas latinoamericanos enfatizan la existencia de estrangulamientos son la actividad agropecuaria y el comercio exterior. En la actividad agropecuaria se señala a la baja productividad como responsable del aumento de precios de alimentos y materias primas. En el

⁸ El estudio de Schultz (1959) queda también comprendido como un caso particular del modelo latinoamericano ya que su análisis se centra en fenómenos de traslación de demanda.

⁹ Frisch (1977) señala a los trabajos de Olivera (1964), Streeten (1962) y Baumol (1967) como los primeros en sostener que las tendencias inflacionarias de largo plazo en los países industrializados de Occidente pueden explicarse por razones estructurales. Los artículos de Streeten (1962) y Baumol (1967) se refieren específicamente a países industrializados mientras que en el trabajo de Olivera (1964), si bien se señala explícitamente que el núcleo de la hipótesis estructuralista de la inflación puede separarse lógicamente del fenómeno del crecimiento y se analiza la posibilidad de que pueda producirse *creeping inflation* estructural en países industrializados, se alude centralmente a la aplicación de la hipótesis estructural a las inflaciones crónicas de los países latinoamericanos. La mención de Frisch (1977) reconoce así, aunque sin demostración formal, el paralelismo entre los modelos de inflación estructural latinoamericano y europeo.

¹⁰ Una aplicación reciente de las hipótesis de la teoría estructural de la inflación al actual problema de la estanflación puede verse en Olivera (1979).

comercio exterior se adscribe a la hipótesis del deterioro de los términos del intercambio en razón de una demanda externa de bienes primarios que se debilita progresivamente.

Concentremos primero nuestra atención en un caso de presión estructural generada por el ajuste del precio relativo de los bienes agropecuarios.¹¹ El proceso de desarrollo industrial va habitualmente acompañado de un fenómeno migratorio desde áreas rurales hacia zonas urbanas. Parte de aquellos agentes económicos que producían para su propia alimentación suman ahora su demanda a las de quienes ya habitaban las ciudades, la urbanización cambia la composición de la demanda y la industrialización suma su propia necesidad de bienes primarios. La rápida satisfacción de esta demanda creciente sólo es posible si el sector agropecuario tiene una oferta de alta elasticidad-precio. Ese no es generalmente el caso. El precio relativo de los bienes agropecuarios tiende a aumentar marcadamente. Dada la rigidez descendente de los precios de los bienes industriales, ese aumento del precio relativo de los bienes agropecuarios requiere una elevación del precio nominal de ellos. Los “mecanismos de propagación” trasladan esa presión estructural: el alza de los precios de los bienes agropecuarios aumenta el nivel del costo de vida lo que origina ajustes en los salarios, ellos a su vez modifican los costos industriales y el mantenimiento del margen de beneficios requiere una elevación del precio de los bienes industriales lo que desajusta nuevamente los precios relativos, reanudándose el ciclo expuesto.¹² La descripción supone una oferta monetaria que se adapta pasivamente a las necesidades del equilibrio en el mercado de dinero.

El caso de presión estructural debida a estrangulamientos en el sector externo deriva de dos factores que operan conjunta y simultáneamente: el aumento de importaciones provocado por el proceso de industrialización y urbanización y la disminución de ingresos por exportaciones debida a una baja tasa de crecimiento de la demanda y a una caída en los términos del intercambio. El primer factor

¹¹ Un estudio del caso argentino basado en esa hipótesis se encuentra en Olivera (1968). Ese trabajo fue preparado en 1961 integrando el estudio de CEPAL sobre inflación y crecimiento en América Latina. Una formalización rigurosa se puede ver en Olivera (1967 b). Esa formalización dio lugar a una prueba empírica de la hipótesis por parte de Edel (1969).

