

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



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.