¹² En Olivera (1967 b) se ilustra numéricamente que una brecha estructural del 3% anual puede provocar tasas anuales de inflación del orden del 30% aun con “mecanismos de propagación” que hagan que salarios y precios industriales recojan sólo el 10% de las variaciones de los precios agrícolas y de los salarios respectivamente. El cálculo, hecho para valores plausibles de las elasticidades precio, sirve para otorgar a las fricciones estructurales su real importancia.

no requiere explicación, el segundo responde a la existencia de bajas elasticidades-ingreso de demanda por los exportables latinoamericanos en los países avanzados en razón de la introducción de sustitutos sintéticos y de la preferencia europea por comerciar con algunos países africanos y asiáticos. Los dos factores señalados llevan a dificultades en el balance comercial que, en ausencia de movimientos compensadores autónomos en la cuenta capital, conducen a problemas en el balance de pagos. Éstos a su vez obligan a restricciones en las importaciones y/o devaluaciones del tipo de cambio. Ambas medidas alteran el precio relativo de los bienes importados respecto a los bienes nacionales y generan, en consecuencia, presión inflacionaria de origen estructural. Los “mecanismos de propagación” operan entonces de la misma manera que en el caso de existencia de dificultades en el sector agropecuario. Maynard (1961) y Seers (1962) describen con detalle los mecanismos por los cuales fluctuaciones en los términos del intercambio pueden producir una presión inflacionaria persistente.

II. Extensión de la hipótesis estructural a economías industrializadas

Como hicimos en la Sección I para el caso de economías en desarrollo estudiaremos aquí, en abstracto, un proceso inflacionario de raíz estructural, probable en economías industrializadas.¹³

En las economías industrializadas se presentan diferencias en las tasas de crecimiento en la productividad de los distintos sectores. Habitualmente la tasa de crecimiento de la productividad es mayor en la producción de bienes industriales que en los sectores proveedores de servicios, cuyas demandas tienen reducidas elasticidades-precio y altas elasticidades-ingreso.¹⁴ El concomitante aumento de los salarios relativos de los sectores industriales atrae mano de obra hacia ellos proveniente de los sectores proveedores de servicios. El nuevo nivel de producción de los sectores industriales no podría venderse a los precios vigentes y, a esos precios, los sectores productores de servicios se verían ante una escasez de trabajo. Si los precios son inflexibles a la baja, un nuevo equilibrio requiere el alza de precios

¹³ Una traslación directa del esquema expuesto en la Sección I a las economías industrializadas puede hacerse hoy fácilmente. Basta para ello con interpretar a la brecha estructural como generada por el ajuste necesario del precio relativo de la energía.

¹⁴ Baumol (1967) sugiere que la diferencial de productividad induce una diferencial en las tasas de crecimiento de los costos que debe considerarse como una ley económica de igual fuerza que las leyes de la oferta y la demanda.

y salarios en los sectores productores de servicios. La reasignación del factor trabajo reduce la tasa de crecimiento de los salarios industriales y aumenta los salarios pagados en la producción de servicios. Los salarios tienden entonces a crecer a igual tasa en todos los sectores. Así, los costos aumentan más rápidamente en aquellos sectores en que la productividad aumenta a tasas más bajas. En razón de ello, y suponiendo que los precios se fijan aplicando un margen de beneficios fijo sobre los costos, el precio relativo de los servicios debe aumentar. Si los precios nominales o monetarios son inflexibles a la baja, ese ajuste de precios relativos requiere, necesariamente, un aumento de precios monetarios con el consiguiente alza del nivel general de precios. En la medida en que la diferencia entre las tasas de crecimiento de la productividad se mantenga, el proceso descrito da lugar a un fenómeno inflacionario de raíz estructural como los que analizan Frisch (1977) y Maynard y van Ryckeghem (1976). La presencia de “mecanismos de propagación” que ligan aumentos de precios con aumentos de salarios agudiza el proceso.

III. Equivalencia formal de ambos análisis

La formalización más precisa del modelo latinoamericano de inflación estructural se encuentra en Olivera (1967 b). El modelo presenta el caso de inflación estructural generada por el ajuste del precio relativo de los bienes agropecuarios y describe tal situación por las siguientes ecuaciones:

$$\hat{p}_{a,t} - \hat{p}_{b,t} = \frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \quad (1)$$

$$\hat{p}_{b,t} \geq 0, \quad \delta > \sigma \quad (2)$$

donde los bienes se agrupan en dos conjuntos: un bien agropecuario cuyo precio es p_a y un bien industrial con precio p_b ; los acentos circunflejos sobre las variables denotan sus tasas relativas de variación en el tiempo (o sea sus derivadas logarítmicas respecto al tiempo), el subíndice t refiere el momento del tiempo en el cual se ha registrado el valor de la variable, δ y σ son las tasas de expansión autónomas de la demanda y de la oferta del bien agropecuario, y ε y η son las correspondientes elasticidades de oferta y demanda.

La ecuación (1) describe la hipótesis estructural y proviene del análisis del comportamiento en el tiempo del precio relativo $p = p_a / p_b$ que iguala a la oferta, S , con la demanda, D , del bien agropecuario:

$$S(p, t) = D(p, t)$$

de donde:

$$\frac{\partial S}{\partial p} \frac{dp}{dt} + \frac{\partial S}{\partial t} = \frac{\partial D}{\partial p} \frac{dp}{dt} + \frac{\partial D}{\partial t}$$

o, en términos de elasticidades:

$$\frac{1}{p} \frac{dp}{dt} (\varepsilon + \eta) = \frac{1}{S} \frac{\partial D}{\partial t} - \frac{1}{S} \frac{\partial S}{\partial t} = \delta - \sigma$$

resultando:

$$\hat{p}_t = \hat{p}_{a,t} - \hat{p}_{b,t} = \frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon}$$

El par de relaciones (1) y (2) señala que el precio relativo p debe cambiar porque la demanda de bienes agropecuarios crece más rápidamente que la oferta y que el precio monetario de los bienes industriales es inflexible a la baja.

Tomando ahora un índice del nivel general de precios con forma de media geométrica:

$$\pi_t = p_{a,t}^\alpha p_{b,t}^{(1-\alpha)} \tag{3}$$

resulta que su tasa de variación en el tiempo:

$$\hat{\pi}_t = \alpha \hat{p}_{a,t} + (1 - \alpha) \hat{p}_{b,t}$$

puede escribirse:

$$\hat{\pi}_t = \alpha \left(\frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \right) + \hat{p}_{b,t} \tag{4}$$

que muestra que aun cuando $\hat{p}_{b,t} = 0$ (el mínimo valor admisible para $\hat{p}_{b,t}$) resultará $\hat{\pi}_t > 0$, en razón de presiones exclusivamente estructurales.

Consideremos ahora la versión de Maynard y van Ryckeghem (1976) del modelo europeo de inflación estructural. El análisis se hace en términos de dos sectores: un sector en el que la productividad media del trabajo crece a una tasa r por unidad de tiempo (el sector progresivo, cuyas variables llevarán el subíndice c)

y otro sector en el que la productividad media del trabajo no crece (el sector estacionario, cuyas variables llevarán el subíndice e).¹⁵ Las ecuaciones que describen el proceso de inflación estructural son las siguientes:

$$\hat{p}_{e,t} - \hat{p}_{c,t} = r \tag{5}$$

$$\hat{p}_{c,t} \geq 0, \quad r > 0 \tag{6}$$

La ecuación (5) describe la hipótesis estructural y se obtiene del siguiente análisis del comportamiento temporal de precios y salarios: los salarios del sector progresivo crecen a una tasa igual a la suma de las tasas de crecimiento de los precios y de la productividad media del trabajo en ese sector.

$$\hat{s}_{c,t} = \hat{p}_{c,t} + r \tag{7}$$

por un principio de conservación de los valores de los salarios relativos basado en un sentimiento de “justicia” por parte de los sindicatos (o aun por el funcionamiento del mercado, como ya se detalló) los salarios del sector estacionario crecen a la misma tasa que aquellos del sector progresivo:

$$\hat{s}_{e,t} = \hat{s}_{c,t} \tag{8}$$

Los precios del sector estacionario se fijan según un *mark-up* constante sobre los costos salariales, por lo que:

$$\hat{p}_{e,t} = \hat{s}_{e,t} \tag{9}$$

De (7), (8) y (9) resulta (5). El par de relaciones (5) y (6) señala que el precio relativo $p = p_e / p_c$ debe cambiar porque las productividades medias del trabajo difieren entre los sectores progresivos y estacionario, y que los precios del sector progresivo son inflexibles a la baja ya que todo el aumento de productividad se traslada a los salarios, como indica (7).

¹⁵ En rigor Maynard y van Ryckeghem (1976) suponen que la productividad media del trabajo crece también en este segundo sector pero a una tasa λ tal que $\lambda < r$. Dado que las variaciones de precios relativos obedecen a diferenciales entre las productividades de ambos sectores, la situación aquí presentada, en la que $\lambda = 0$, no altera las conclusiones y debe interpretarse como un caso extremo.

Tomando un índice del nivel general de precios de la forma (3) resulta:

$$\hat{\pi}_t = \alpha r + \hat{p}_{c,t} \quad (10)$$

La tasa de variación de los precios del sector progresivo es una variable exógena pero, dado que no puede tomar valores negativos, debe ser siempre $\hat{\pi}_t > 0$. Si se elige $\hat{p}_{c,t} = 0$, como sugiere Kolm (1970), el aumento de precios tiene orígenes exclusivamente estructurales. En el denominado “modelo escandinavo” se identifica al sector progresivo con aquel que produce bienes “comerciables” sujetos a competencia en el mercado mundial mientras que el sector estacionario es un sector protegido de la concurrencia externa. Suponiendo un país pequeño y tipos de cambio fijos, \hat{p}_c viene dado por el mercado mundial y el modelo puede utilizarse para estudiar los mecanismos de transmisión internacional de la inflación a la vez que permite que las tasas de inflación entre países difieran en razón de diferencias entre las productividades medias del trabajo entre sectores.¹⁶

Las formas reducidas (4) y (10) muestran claramente la equivalencia formal de los dos modelos de inflación estructural presentados, a la vez que revelan que en el modelo latinoamericano se consideran tanto desplazamientos en la oferta σ como en la demanda δ del bien en cuyo mercado se generan las presiones estructurales, mientras que en el modelo europeo los desplazamientos considerados sólo corresponden a la oferta r .

Las formas reducidas (4) y (10) muestran también que las variaciones en el nivel general de precios generadas por presiones estructurales no pueden ser grandes. Ello se debe a que en las presentaciones hechas hasta aquí se han ignorado los “mecanismos de propagación” de las presiones estructurales. Los autores europeos no han formalizado el tratamiento de esos mecanismos aunque algunos los consideran explícitamente como Streeten (1962), pero los economistas latinoamericanos han concedido especial atención a la propagación de las presiones estructurales.¹⁷ Analíticamente la diferencia entre ambos modelos se manifiesta en el tratamiento de las variables exógenas \hat{p}_b y \hat{p}_c . Como ya se señaló, el estructuralismo europeo se inclina por ligar \hat{p}_c al mercado mundial, mientras que las versiones latinoamericanas introducen los “mecanismos de propagación” a través de \hat{p}_b .

¹⁶ Véase Frisch (1977) y las referencias allí citadas.

¹⁷ En Streeten (1962) se señala: “...the impetus to inflation... (is)... reinforced if claim on grounds of... rises in cost of living are added...”

En Olivera (1967 b) los “mecanismos de propagación” se han formalizado según el siguiente esquema:

$$\hat{s}_t = \hat{\pi}_{t-1} \quad (11)$$

$$\hat{p}_{b,t} = \hat{s}_t \quad (12)^{18}$$

La estructura temporal de los desfases se ha escogido con el propósito de reflejar dos hechos: no hay expectativas inflacionarias y los precios se pueden revisar ante cualquier variación de los salarios en forma inmediata, mientras que estos últimos se revisan (o recontractan) sólo al finalizar un período (y en ausencia de expectativas inflacionarias, en base a lo sucedido con los precios en el período anterior). Estos dos hechos se han contemplado con el propósito de que los “mecanismos de propagación” no puedan generar, por sí solos, un proceso inflacionario, lo que, como señala Sunkel (1958), es una de sus características.

Resolviendo el sistema (1), (2), (11) y (12) para la tasa de incremento de \hat{p}_b resulta:

$$\hat{p}_{b,t} = \left(\frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \right) \alpha t + \hat{p}_{b,0} \quad (13)$$

que implica:

$$\hat{p}_{a,t} = \left(\frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \right) + \alpha \left(\frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \right) t + \hat{p}_{b,0} \quad (14)$$

Nuevamente se obtiene $\hat{\pi}_t = \alpha \left(\frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \right) + \hat{p}_{b,t}$ pero ahora:

$$\frac{\Delta \hat{p}_{a,t}}{\Delta t} = \frac{\Delta \hat{p}_{b,t}}{\Delta t} = \alpha \left(\frac{\delta - \sigma}{\eta + \varepsilon} \right)$$

¹⁸ En Olivera (1967 b) la tasa de variación del salario se vincula a la tasa de variación de los precios agropecuarios y la tasa de variación de los precios del sector industrial se supone asociada a la tasa de variación de los salarios a través de una constante b ($0 \leq b \leq 1$) que indica el grado de flexibilidad de los márgenes de beneficios. Aquí tomamos la variación del nivel general de precios como referencia para la fijación de la variación de los salarios para obtener una comparación más directa con las ecuaciones que se agregarán al modelo europeo y elegimos $b = 1$ suponiendo, como ya lo hicimos en el texto, que las firmas fijan los precios industriales manteniendo un margen constante de beneficios sobre los costos salariales.

lo que muestra claramente una aceleración de la tasa de inflación en el tiempo en razón de que los precios relativos no alcanzan nunca su valor de equilibrio.

No es difícil replantear el modelo de inflación estructural expuesto por Maynard y van Ryckeghem (1976) introduciendo en él los “mecanismos de propagación” mencionados por Streeten (1962). Es suficiente postular que los aumentos en la productividad media del trabajo en el sector progresivo acrecientan el salario real de ese sector. El nuevo modelo resulta entonces descripto por las relaciones:

$$\hat{s}_{c,t} = \hat{\pi}_{t-1} + r \quad (15)$$

$$\hat{s}_{e,t} = \hat{s}_{c,t} \quad (16)$$

$$\hat{p}_{e,t} = \hat{s}_{e,t} \quad (17)$$

$$\hat{p}_{c,t} = \hat{s}_{c,t} - r \quad (18)$$

que conservan las características de las ecuaciones (7), (8) y (9). En realidad la nueva versión (15), (16), (17) y (18) aparece más plausible que la original. Esto se debe a que, como apuntan Maynard y van Ryckeghem (1976), la expresión (7) no es una ecuación de fijación de salarios sino una de fijación de precios en la que la tasa de variación de los salarios ha sido despejada. En rigor, (18) es la forma correcta de (7) e implica un margen de beneficios constante. Por otro lado, (15) es una típica ecuación de fijación de la tasa de aumento de los salarios tal como se la concibe en algunas políticas de ingresos (o de salarios).¹⁹

De (15), (16), (17) y (18) puede obtenerse (5) de modo que el sistema conserva la característica de requerir un cambio en los precios relativos en razón de cambios en la estructura de la producción.

Resolviendo (15), (16), (17) y (18) para la tasa de variación de p_e se obtiene:

$$\hat{p}_{e,t} = \alpha r t + \hat{p}_{e,0} \quad (19)$$

que implica:

$$\hat{p}_{c,t} = \alpha r t - r + \hat{p}_{e,0} \quad (20)$$

¹⁹ Véase Nuti (1969).

Nuevamente se obtiene $\hat{\pi}_t = \hat{p}_{c,t} + \alpha r$, pero ahora:

$$\frac{\Delta \hat{p}_{e,t}}{\Delta t} = \frac{\Delta \hat{p}_{c,t}}{\Delta t} = \alpha r$$

de modo que no se alcanza nunca el valor de equilibrio de los precios relativos, lo que implica una aceleración en el tiempo de la tasa de inflación.

De lo expuesto se deduce que los sistemas (1), (2), (3), (4), y (15), (16), (17), (18) son formalmente iguales. Ambos sistemas describen procesos inflacionarios similares, originados en desajustes de la parte real de la economía, que se manifiestan en una necesidad de cambios en los precios relativos. Como ya se indicó el sistema (1), (2), (3) y (4) sigue centralmente las ideas expuestas en Olivera (1967 b), mientras que el sistema (15), (16), (17) y (18) fue construido como una ampliación de Maynard y van Ryckeghem (1976).²⁰ El artículo de Olivera se refiere preferentemente a economías en proceso de desarrollo mientras que el trabajo de Maynard y van Ryckeghem describe un fenómeno característico de los sistemas industrializados. Resulta claro que tanto las economías en desarrollo como aquellas desarrolladas son susceptibles de padecer inflación estructural. En ambos casos algunas políticas anti-inflacionarias habituales resultan contra-productivas.²¹

²⁰ La construcción es similar a la presentada en Canavese (1979) como dual de precios del modelo de Baumol (1967).

²¹ En Olivera (1968) se puede ver un análisis de la política económica en el marco estructuralista latinoamericano, también en de Pablo (1974) se explora la política anti-inflacionaria seguida en Argentina con elementos estructurales y en Canavese (1978 a) se investigan los resultados que pueden esperarse de la introducción de mecanismos de corrección monetaria en procesos de inflación estructural. Una discusión de las políticas de estabilización en Suecia en términos del modelo europeo de inflación estructural aparece en Lundberg (1972).

Referencias

Baer, W. e I. Kerstenetzky (eds.) (1964); *Inflation and Growth in Latin America*, R. D. Irwin, Homewood, Illinois.

Ball, R. J. S. y P. Doyle (eds.) (1969); *Inflation*, Penguin Books, Harmondsworth, Middlesex.

Baumol, W. J. (1967); "Macroeconomics of Unbalanced Growth: The Anatomy of Urban Crisis", *American Economic Review*, vol. 57, N° 3, pp. 415-26.

Canavese, A. J. (1978 a); "Efeitos de um Sistema Generalizado de Correção Monetária sob Dois Tipos de Inflação com Moeda Passiva", *Estudos Económicos*, vol. 8, N° 1, pp. 93-108.

Canavese, A. J. (1978 b); "Comentario a un trabajo de F. Lopes y J. Williamson", *Anales*, XIII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Río Tercero, Córdoba.

Canavese, A. J. (1979); "Inflación estructural e indexación en economías industrializadas y en proceso de industrialización", *Revista Argentina de Finanzas*.

Edel, M. (1969); *Food Supply and Inflation in Latin America*, Praeger, New York.

Edgren, G., K. Faxen y C. Odhner (1969); "Wages, Growth and Distribution of Income", *Swedish Journal of Economics*.

Frisch, H. (1977); "Inflation Theory 1963-1975: A 'Second Generation' Survey", *Journal of Economic Literature*, vol. XV, N° 4, pp. 1289-1317.

Grunwald, J. (1961); "The Structuralist School on Price Stability and Development, The Chilean Case", pp. 110-11 en Hirschman (1961).

Hirschman, A. O. (ed.) (1961); *Latin American Issues*, Twentieth Century Fund, New York.

Kolm, S. C. (1970), "Note sur l'inflation de productivité", *Revue Economique*.

Lopes, F. L. (1979); “Teoría e Política da Inflação Brasileira: Uma Revisão Crítica da Literatura”, Pontificia Universidade Católica de Rio de Janeiro, mimeo.

Lundberg, E. (1972); “Productivity and Structural Change – A Policy Issue in Sweden”, *Economic Journal*, vol. 82, N° 325 (supplement), pp. 465-85.

Maynard, G. (1961); “Inflation and Growth: Some Lessons to be Drawn from Latin American Experience”, *Oxford Economic Papers*, vol. XIII, N°2.

Maynard, G. y W. van Ryckeghem (1976); *A World of Inflation*, Batsford, London.

Nuti, D. M. (1969); “On Income Policy”, *Science and Society*, vol. 33, pp. 415-25.

Olivera, J. H. G. (1957); *Crisis de Desarrollo Económico*, Asociación de Egresados de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, septiembre.

Olivera, J. H. G. (1964); “On Structural Inflation and Latin-American Structuralism”, *Oxford Economic Papers*, nov., vol. XVI, pp. 321-32.

Olivera, J. H. G. (1967 a); “Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation”, *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, sept., N° 86.

Olivera, J. H. G. (1967 b); “Aspectos Dinámicos de la Inflación Estructural”, *Desarrollo Económico*, vol. 7, N° 27, pp. 261-66.

Olivera, J. H. G. (1968); *Causas no monetarias de inflación en la Argentina*, Instituto de Investigaciones Económicas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires (este trabajo fue preparado en 1961 integrando el estudio de CEPAL sobre inflación y crecimiento en América Latina).

Olivera, J. H. G. (1970); “On Passive Money”, *Journal of Political Economy*, julio - agosto.

Olivera, J. H. G. (1971); “On Passive Money, Inflation and Economic Growth”, *Journal of Money, Credit and Banking*, febrero.

Olivera, J. H. G. (1977 a); *Economía Clásica Actual*, apéndice, Ediciones Macchi, Buenos Aires.

Olivera, J. H. G. (1977 b); "Structural Economics and Linear Systems", *Economics Notes*, N°1.

Olivera, J. H. G. (1977 c); "La teoría de la inflación estructural en su vigésimo aniversario", XIV Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, San Carlos de Bariloche, Argentina, nov., mimeo.

Olivera, J. H. G. (1979); "On Structural Stagflation", *Journal of Development Economics*.

Pablo, J. C. de (1974); "Relative Prices, Income Distribution, and Stabilization Plans, The Argentine Experience 1967-70", *Journal of Development Economics*.

Seers, D. (1962); "A Theory of Inflation and Growth in Underdeveloped Economies Based on the Experience of Latin America", *Oxford Economic Papers*, vol. XIV, N° 2.

Streeten, F. (1962); "Wages, Prices and Productivity", *Kyklos*, vol. 15, pp. 723-31, reimpresso en Ball y Doyle (1969).

Sunkel, O. (1958); "La inflación chilena: un enfoque heterodoxo", *El Trimestre Económico*, vol. XXV, N° 4, pp. 570-599, reimpresso en *International Economic Papers*, vol. 10.

Schultz, C. L. (1959); "Recent Inflation in the United States" en *Employment, Growth and the Price Level* (Conferencias ante el Joint Comittee, 86° Congreso, 1ra. sesión, 25-28 de mayo de 1959), pp. 4-10, US Government Printing Office. Reimpresso en Ball y Doyle (1969).

